

2010 賀歲片

大勢

2010 震荡上行 结构性牛市依旧

展望 2010 年,基本逻辑是:“4 万亿”是跨年度的,基本建设的工作量更是跨年度的,“双宽松”政策也决不“前功尽弃”。因此对 2010 年股市的基本判断是:震荡上行,低点要夯实 3000 点,高点要突破 4000 点,结构性牛市依旧,呈一把“大汤勺”型,底部下跌空间不大,创出高位后有个向下的弧度。2010 年市场最大的变量就是股指期货和股票供应量,并决定其是进三退一的近似光脚长阳线,还是进二退一的近似光脚中阳线。



郭晨凯 制图

◎谢荣兴

去年开市第一天,笔者在本报以《期盼崛起一轮结构性牛市》为题,指出了:大多数机构把 09 年股市比作 V 字型、U 字型、L 型都是错的,而是一把“倒钩型”,调整把手的高度则视政策力度的变量。

去年 2 月 21 日股市开始向下调整,笔者又以《倒钩型行情确立》为题,指出让大多数机构看错的原因之一:把经济数据时点排列的符号(V、U、L)等同于股市的走势,其实股市买的是未来,往往比经济数据提前了三个月,半年甚至一年以上。并提出,年线应该是光脚阳线。原因之二:是政策力度的变量“不断发酵:4 万亿大旗高举;“双宽松”政策“决不动摇”;十大行业振兴规划接踵而至;上升之国家级的区域发展规划增至十个以上,立体式的保增长,涉及范围之广,决策效率之高,政策力度之大,史无前例。出口负增长,内需力挽狂澜,投资消费双双加码,有形之手功不可没。

2009 年股市收了漂亮的光脚长阳线。透过现象看本质:年初贷款额度高,似前高后低,呈一个倒金字塔;而基本建设的工作量,则前低后高,呈一个正金字塔。年初在 4 万亿的大数下,各地区各部门都在发改委排队批项目,然后申请贷款,下半年则全面开足马力,加之促进消费的措施大规模铺开。因此去库存化、GDP 增速、上市公司业绩都表现在下半年,表现在季环比向好。

展望 2010 年,基本逻辑是:“4 万亿”是跨年度的,基本建设的工作量更是(不少于一半)跨年度的,

“双宽松”政策决不“前功尽弃”,十大行业振兴规划进一步落实,十数个区域发展规划是各级政府换届内工作的大纲(上海的国际金融中心建设更是跨二届政府的工作重点)。如果说 09 年以粗犷型的“铁公鸡”为主,那么 2010 年除继续完成“在建项目”外,将在加速城镇化工业化的同时叠加以低碳经济、大消费、拉内需为主线的调结构措施,包括技术创新,产业升级,强制性淘汰机制。2010 年 GDP 增速超过 09 年没有悬念,复苏的行业、企业大为增加。因此对 2010 年股市的基本判断是:震荡上行,低点要夯实 3000 点,高点要突破 4000 点,结构性牛市依旧,呈一把“大汤勺”型,底部下跌空间不大,创出高位后有个向下的弧度。如果说 2009 年影响股市的变量是“政策力度”,那么 2010 年的变量就是股指期货和股票供应量,并决定其是进三退一的近似光脚长阳线,还是进二退一的近似光脚中阳线。

几点启示

巴菲特 366 亿美元投资铁路带来的启示

巴菲特用 366 亿美元投资全美第二大铁路北伯林顿铁路公司,用巴菲特自己的话来讲:是对铁路运输行业的豪赌。对此提出四点思考:

1、低碳经济是未来发展的方向。铁路运输能耗是汽车运输的三分之一,是飞机运输的五分之一。符合人类对低碳经济的呼唤。

2、相对垄断性。铁路运输相对公路、航空运输来说具有垄断性。

3、美元贬值是趋势。巴菲特早在 2008 年 10 月就美国的金融经济形势表示“现在大家都为持有现金感到欣慰。他们不应该这样。他们其实选择了一种非常可怕的长期资产,这种资产最终不会带来任何回报,而且还肯定会贬值。”巴菲特认为:未来证券的投资回报率肯定要高于现金。

4、从长期看全球纸币都将贬值。美元作为世界货币 1971 年开始用国家信用代替金本位,从此美元过剩与日俱增,全球金融海啸后,美国带头印制纸币,各国相继效仿。所以回过头看,十年后全球纸币都将大幅贬值,只不过是 50 步笑 100 步”的差别。

笔者 2006 年 4 月在本报提出了世界货币将出现“3+1”的格局:美元、欧元、人民币+以黄金为代表的(包括贵金属、石油、煤炭、矿产等)货币资产。笔者认为:人们天天都在讲这泡沫,那泡沫,其实美元才是全球最大的泡沫,他将影响、左右着全球各国的经济、金融。

中国储蓄率全球最高,同时 20%的人占有 80%的存款(如果这一前提存在的话),也即大多并非“养命钱”,而是货币资产,如果相当多人相信巴菲特的观点:现金是一种非常可怕的长期资产。那么这笔高储蓄转为实物资产又有哪些选择呢?房产、黄金、收藏、股票基金?今年以来房价、黄金屡创新高。而购买股票、基金除了作为门槛较低的投资品外,也包含了实物资产占有的对价。面对房产调控,对房产投资

