



经济、估值和流动性有望形成三重底

展望 2009 年,我们认为,经济见底、估值见底和流动性见底的三重底局面正在逐步形成之中。这样的“三重底”重叠的局面在中国证券有史以来的十余年中,仅出现过一、两次。一方面,央行对企业存贷的分析,让我们看到了经济调整隧道尽头的亮光;而估值水平的对比,显示了当前股市低估程度相当严重;而宽松的货币政策,使得流动性见底的局面将很快看到。所以,短期来看,尽管市场依然阴雨连绵;但透过经济、估值和流动性三个方面的情况,我们认为,一轮大牛市行情确实正在酝酿之中。

中证投资 徐辉

经济见底：明年年中中国经济有望结束调整

存贷分析表明中国经济调整曙光初现。央行的分析认为,中国经济目前出现的下滑主要源于企业的存贷调整,这个调整的过程最晚会持续到明年二季度,中国经济将在存贷调整结束之后恢复正常增长,预计明年经济增速仍将达到 8% 或者略高的水平。

企业本轮存贷调整包括两个方面原因:一是美国次贷危机演变为全球金融危机,进而导致全球的经济衰退,中国经济在过去 6 个季度逐季下滑,根据存贷周期的理论,企业应该减少存贷;二是国际大宗商品价格的剧烈波动导致企业存贷变动,在存贷暴跌期间,企业不得不大量减少存贷。而存贷调整会带来三个后果:一是大幅度减少原材料的进口;二是被动增加上游生产企业的产成品存贷,10 月和 11 月采购经理人指数大幅度下降的原因即在于此;三是上游重工工业调整的幅度和压力要远远大于轻工业。

由于中国经济增长超过 80% 将依靠内需,而内需的情况则取决于存贷调整何时结束。央行于 12 月初在全国 35 个城市对 393 家企业进行过一次问卷调查,结果显示绝大多数企业的存贷调整将在明年一季度完成,少部分企业的调整要持续到二季度。由此可以对中国经济进行一个比较清晰的判断,即经济在

明年二季度开始将会恢复正常,预计明年全年经济增速将达到 8% 或者更高一些的水平。

估值见底：股票成最具吸引力投资品种

在所有市场都大幅回落后,对各个市场进行对比意义已经改变,因为几乎所有国家的股票价格都非常低廉。据彭博社统计,11 月份欧美和我国香港地区股票市盈率已经降至 10 倍,市净率回落到 1.3 倍左右;中国 A 股市场市盈率回落到 13 倍左右,市净率回落到 1.9 倍左右;中国深圳 B 股市场市盈率回落到 6 倍左右,市净率回落到 0.7 倍左右。同一时期,摩根 AC 全球指数与摩根新兴市场指数的动态市盈率分别为 10.4 倍和 8.1 倍。在正常的交易年份里,成熟市场的市净率一般在 2 倍左右,收益率一般在 15 倍左右;而新兴市场收益率一般在 20 倍至 25 倍左右,市净率在 3 倍左右。所以,目前几乎所有的市场都存在显著低估。

其次,较低的市盈率和明确的长期发展前景,使得中国股票成为全球股票中最具吸引力的板块。如果投资者能够放眼所有的中国股票,包括 A 股、B 股和 H 股,那么中国股票的吸引力无疑是全球最好的。

最后,跳出股市看估值,我们会更加确定股票是所有资产类别中最具吸引力的品种。一方面,与楼市相比,中国楼市的市盈率(以房产总价除以年租金)在 30 倍至 40 倍之间,



周二两市大盘继续回落。盘中上板板块零星分布在教育传媒、计算机、医药以及创投等概念板块上。而权重股持续疲弱以及缺乏具有人气的领涨板块,则导致下午两点开始连续出现两波杀跌,而且在杀跌过程中成交量明显放大,显示市场心态仍然不稳。从技术上看,短期市场可能仍将以整理为主,如果成交不能在反弹中有所放大,不排除会出现重心继续下移的局面。目前布林线下轨刚好收在 1800 点上,将对这一关口形成重要支撑。5 日均线 1850 点附近将是短线压力位。(万国测评 王荣奎)

