

是供求关系左右着资产价格

从股票市场,我们仍然可以看到供求关系在左右着资产价格,且股市的供求关系波动更加剧烈,股价总是存在着高估或者低估的现象。在供给相对稳定的情况下,流动性因素占主导;供给的数量和质量主导股市的价格水平。按照对今年上市公司业绩的基本预测,20倍的市盈率对应的上证指数在2900点左右,那么由此得出的基本认识是2900点的系统性风险不大。

◎仇彦英

对于商品、资产来讲,其基本的价格决定机理在于供求关系的变化。作为股票市场,我们仍然可以看到供求关系在左右着资产价格,相对于其他商品来讲,股市的供求关系波动更加剧烈,或者引导供求关系变动的因素更为复杂,所以我们看到的股价总是存在着高估或者低估的现象。那么,如何看待近期和未来我国股市的供求关系呢?

在供给相对稳定的情况下,流动性因素占主导

从需求的角度看,包括三个方面,一是机构主导的资金,二是中小投资者主导的资金,三是其他的非稳定性资金。显然,第一类资金相对稳定,即使存在交易性因素导致的波动,在相对稳定的环境下,其流入、流出的比例都不会很大,具有相对的稳定性。这也是为什么监管机构大力发展共同基金的主要原因,是希望它们能够起到稳定市场和引导价值投资的作用。第二类资金具有灵活交易的特点,会对股市带来很强的波动性影响,但其规模仍然是当前股市的主要力量。因此,需要正确引导,防止其盲从效应对股价的影响。第三类资金从某种意义上讲,是股市很难预测的力量,但对股市有很大的影响,包括心理影响。

从今年上半年的股市看,由于新股发行和再融资的规模有限,市场主要的影响因素在于需求方,也就是我们强调的流动性。在流动性持续增加的背景下,我们迎来了股市的持续上涨。但后期,股市出现了快速下跌,除了供给因素(后面我们会重点讨论供给因素),需求的回落是主要原因。在

需求因素中,第三个方面的需求因素起了主导作用,也就是银监会加强监管,对部分信贷资金违规流入股市的情况进行监管。显然,不合规资金在监管因素加强下就出现了快速逃离股市的情况,从而引起股市的快速下跌。如果信贷资金已经从股市撤离,这也意味着以后我们没有必要再把新增贷款当成股市的主要影响因素或者风向标。

按照我们的分析,新增贷款与股市没有太大的相关性,M1-M2、居民储蓄存款增速情况等反应市场流动性的指标则是与股市走势高度相关的主要指标。按照基本的判断,M1-M2的剪刀差会进一步缩小,居民储蓄存款仍然存在流入股市的状况,所以股市不缺乏流动性的基本支持。

供给的数量和质量主导股市的价格水平

虽然供求关系影响价格水平,但股市能够接受什么样的价格水平更取决于供给情况,这就像我们平常购买的商品,不取决于我们有多少钱,更取决于商品的品质。在此情况下,还存在一个商品,假设需求不变,当供给的数量发生改变时,同样的供给质量,也会产生不同的价格。

从供给的数量看,无论是大小非的解禁流通,还是IPO和再融资,都会导致供给数量的刚性增长,由此我们可以感受到的未来变化是,即使上市公司恢复到上一轮周期下的盈利增长水平,供求关系主导的价格将很难达到早期牛市状态的估值水平。

从供给的品质看,基本因素就是整体盈利能力与增长能力。那么,上市公司的盈利情况怎么样呢?我们看到,上市公司在逐步走出盈利低迷的状态,今年的中期业绩虽然仍然出现回

比下降-15%,但环比回升的态势比较明显。宏观经济运行态势的判断,考虑到去年的季度利润分布情况,基本可以认定,三、四季度的单季利润会转入正增长,全年的净利润会出现20%以上的增长率。根据对股市历史的研究,我们可以发现,股市走势和上市公司的季度利润变化具有很强的相关性,由此决定了股市的基本方向,因此我们对于下半年的股市至少不应该悲观。至于涨幅多大,则需要综合考虑到股市的供求关系。

