



持续调整有利于长期资金进入市场

曾经的股市泡沫预示当时投资者的过度贪婪，而当前的股市泡沫则是人们过度恐惧的结果。无论是美股还是A股，股票市场的风险目前都明显高估了。当然，就股票买家而言，市场回落不是坏事，持续调整将有利于长线资金的逐步进入。他们将是未来最大的赢家。

中证投资 徐辉

美股风险已从低估走到了高估

外围市场的影响是近期绕不开的一个话题。全球估值体系下移的大背景下，A股确实难以持续一枝独秀。那么，美股前景究竟如何呢？笔者认为，美股正处在寻底的过程中。它确实存在继续回落的可能，但对于空头而言，它也同样存在回归合理估值的更大风险。

近期美国股市可谓风声鹤唳。由于投资者担心全球经济以及银行系统的复苏将遥遥无期，近期各大股指纷纷创出多年新低。道琼斯工业股票平均价格指数周一收盘大跌4.2%，至6763.29点，创下1997年4月25日以来的最低收盘水平。道琼斯指数较今年1月2日高点已跌去了25%，而较2007年10月9日创下的14164.53点峰值则跌去了52.25%。

事实上，笔者对于美股长期的运行还是抱乐观态度。美国房价收入比在2至3的水平上，表明其价格已经处在历史上较低的水平，进一步大幅调整的空间非常小，而走高机会却非常大。而房价是美国经济运行的一个关键指标。所以，美股事实上是处在一个相当明显的低估位置上。

对于美股未来走势，巴菲特在其最新披露的年报中的两句话值得关注。其一，投资世界已经从对风险的低估走到了高估。这种变化并不小，钟摆走完了非同寻常的弧线。当撰写这十年的金融历史时，想必会提到上世纪90年代的互联网泡沫；2000年代的房地产泡沫；而2008年末美国国债泡沫也格外地不同寻常。其二，经济在2009年将会混乱不堪，而且可能还会持续，但这个结论并不能告诉我们股市会涨还是会跌。

巴菲特的观点其实很清晰：第一，股市泡沫预示过度贪婪，而股市泡沫则是过度恐惧的结果——当前全世界股票市场的风险已经处在高估的水平上，股票的价格普遍处在低估的水平上；第二，2009年实体经济

会很差，但股市最终却不一定下跌。

“鸡肋”或将演变成“鸡腿”

除了美股影响外，估值优势的丧失以及流动性忧虑重新燃起，也是推动近期A股调整的重要因素。一方面，沪综指进入2400点后，市场估值进入较高水平，A股市盈率已经达到17倍左右的水平，行情已经演变成“鸡肋”行情；另一方面，短期信贷资金流出市场，形成了对股票价格的短期冲击。

不过，在沪综指重新触及2000点，或者下破2000点进入到更低的估值水平上，市场的做多力量又将重新汇聚。首先，估值又将开始具备吸引力。事实上，最近市场上上涨主要因为题材股推动，当然这也主要是因为短期资金的性质所决定。而一旦大型优质蓝筹股跟随市场调整后，其风险收益比又将大幅提升。

其次，立足上半年的情况来看，流动性情况总体将是乐观的。至少从目前至未来三、五个月的情况来看，银行的信贷增长率仍将维持在一个较高的水平上，而且利率水平也将维持在一个较低的水平上，甚至可能有机会看到一至两次降息。所以，尽管短期信贷资金抽离会影响短期市场的行情，但在上半年整体流动性充裕的情况下，资金对市场的负面影响将不大，甚至将主要是积极的影响。