流动性见底：M1 未来回升是大概率事件

在宽松货币政策推动下,2009 年的流动性将相当充裕,11 月份的 M1 达到 6.8% 的空前低水平,未来 M1 增速回升应是一个大概率事件。随着经济刺激政策逐渐发挥作用,美国经济逐步企稳,短期冲击造成的企业信心消失将在未来得到一定恢复,明年 M1 增速可能逐渐回升。

从历史的角度来看,M1 和上证市盈率还是有着比较强的正相关性,M1 是市盈率的先行指标。我们看到 M1 在 1996 年以来的几个低点

出来之后,往往伴随着 A 股市场市盈率也会出现低点,如 M1 下行的 1995 年、1998 年、2002 年、2005 年等。而在每次 M1 出现拐点、然后上行的过程中,证券市场的估值水平也随之走高,也就是股市市盈率不断走高。这在 1996 年大牛市、1999 年的大反弹、2003 年 B 股和 H 股大反弹以及 2006 年大牛市都能够看到这一景象。所以,几乎每次流动性的走高都对应着资本市场估值水平的大幅提升。而且,一旦 M1 被推高,市场对市盈率的调整甚至是不以上市公司的业绩为转移,1996 年-1997 年大牛市就是个典型,期间虽然上市公司的业绩还是往下走,但是整个市场的市盈率却在逐步提高。这一点对于目前的局面很有借鉴意义,因为目前也面临上市公司业绩下滑,但流动性上升到高位。

因此我们认为,央行宽松货币政策有望令 M1、M2 结束长时间走低的局面,这将推动市场整体估值水平回归长期均衡值(20-25 市盈率)。

大趋势研判

收官战已无多少悬念

金百灵投资 秦洪

周二 A 股市场受全球股市窄幅震荡的影响而有所高开,但奈何抛压太重,后市再度震荡走低。看来,作为 2008 年股市收官的今日走势已无太多悬念。

当然,有观点认为,随着周二午市后的跳水,说明市场已消化了持币过节投资思路引起下的投资者的抛压,因为 T+1 的交易制度下,只有周二卖出的投资者才可以将资金从证券账户转到银行账户。与此同时,基金历来有做市值行情的冲动,从而带来投资机会。但笔者认为,对于大多数中小投资者来说,并没有取现的冲动,故不排除今日仍有投资者采取持币过节。而基金在目前监管环境下,也不太会大肆逆势做市值。

这其实也得到了两个信息的佐证:一是年报业绩预告公告所带来的压力;二是中小品种在近期虽然反复活跃,但股价越涨,越让业内人士感到担忧,毕竟年报的高配预期存在着水中月的可能性,而且估值压力越来越大。

东方雨虹等强势股均面临着较强的动态市盈率的压力,所以随时可能出现调整。而这是目前 A 股市场为数不多的能够激发市场投资兴趣的品种,一旦中小品种再度调整,那么 A 股市场的调整压力将更为沉重,从而抑制今日收官行情的乐观预期。

正因为如此,笔者倾向于认为,市场原先预期的基金做市值行情难现,收官之战已无多少悬念,故投资者不宜重仓过节。不过,投资者可关注两类品种的短线脉冲机会:一是套利的机会,如邯郸钢铁、承德钒钛等均有现金选择权,或有一定的短线套利机会;二是刺激出口的产业政策预期,如纺织业的孚日股份、德棉股份等个股。另外,焦炭行业的安泰集团、山西焦化、煤气化等品种也可跟踪。

新年展望

辩证看股市“晴雨表”功能 投资机会明年不会少

民族证券 刘佳章

时值岁末,展望 2009 年股市,也许真可以用狄更斯在《双城记》里的一段话来概括:那是最美好的时代,那是最糟糕的时代……那是希望的春天,那是失望的冬天。由于市场的不可预测性,特别是在当前全球性的金融海啸尚未平息之际,使得预测 2009 年的走势更加扑朔迷离。但笔者认为如果把把握好历史性的规律、市场的情绪及心理,以及股市的市值三个要素,也许对于把握即将到来的 2009 年行情更有帮助。