股市的基本运行区间

正如索罗斯的反身理论,股价存在阶段性的低估和高估,这需要根据市场的情绪进行判断,对贪婪和恐惧进行理解。但我们仍然可以按照供求关系来给出基本的价格水平。

在经历了8月份的大跌后,市场的流动性因素会较为平稳,并且对于风险的因素会更为关注,对于下半年的走势,投资者会逐步从需求端转向供给端,意味着市场的风向标会发生改变,由此我们应该更关注企业盈利的好转情况。

按照我们对今年上市公司业绩的基本预测,20倍的市盈率对应的上证指数在2900点左右,那么由此我们得出的基本认识是2900点的系统性风险不大,是需求因素可以接受的价格水平。在25倍的估值下,上证指数会达到3600点,意味着高风险区域,在此水平下,市场的供给会增加,同时厌恶高风险的资金会减少或者退出。当然,具体到股票投资,股价水平具有很大的上下空间,我们无法给出高点,但低点引导的价值投资会指导我们不应增加股票资产的配置。

由于不同类型的投资者,有不同的风险收益要求,我们只能给出基本的价格、盈利对应关系,投资者就可以由此制定自己的策略。至于大盘会涨多少,是难以判断的,但投资者完全可以根据自己对风险、收益的偏好决定自己可以接受多少倍的市盈率,从而制定在不同估值水平下的基本投资策略。

关于行业与上市公司盈利

上市公司中报披露完毕,整体显示出盈利逐步恢复的状态,表现为同比增长率虽然仍然是-14.5%,但环比

增长率达到35.5%。因此,上市公司的盈利能力还处于很低的状态,进一步好转和走向稳定性的需求拉动的盈利增长,还需要经济进一步复苏的支持。

从影响当期盈利的因素看,价格起了主导性作用。股市上涨带来的投资收益占到总利润的22.39%;大宗商品价格反弹使得资产减值准备和公允价值对利润起到很大的正面影响;相对去年同期,在一季度去库存化后,二季度的成本压力大大减轻,企业的营业利润率得以提升,增加了盈利能力。从企业的销售收入情况看,仍然改善程度不大。今年一季度营业收入增长率下降到历史最低点-12.37%,上半年累计降幅收窄至-11.46%,说明需求仍出于缓慢回升状态。

由于去年下半年企业盈利恶化的程度较大,基于基数的因素,今年全年上市公司可以实现25%左右的增长。但这里需要提醒投资者,我们如果从好的角度来看,可以认为需求在回升,企业盈利在好转;但从坏的方面看,应

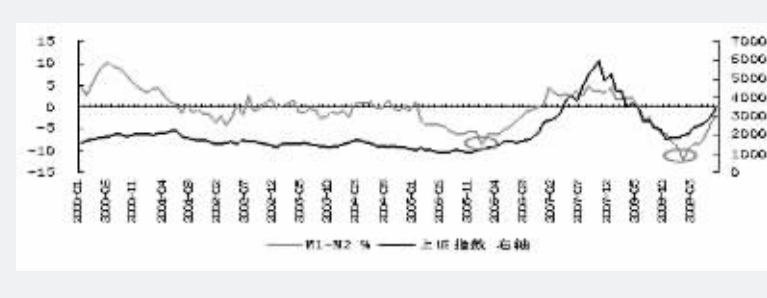
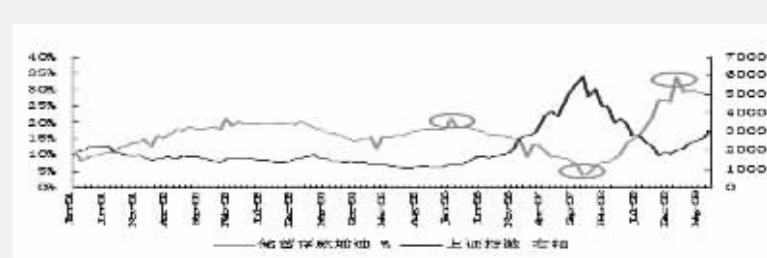
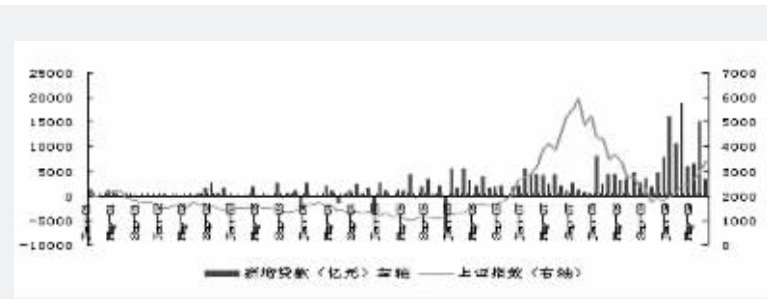
该意识到很多行业还没有走出亏损和微利的困境,产能过剩和产品需求低迷仍然是企业面对的最大困难。