所以，总体而言，我们对市场中长期的运行还是比较乐观的：一旦市场估值达到更低的水平上，前期我们形容的“鸡肋”行情又将逐渐演变成“鸡腿”行情。在未来市场运行过程中，我们认为地产股是值得关注的，这主要是因为近期国内房地产市场毛利高企和成交复苏。尽管笔者对未来房价运行不乐观，但房价运行与地产商收益完全可能阶段性出现背离。1997年我国香港地区房价见顶，但香港地产商的盈利恢复相当快，而香港地产股股价的恢复也相当快——其中原因也就在于高毛利和成交恢复。也就是说，地产商收益在这样一个区间里，其盈利水平和房价运行的关系已经不大，而与成交量关系相当密切。

金融股受海外影响有限

浙商证券 吕小萍

昨天沪深两市虽又大幅低开，但全天却呈小幅走高之势，显示市场心态在经过上周暴跌之后，逐渐趋于平静和理性。

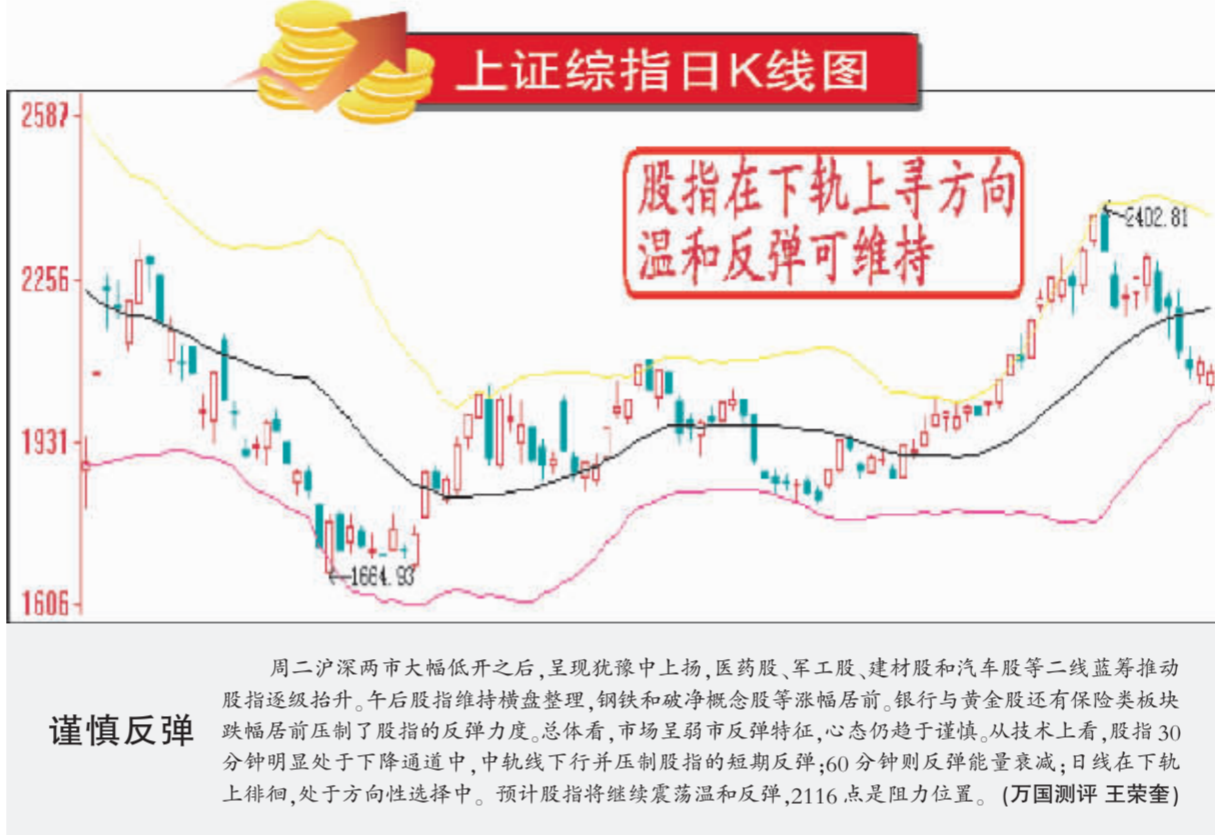
顶住减持潮，招行表现可圈可点。招商银行本周迎来其全流通时代，由于身处大盘敏感期，其走向可谓牵一发而动全身。所幸的是招商银行顶住压力，平稳度过了这段时间。而同期解禁的中金黄金、大恒科技、华联综超等个股走势也基本和大盘同步，没有出现暴跌等极端现象。这表明局势正在发生转变。大股东出于控制权等方面的考虑，降低股权比例并非最佳选择，而信贷环境的放松，给予“大小非”解决资金困境有一个好转的环境。