与经济不同步是股市常态

首先我们从宏观经济与 A 股的联动性这个角度的历史规律入手。通常都说股市是宏观经济的晴雨表,因此投资者自然而然地把 2008 年的 A 股单边下跌市归咎于全球性的金融海啸,以及上市公司盈利下滑等宏观经济方面的不利影响上来。虽然 2009 年中国经济能否迅速复苏仍有很大的不确定性,但自从政府出台如四万亿等一系列“保增长、扩内需”政策出台后,笔者认为 2009 年 A 股市场与宏观经济表现的联动性也许会低于与宏观经济

政策变化的联动性。回顾 A 股开市至今,事实上每次牛熊转换与宏观经济走势并非完全联动。比如说 1996-1997 年牛市,我国 GDP 增长其实是同在下滑的,直至亚洲金融风暴爆发,牛市走完;而同样在 GDP 高速增长 2003-2005 年,A 股却经历了上次熊市期间最大的跌幅阶段,直到沪指出现 998 低点。因此,过分强调宏观经济与 A 股市场的联动性,是有失客观的。因此尽管笔者也不看好当前的各项经济数据,但就此轮反弹行情而言,正如行业研究员的公募基金未能战胜策略研究员的私募基金,这一现象折射出一点很重要的原因,就是基金忽略了宏观经济政策的转向对于资本市场的影响。换言之,如果说宏观经济面的巨大导致了 2008 年 A 股大跌的话,那么 2009 年宏观政策方面的变化将会主导 A 股的走势,宏观经济因素将逐渐淡化。

投资者敏感的神经更加敏感

其次,金融行为学的大行其道,说明市场普遍意识到,投资者的心理及情绪会影响市场的走势。毕竟股票市场就是一大群人在交易的市场,因此可以说 2008 年投资者最沮

丧的可能不是 A 股的大跌,而是打开电视所看到的国内外各种各样的突发事件。2008 年对于全球来说都是动荡的一年,因此我们说投资者也很容易受到各种“噪音”干扰,各种交易品的价格也会随之大幅波动。比如说近期以色列空袭加沙,造成重大人员伤亡,国际油价和金价都应声上涨。同理,当市场反弹到一定的高度,统计局关于 11 月宏观数据一出台,市场立马再度陷入宏观经济仍在下滑的负面影响之中,股指破位在所难免。

由此不难想像,经历过 2008 年大跌的 A 股市场投资者,在 2009 年对于各类宏观经济事件一定会异常敏感。故此,A 股市场走出大幅震荡,市场热点也围绕各类事件展开事件驱动型炒作,在 2009 年出现的概率将大大提高。

市场发展才能带来盈利预期

最后,股票市场的市值变化也能够影响 2009 年 A 股市场的走势。毕竟如果说道琼斯指数之所以历经近百年的牛市,一个很重要的原因就是其市场规模和交投日益扩大;毕竟股票市场市值的变化主要反映了上市公司盈利贡献和参与者的参

与热情这两大指标。其中上市公司盈利贡献还取决于市场的融资功能能否发挥正常,能否吸引更多的上市公司入市。故此我们说有关方面近期在股指破位之际对于“创业板”、“新三板”等敏感消息念念不忘,目的就在于促进投资者对市场产生一个良好的盈利预期。而同样值得关注的,也是多家券商机构尝试创新,有效地为“外非”减持寻求出路,模式颇似“定向增发”。而承接机构出于长期持有也罢,还是寻求短期差价也罢,新的“外非”减持盈利模式的出现,对于 A 股市场来说无疑是一个意外之喜。

故此,预测 2009 年 A 股市场走势,也许宏观经济层面并不是很好,但市场的机会比 2008 年肯定要多。

首席观察

“大小非”压力缓解 流动性渐趋改善

浙商证券 吕小萍

近日虽然大盘胶着,却也有些可喜的事情。一来是虽有盘久必跌的惯例,但大盘仍然顶住即将推出创业板、外围市场动荡的压力,仍在 1800 点上方苦守;二来是在迎来 12 月“大小非”减持高峰之后,大盘处惊不乱,部分受到“大小非”减持压力的个股不跌反涨,给市场带来暖意。在这些局部现象的背后,可以更为客观地发觉市场的积极变化。