从行业的角度,我们看到的最大的变化是成本压力缓解的电力、石化、造纸包装、航空等行业的利润在快速恢复增长阶段;需求稳定的食品、商业、医药等行业增长的稳定性较好;受益于政府加大基础设施投资的电气设备、建筑、建材等行业利润也处于增长中。

由此给我们的行业配置策略带来的建议是重点关注内需型行业,一是基础设施投资带来增长的建筑、建材、钢铁、有色等;二是消费服务类行业,包括券商、保险、商业、食品、医药等。

对于外需型行业,由于美国家庭仍处于降低家庭负债率的阶段,即减少消费、增加储蓄的时期,我国出口仍然处于困难时期,那么当期对于外需型行业还需谨慎,但对于通讯设备、化工、服装纺织、造纸等行业中的有竞争力的企业可以先行关注。

(作者单位:天相投顾)



本版主持:邹民生 朱兆莹

经济不仅仅是GDP

◎杨红军

日前,法国总统萨科齐要求法国国家统计局(INSEE)在测算国家经济总量时要更多地考虑并核算生活 and 环境质量因素。萨科齐是在收到一个高级专家组的报告后做此要求的,他指定这个专家组评估法国当前使用GDP来制定法国财政和社会福利标准、政策是否合适。

该报告指出:对GDP的过度关注推动了当前金融危机发生;政策制定者热衷于提高经济增长率,而忽略了那些显示家庭和商业的非持续债务增长等数据。

萨科齐总统在巴黎大学演讲时说,他将鼓励其他国家来检验这些结论,法国将把它安排到所有的国际会议及其讨论会上,目的是创造一项新规则。萨科齐在2008年2月创建了这样一个专家组,专门研究这项课题。OECD和欧盟也在研究新经济的测量。

由哥伦比亚大学的史蒂格雷茨(Stiglitz)教授(克林顿总统的前顾问)和哈佛大学的阿马蒂亚·森(Amartya Sen)教授这两位诺贝尔经济学家出任主席的专家组指出,GDP是不充分的,还应该测算经济的可持续性和人们的福利。

史蒂格雷茨先生在接受采访时说,报告的主要观点是远离对GDP的迷信,因为GDP有很多局限,我们的社会还有很多GDP不能包括的方面。

GDP是对经济中所有货物和服务的市场价值的测量,在二十世纪30年代产生(当时美国政府正在寻找新的工具用来更加准确地测量国家收入和产出),它被认为是宏观经济学最重要的进步之一。但是,对GDP长期存在的批评指出,虽然GDP能够准确捕捉经济的增长或经济的放缓,但是它只是描述社会健康状况的简单工具。例如,美国是世界最大的经济体,GDP排名第一,但是在其他的测量指标里却排名靠后。联合国开发署的人文发展指数只是把GDP作为标准之一,而爱尔兰、挪威