招商银行顶住此次减持潮，和海通证券当时之走势出现如此迥然不同的差异表明：市场内在环境已经出现变化，全流通时代的到来不可避免但不必恐慌。

内外有别，金融股受海外影响

有限。美国政府增持花旗集团股份、通用电气减少分红，以及第四季度GDP创1982年以来最大降幅等消息令美国股市近期表现恶劣。金融股成为漩涡中心。投资者担心的核心问题是“银行国有化”。花旗集团宣布将把现有优先股转换成普通股并暂停优先股与普通股的分红。这一消息沉重打击了市场，加重了投资者对“银行国有化”的担忧。

但内外有别，尤其是金融体系。对比欧洲和美国的危急局面，中国的情况要好得多。若真的发生金融风暴第二波，在金融体系方面中国受到的直接冲击会十分有限；而实体经济方面由于大力度的投资和拉动内需会缓冲外来的冲击；此外成本优势和刚性需求在制造业上也会得已显现。当然外部的不利会延缓中国经济复苏的时间。尤其令人感到安慰的是，近期房地产市场出现一定程度回暖。房价的回落和成交量的回升达到平衡时，行业的压力会大为缓解。金融和地产两大行业的内外差异，决定了作为经济晴雨表的A股市场不会出现崩盘式暴跌。



首席观察

高含权股：突破常规打开想象空间

金百灵投资 秦洪

昨日A股市场在震荡中有所企稳，上证指数出现了难得的低开走高后的K线，再一次成功地化解了外围股市不振的压力。对此作出巨大贡献的品种除了医药股、地产股、水泥股外，就是高含权股。西飞国际、深圳惠程的超常强势表现引发了各路资金纷纷涌入到高含权股中。那么，如何看待这一板块的运行特征呢？

送转增突破常规

其实，高含权股一直是A股市场的强势主线，在本轮反弹行情中体现得更是如此。在去年底的行情中，川大智胜、川润股份等袖珍高价股的反复活跃，率先创出历史新高就是最好的说明。随后的中航光电因为10送转增10也是奋力走高，率先创出6124点的新高品种。如此的赚钱效应，更进一步为高含权股的主线镀金镶银，极大地刺激了各路资金对高含权股的炒作欲望。市场参与各方也在努力为此一主线大开方便之门，以凝聚市场人气。

正因为如此，昨日A股市场出现了一个近年来极其罕见的创新之举，那就是西飞国际，不仅仅是将年报披露时间提前，而且还大剂量送股，推出了10转增12的含权方案。众所周知的是，在前些年，最高的送转增股本比例是10送转增10，充其量还再多加个派现的方案来回报股东。西飞国际如此打破常规的高比例送转增股本方案的确出乎市场预期，因此，即便在昨日早盘大盘大幅低开之际，该股也是开盘即迅速冲上涨停板。由此可见，市场对突破常规个股的关注度以及追捧激情。

或引发模仿效应

对此，笔者认为将对A股市场带来两大效应。一是打破常规后的模仿效应。因为在2007年、2008年初的行情中，当时股价高企，不少上市公司的高价增发使得每股净资产过低，需要通过转增股本的方案降低净资产以及做大股本，为今后进一步的注入优质资产做大总股本的基础。所以，不排除一些控股股东实力雄厚的相关上市公司推出类似于西飞国际这样的打破常规的