“大小非”问题凸显全流通市场价值

机构资金的大举流入是海通证券顶住“大小非”解禁潮的中流砥柱。在海通证券第一批解禁股放出之时,股价从 20 元下跌至 10 元。数据表明,在其第一批限售股放出之前,机构资金集体逃亡,11 月 24 日机构持仓比例创下 0.3% 的最低记录。但之后的 10 个交易日左右,机构持仓比例增至 3.6%,在 1 个月时间内,至少有 22 家机构建仓海通证券。这短短一个月内,机构的态度何以发生如此大的变化?

从中国太保到海通证券、长江证券等,近日“大小非”解禁股逆势而动的现象并非偶然,而是深刻地反映出市场内在运行机制已经发生了变化。股改前的小市值、小资金的证券市场,随着股改限售股份解禁,市场卖方主导成为“大小非”,而买方主导成为机构资金,市场逐渐演化为大市值、大资金为特征的市场。这样的市场,在资金流向上,如果没有达成共识,市场也很难真正达到平衡。中国太保和海通证券的案例表明:一是目前场内资金相对比较充沛,较之前几个月对于“大小非”的承接力大大增加;二是对于市场目前所处的区域已经有外国资金的积极介入。近日解禁个股解禁股数量非同一般,单靠场内资金不可能成功渡过太保和海通的解禁关。统计也显示,有新机构在积极介入。这显示场外资金对于借“大小非”解禁之机大量吸筹已经有较大兴趣。

客观对待“大小非”减持

“大小非”减持历来被视为“洪水猛兽”,场内资金对相关个股避之唯恐不及。然而换个角度而言,“大小非”减持有其积极的意义。如海通证券虽然走势挺坚,但部分解禁“小非”依然选择抛售。如二纺机发布公告,将其持有的海通证券 551.7366 万股,以每股 8.23 元的价格,通过二级市场进行出售。这次抛售使其获利 3900 万元,使这家 ST 公司实现扭亏为盈的经营目标。而该公司资料显示,前三季度总的净利润为-2569.98 万元,三个季度的亏损所幸有海通证券的“小非”减持填补窟窿。

从这个角度而言,“大小非”减持虽然伤及很多中小投资者,但对于不少“小非”来说,通过减持获得宝贵的资金也是非常的不易。通过这些减持资金,投入扩大再生产有可能帮助一家企业渡过目前的经济难关。截至 2008 年三季度末,沪深两市有 494 家上市公司持有股票的初始投资金额共计为 775.066 亿元,而当期期末的账面价值为 1653.476 亿元。由此可见,“大小非”减持问题并非孤立的问题,而是影响到很多上市公司的资金、业绩、甚至生存的大问题。

流动性逐渐趋于改善

“大小非”问题背后反映的是资金面的情况。最近“大小非”得以缓解,反映出场内流动性偏紧的状况已经有所改善。一方面,随着央行利率的一再调整,理论上资本市场的吸引力在增加,资本市场的回报率由于利率调整,其价值将逐渐凸显;另一方面,政策性资金,包括社保资金、保险资金的不断流入,带动的私募、QFII、基金等其他机构参与市场的活跃度有所提升。流动性的改善,有助于更好地尽快稳住市场波动,帮助市场走出泥沼。

总体而言,近期“大小非”的动向值得关注和跟踪,这是一股暂时的暖流还是市场流动性改善的前兆?笔者认为,如果市场已经能够承受“大小非”之重,则市场有望逐步在 1800 点附近企稳,推动市场活跃度的提升。

cnstock 理财
本报互动网站·中国证券网 www.cnstock.com

今日视频·在线 上证第一演播室

“TOP 股金在线”
每天送牛股
三小时高手在线答疑

今日在线:
时间:10:30-11:30
周华、文明、程昱华
时间:14:00-16:00
靳文云、周华、巫寒、赵伟
郑国庆、张晓、吴青芸、侯英民
罗利长、陈钟、袁建新