和加拿大居2008年指数的前三位,美国排名第15位。人文发展指数还吸收了反映长期和健康生活的指标,如获得的知识和好的生活水平。

史蒂格雷茨教授指出,最近美国普查数据也显示2000至2008年美国的中等家庭收入下降4%,但是媒体和政府关心的同期GDP却在上升。

不过,史蒂格雷茨先生也同时指出,把新指标综合在一起不是一夜之间就能完成的”,因为这需要收集和检验数据。此外,前任意大利国家统计局局长,现任OECD统计局局长乔瓦尼尼认为:没有单一的指标能够涵盖一切,现在的问题不是取代GDP,而是用能够测量生活福利的指标来完善它。”

史蒂格雷茨研究小组的这份名为“经济表现的测量和社会进步的再观察”的报告说,使用经济增长作为衡量生活水平的指标的最大问题之一是它排除了环境方面的非持续活动对社会和经济的损害。例如,发展中国家可能被鼓励允许外国的矿业公司来本国采矿,虽然国家只有很低的税收,环境可能被破坏,以及矿藏暴露会威胁健康,但是这样做会增加GDP。

他们也指出GDP和其他“标准”测量指标的可靠性,即数据与人们实际感受之间的差距。在最近的几十年,即使中等可支配收入(个人收入的代表)在一些国家在下降,而世界绝大多数地方的GDP却在上升,这说明经济增长的收益主要集中在富人手里,而社会的中间层却未享受到经济增长带来的好处。报告特别提到,GDP的测算在每个国家应该都是相同的。如果一个国家的统计机构测算GDP与其他国家不同,往往是在政府服务增加价值的测算方面有很大的差异。他们警告说,这样会潜在地导致出台错误的政策。

他们写道,我们的测量影响我们所做的,如果我们的测量有缺陷,我们的决策可能会失误。政策应该致力于增加财富,而不是GDP。”

(作者单位:国家统计局国际中心)

股市融资与经济周期

股市与经济之间也有直接联系的纽带,用来统一产业资本定价和金融资本定价。这个纽带就是融资和分红,也包括回购、减持。经济的周期性决定了融资需求也是具有周期性的。

◎王晶晶

威廉·彼得·汉密尔顿说,股市是经济的“晴雨表”,指股市的运行轨迹长期而言与经济是相适应的。之所以称为“晴雨表”,是因为股市里的微观个体——企业的运营情况能够反映整体的经济情况,企业的利润周期和经济增长周期密切相关,投资者可以通过预测经济增长、探索经济周期规律来预测股市的运行趋势。

然而,股市之于经济,经济之于股市,不仅仅是“反映”晴雨表这么简单,他们之间也有直接联系的纽带,用来统一产业资本定价和金融资本定价。这个纽带就是融资和分红,也包括回购、减持。经济的周期性决定了融资需求也是具有周期性的。在一个完整的经济周期中:复苏、繁荣、衰退、萧条,企业对于融资的需求和融资渠道的选择是不一样的。四个阶段分析如下:

在经济由萧条进入复苏的时候,基准利率降到一个较低的水平,此时股市的估值也处在一个较低的水平之上,换句话说,就是股市融资的成本很低,此时企业往往会先选择贷款融资,表现为贷款需求的增加多于融资的增加,而由于实体经济机会欠缺,此时宽松的货币政策会导致股市有一个大幅的上涨;

在经济由复苏进入繁荣的时候,由于贷款需求的增加,实际贷款利率会逐步抬升,而股市的估值逐步抬升至平均水平,融资成本有所下降,成本优势开始显现,股市的融资需求会逐步增加,但这并不会改变市场运行的方向,因为整体经济的利率水平并没有高到企业资金短缺,需求增长快于成本增长,此时反而是利润恢复增长的时候,股市的上涨随利润改善而上

涨,通常表现较为震荡上行,但斜率已经较前期平缓;

在经济由繁荣进入衰退的时候,在繁荣顶部,高通胀情形下由于企业对资金需求急剧增加,贷款需求已进入较高的状态,股市融资成本趋降,企业选择股市融资的偏好急剧上升,利润的衰退和供给的增加同时导致市场进入熊市初期的单边下跌状态;