送转增股本方案，尤其是航天军工股、电力股、电力设备股等个股以及部分央企股。其中航天军工股、央企股的可能性更大，因为注入大型优质资产需要大股本的要求，否则注入优质的资产将使得股本不符合上市规定。因此，通过超常规的送转增股本方案以达到做大股本的目的也在情理之中。

二是进一步强化了高含权股的主线。这主要体现在两个方面：一方面是因为超常规的送转增股本，的确让市场看到了这一主线极为乐观的弹性方案，可以10送转增1，也可以10送转增10，甚至10送转增12乃至更大，这自然会赋予这一主线的相关品种极强的股价弹性，各路资金也会迅速调集兵马，重新打量高含权主线的投资机会；另一方面则是因为超常规的高含权股一旦除权后，股价将迅速降低，20元的一股可能只有8元多，而10元的股票可能只是4元，而5元的股票可能只有2元，如此的价格差可能会激发各路资金对部分填权的乐观预期。所以，超常规高含权股的背后隐藏着超常规的填权之路以及超常规的收益率预期，故高含权股主线的确相对乐观。

金融股的黑色故事

黄硕

周二的A股，虽然“黑色”，比想象中的好一些。周二上午A股跳空50点开盘，但经过一天的努力，终于收盘只下跌22点。A股开盘前便已经得知前一交易日美国股市的黑色故事——2日纽约股市收市时，道琼斯指数下跌299.64点，跌幅4.24%。回想起来，银行股们最近成了全球股市的火药桶，动不动就拖累股市。西方金融巨头的伤心事真不少，最近频频创出亏损纪录来。花旗、汇丰、美国国际集团，就这两天又一系列停牌倒下了。虽然A股市场上的银行股们这一轮金融危机中尚可以隔岸观火，但还是多少会受影响。比如：中行与RBS的合作，其令人感到安慰的是，近期房地产市场出现一定程度回暖。房价的回落和成交量的回升达到平衡时，行业的压力会大为缓解。金融和地产两大行业的内外差异，决定了作为经济晴雨表的A股市场不会出现崩盘式暴跌。

股1.50美元。前期传闻有国有化可能的美国银行当天亦随之下跌25.75%，富国银行下跌15.97%。

周一轮到全球最大保险公司美国国际集团(AIG)。AIG上一季度亏损617亿美元，创美国公司历史上最大季度亏损纪录。投资者对美国金融系统与美国经济再生忧虑。AIG拖累美股，美国政府表示将向AIG额外提供300亿美元贷款，这一全球最大的保险公司此前已得到政府1500亿美元的救助。

周二上午，轮到汇丰银行拖累港股了。欧洲市值最大的银行——汇丰银行2008年利润下降了70%。汇丰控股(0005.HK)周一宣布高达177亿美元(合1370亿港元)的配股计划，一举创造香港历史上最高集资金额。于是，周二汇丰的走势之凶险也是可以想象的出来了。汇丰ADR下跌23%，周二开盘在46元下方报45.95港元，下跌11港元或19%，当时拖累恒指下跌272点。周二港股开市大跌350点，跌2.8%，一度危险万分。

城门失火，殃及池鱼。西方金融公司的这些灾难，对A股的银行股还是会带来不利影响的，中行、招行便是两个例子。

《21世纪经济报道》在《RBS拟出售中国区业务与中行部分合作已停止》一文中称：一周前，从英国苏格兰皇家银行(RBS)总部飞回北京的RBS北京分行高管，向内部员工传达了RBS中国区业务待售的消息。RBS的战略调整也必将牵动其战略合作伙伴中国银行。中行内部人士透露，RBS与中行涉及战略发展、信用卡、私人银行的业务合作已悄然停止。