在经济周期由衰退进入萧条的时候,面对实体需求的减少,贷款市场和股票市场的融资都较为萧条,但逐步下降的利率正在酝酿新一轮需求的产生。而过低的估值会引发一个公司回购股票的行为。

历史数据来看,以日本为例:1980年代后,经济进入新一轮的景气周期,从1983-1989融资额分别为7420、9150、7630、8025、28984、45444、85290亿日元,呈大幅攀升之势,尤其是1987年的融资额较前一年大幅攀升3倍,造成市场形成一定的回调,但未改变向上的趋势,直到1989年的融资(占市值1.35%,前面六年占比均在1%以下)与基准利率的攀升造成了股市下跌的开始。1990-1995年,融资额锐减:33994、7510、3871、7460、8398亿日元。美国的数据:1990-2000年,融资额逐年增长,尤其是1995-2000年,融资额分别为317、369、384、499、1049、1125亿美元,其中1999相对1998年大幅增长1倍以上,市场也没有改变向上的运行趋势,直到2000年的加息,此时融资额占总市值接近1%,此前在0.5%左右(与日本统计口径不太一致,纵向比较解读较好)。2001年后融资额锐减。中国的数据中,2006-2007年归结为上轮经济周期的复苏繁荣阶段,2006年市场融资2575亿人民币,市场仍然实现了1.3

倍的上涨,而此前融资最多的年份是2001年的1551亿元,直到2007年下半年后,通胀显现,利率抬升,加上中石油等大盘股的发行,市场趋势掉头向下。在经济基本面逆转的情形下,大盘股的发行或许只是压垮大盘的最后一个稻草而已。

总结而言,股市融资也是存在周期性的,股市融资周期是滞后于股市周期、同步于利率周期的,它对于股市周期的作用在于:趋势没有改变的时候,减缓上升或下降趋势(如果回购的操作交易成本较小),原来趋势趋弱的时候加强拐点的出现。

从资金供需的角度而言,正是由于融资周期的存在,使得股市的波动不会长时间脱离基本面,而这也可能作为FED模型的解释:股市的估值长期围绕长期国债收益率(代表利率)的倒数波动。在这个逻辑关系中,其实如果各个变量的变动是渐进的,可预期的,则市场的波动也是逐步的,什么时候会出现大幅波动?利率的突然抬升或是超预期抬升,会使得股市的融资压力突然增大,又或是股市融资发行是受到管制的,发行价格不能随市场估值而变动,供给释放不够均衡。反之也是如此。

从这个角度上说,新股发行制度市场化的改革是一项进步,它使得发行估值可以以很高或很低的形式存在,可以用来平滑市场预期,反映市场真实的供需,不至于过快形成泡沫。目前的经济形势正处在复苏的过程中,并且从最新的数据来看,二次探底的风险还是较小,利率仍然处在较低水平,虽然民间利率可能已经有所抬升(这也是股市融资比较优势显现原因之一),但货币环境仍然宽松,新股发行或许会改变上涨的速度和幅度,但并不能改变这个趋势,若是发行价过高,市场完全可以通过跌破发行价等方式来反映。如果能把握好节奏,不对市场短期形成重要影响自然是最好。

(作者单位:招商证券研发中心)

今日看板

六个“更加”与明年投资市场新思路

◎亚夫

年初以来,有不少人认为,今年的股市是资金市。其中,信贷资金的动向,是判断行情的重要依据。现在,随着对信贷资金流向的深入研究,以及对股市表现的仔细分析,越来越多的人开始怀疑这种说法。因为,更进一步的研究表明,今年的股市明显与政策导向高度相关。

其实,中国股市素有“政策市”之称。政策对股市的影响,从来都呈高度相关性。近日,有不少机构都在筹划明年的投资方案,都在揣摩明年的经济政策。那么,未来一段时间,经济政策将有哪些变化与特点呢?从刚刚发布的十七届四中全会公报看,有些新表述是不同寻常的,其中透露的政策动向,对投资界而言,更需要仔细研究。

从内容看,有关经济问题的表述,大致可以分为两类:一是对国内外经济形势的判断,这是影响经济基本面和政策大方向的前提,是继续实行财政政策与货币政策“双松”的条件;二是对未来一段时间工作重点的把握,其中提到了六个“更加”。这六个“更加”,不仅对未来的政策微调和政策着力点有影响,对包括股市在内的投资市场也将有多方面影响。

对当前的经济形势,会议指出,当今世界正处在大发展、大变革、大调整时期。这“三大”概括了国内外经济的基本特点,也是投资市场需要从战略上加以考虑的结构性问题。

国际部分,会议指出,世界多极化、经济全球化深入发展,科技进步日新月异,国际金融危机影响深远,世界经济格局发生新变化,国际力量对比出现新态势,全球思想文化交流、交融、交锋,呈现新特点。综合国力竞争和各种力量较量更趋激烈,给我国发展带来新的机遇和挑战。

这里有三个层面的情况值得深入观察:一是多极化与全球化问题。国际政治的多极化与世界经济的全球化,无论对于实体经济还是虚拟经济,都将带来更多机会,同时也一并带来了更多不可测因素;二是国际金融危机触发了世界经济大格局的变化,加上科技的发展,加快了不同经济体的转型;三是综合竞争力的较量,也为世界经济在话语权和制度层面的变化,创造了条件。这三个层面的变化,都将对投资市场产生直接影响。

国内部分,会议指出,我国经济建设、政治建设、文化建设、社会建设以及生态文明建设全面推进,工业化、信息化、城镇化、市场化、国际化深入发展。我国正处在进一步发展的关键战略机遇期,在新的历史起点上向前迈进。

这里也有两方面的情况值得观察。一是“五大建设”如何协调发展的问题。经济建设、政治建设、文化建设、社会建设以及生态文明建设,这“五大建设”成为一个整体,对于以往那种主要以GDP为考核指标的发展模式将是一个重大挑战;二是“五化”问题。工业化、信息化、城镇化、市场化、国际化,这“五化”并列,会创造多少商机,培育多少内生性经济增长因素,很难预估。

会议指出,自去年下半年以来,我国经济增长明显下滑的趋势得到遏制,经济形势总体呈现企稳向好势头。但世界经济复苏将是一个缓慢曲折的过程,我国经济回升基础还不稳定、不巩固、不平衡,国际国内不稳定不确定因素仍然很多,我国经济发展仍处在保增长的关键阶段。

这是一个冷静的判断。在这样一种复杂多变、不确定性因素很多的内外环境下,影响整个经济基本面与经济大格局的宏观经济政策,会有怎样的取向呢?尤其是政策着力点会有哪些调整呢?

会议确定,要继续把保持经济平稳较快发展作为经济工作的首要任务,继续实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策,保持宏观经济政策的连续性和稳定性,充实完善应对国际金融危机冲击的一揽子计划和政策措施。这里释放的政策信号是很明确的,一是政策大方向不变,二是政策微调侧重于完善有利于营造宽松环境的一揽子计划与措施。这对投资市场来说,也是一个可以放心的信号。

会议特别强调,要更加注重推进结构调整,更加注重加快自主创新,更加注重加强节能环保,更加注重城乡统筹和区域协调发展,更加注重深化改革开放,更加注重保障和改善民生,切实抓好维护社会大局稳定工作,有效防范各种潜在风险,善于趋利避害,积极作为,努力实现经济社会可持续发展的预期目标。

这六个“更加”表明,未来一段时间工作着力点,将在结构调整、自主创新、节能环保、城乡统筹与区域协调发展、深化改革开放、注重保障与改善民生等方面。对投资市场来说,指出这几大着力点,等于给出了未来一段时间重要的投资主题,对明年的布局谋篇会有很大启发。当然,投资市场有投资市场的法则,会有自己的判断和抉择,但政策着力点的明朗,无疑对市场走向是很有利的。