招行这两天走势不妙，固然与本周一解禁股上市流通的压力有关，但实际也与它的未知因素有关——“水隆商誉减值成招行业绩最大悬念”。周二招行领跌金融股。由于本周一招行已经是沪深300指数的第一权重股了，所以它伤心、A股就得落泪。周二收盘它仍下跌3.90%，位居当天A股金融股跌幅第二名（第一名为宜信信托，下跌4.06%）。

专栏

外围股市影响接近尾声

姜勃

若论近期影响A股投资信心的最主要负面因素，无疑就是外围股市“领跌羊”美股跌个不停。而与之相仿的就是去年上半年国际油价的涨个不停。美股近期持续暴跌的诱因是权重股基本面恶化的集中体现。典型案例就是通用汽车、花旗集团、AIG这几个大家伙濒临破产的巨额亏损，惟有依赖政府拯救才能摆脱泥潭。撇除这些大家伙的拖累，标准普尔500指数的估值，凭借埃克森美孚等能源股的良好业绩仍维持在10倍市盈率左右。但若添加这些亏损的大家伙，则实际市盈率无疑将飙升至接近40倍市盈率。在美股疲软背景之下，似乎还有提高资本利得税的传闻，这无疑令美股短期走势更加雪上加霜。

回顾一下历次危机背景之下的股灾，投资者应该揣摩出逆周期投资的信心原则。类似彼得林奇以“旭日不是公鸡叫醒的”来形容经济复苏、牛市来临。每一次危机和股灾也是在投资信心爆棚的繁荣景象中酝酿的。可能有人会证明自己很早就预测到了危机，但事实上繁荣景象的标志之一就是之前的危机预言总是频频落空，而最终危机预测应验基本上就是符合了牛顿自由落体定律。因此彼得林奇曾言及：“决定最终结果的不是头脑，而是毅力。”

1929年股灾之前的美国经济景象是依赖对德国的贷款和国内信贷消费而异常繁荣；1972年股灾之前的景象是美国工业生产又进入周期性高涨，并一度持续了23个月的超常繁荣纪录；1997年东南亚金融危机之前，所谓亚洲“四小龙”、“四小虎”的经济繁荣景象几乎成为了所有发展中国家楷模；2000年美国网络泡沫破灭之前，是至今令人津津乐道的“高增长、低通胀和低失业”的美国经济“黄金八年”。虽然每个人都指望自己能够成为顺周期投资的幸运儿，但是顺周期时的投资，更类似于童年时“丢手帕”的游戏，每个人都唯恐落后，但最终却在懊恼不安中拥抱了风险。

反之，遵循经济的周期性规律，危机绝不是末日。每一轮危机之后往往就是最佳投资周期。别人没信心的时候恰恰是您应该具备信心的时刻。这就是逆周期投资规律。

危机之后的股市反弹往往较实体经济更为敏捷，而且根据中外股市的规律统计，短则两年长则四年，股市便会出现大级别的纠偏式反弹。美股的1933年、1975年，A股的1996年、1999年，都在人们对经济复苏仍处于恍惚中，股市出现了惊人的反弹涨幅。而在此之前的一年，股市又都是在危机后遗症阶段出现了坚韧的企稳。2008年的A股无论如何已是最坏的时刻了，虽然2009年的A股还需要等待实体经济的复苏。2008年4季度6.8%的GDP增长率可能就是谷底数据了，因此2009年成为A股的企稳之年的实体经济基础已经具备。

最后回到主题，金融海啸的余震令美股暴跌，但是当美股跌幅开始逼近甚至超过1972年石油危机之后的跌幅之际，就类似于去年国际油价攀升至每桶147美元时的强弩之末。外围股市对于A股的信心影响也即将接近尾声了。若A股在经历了金融海啸余震之后，仍能顽强企稳于上证综指2000点上下，则守望新的繁荣并非奢望。信心应该逆周期而满。现在是投资的最佳时刻。

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

三小时高手为你在线答疑

今日在线:

时间: 10:30-11:30
周华、文明、程显华

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