多的来说,增加对股票基金投资的比例或许安全边际更高些。

适时开出国际板的启示

开弓没有回头箭,股改大功告成,创业板也已顺利开出,针对国际板的呼声,笔者以为有三件事应该一起做:

1、解决边缘化的 B 股问题。笔者于 08 年 1 月 2 日在上证报提出:利用 A、B 股的差价,回购 B 股增发 A 股,彻底解决 B 股的去留问题,这个方法对 B 股股东、上市公司、A 股股东、外汇寻找出路都有利,且无法律障碍。

2、有条件向境外自然人开放 A 股。笔者于 2008 年 9 月提出。资本项目开放必然是循序渐进的,对境外机构采用 QFII 的方式,从 50 亿到 300 亿美元的额度,经历了六、七年。而向境外自然人开放也可以设置很多渐进条件,比如:1、额度限制 100 万人民币(且实名制);2、二国(地区)互有金融监管备忘录;3、凡是在上交所上市国际板的所在国,同时必须有中国券商在当地开办 A 股的经纪业务,并设置一年的保护期。

3、首推国外资源类公司上国际板。现金贬值,资源为王。国外资源类公司对中国采购漫天要价,你也没定价权,那咱另辟途径,分享收益;其次推国外有技术垄断的大公司。外国银行、投行、交易所上国际板应该五年、十年后再考虑,为其注资,与国人竞争,还不如让国内大型银行再融资,让国内券商先做强,让国内交易所先上市。

适时推出股指期货与融资融券的启示

对股指期货、融资融券推出,是市场参与者经常为之一议论的热门话题。那么如何适时推出呢?当然市场要足够的大,比如有权重较大的沪深 300、中证 500 作为标的物;机构投资者占比已有相当规模;信息披露、公司治理结构、投资管理办法等制度建设已基本到位。然而超力量超部门的法制意识、法制建设还有待加强。当然还要吸取“三·二七”事件的教训。因此诸如,货币政策(存款准备金、利率)、税收政策(如 5·30 的印花税)、重大的行政措施(如“组合拳”)等都将对证券市场造成影响,撬动股指期货的杠杆更要放大十倍。笔者最近拿到一本台历发现美国把新一年在第一天要公布经济、金融数据,央行声明等都早已固定(近 400 个)。因此在制度安排和信息披露上催生二个政策“倒逼”机制可供思考:

1、经济、金融政策数据、信息披露的公布应有法定的预知时间(或固定化)。以减少机构、利益集团的“寻租”。

2、对证券机构投资者的制度安排,应该保持一致性,比如公募股票基金必须保持 60%的最低仓位,成为股市的稳定器。如果说公募基金是 60 个法人,几百个基金经理各自为战,那么作为一级法人账户的社保、保险资金更应有底仓的管制,否则随着我国社保、保险规模的良性发展,其日益庞大的资金实力足以在证券、股指期货上获得双丰收。

(本文为上海市经济体制改革研究会副秘书长)

版面导读

科幻片

——2010 九大悬疑“案”大揭秘
详见 15 版

动作片

——寻找回归常态后的平衡
38 家券商 2010 年度投资策略汇总
详见 16-17 版

风光片

——回眸 2009 证券市场五宗“最”
详见 18 版

故事片

——叙述货币的股市与货币的故事
详见 20 版

平衡市 可做大文章

◎华东师范大学企业与经济发展研究所
李志林(忠言)博士

审视了近 20 家机构对 2010 年股市较为乐观的预测报告,我则相对保守,作出“平衡市”的判断。

从事物的矛盾运行规律看。大震荡之后是平衡。如果说 2008 年从 6124 点—1664 点—1820 点是“大落”,那么,2009 年从 1820 点—3200 点,75%左右的涨幅可谓“大起”。据此推理,2010 年将是震荡相对收敛的平衡市,通过震荡,首先须逐步消化 3000—3500 点密集成交区的获利和套牢筹码,然后将面对 3500—4000 点区域的巨大历史套牢盘和上方割肉盘。3500 点上下的巨大压力,决定了 2010 年指数大约只有 20—30%的空间。

从经济政策取向看。2009 年初经济形势严峻,政府提出“保八”目标,并推出 4 万亿投资等一系列强力刺激举措。但 2010 年政策取向改为“调结构”,“防通胀”,“抑制产能过剩”,政府投资和新增贷款势必有所下降;为抑制通胀,货币政策势必有所收紧;再加上对房地产政策的调控仍在进行,银行股为确保新增贷款,必须靠再融资,才能保证 12%的资本充足率,大盘股缺乏上行动力,所以股市不可能向 09 年那样的单边上升市,而是平衡市。

从股市新格局看。目前,中国股市现已形成了“一股四制”的估值体系,即创业板 80—100 倍市盈率,中小板 60—80 倍市盈率,主板中的中小盘高成长股 40—60 倍市盈率,大盘股十几倍市盈率。“四制”各吸引了不同风险和收益偏好的各类投资者的资金,很难互相比照、互相流动、互相套利。这种格局将长期存在,不存在“风格转换”问题。全流通程度日高下的大盘股十几倍市盈率完全是合理的、正常的、与国际接轨的,而无投机价值,更无送转可能的大盘股只能坐“冷板凳”。2010 年大盘股只能担当低位“搭台”的角色,维系平衡市。

从股指期货推出的艰难性看。尽管近期舆论称“股指期货已完成了各种技术准备,已上报国务院待批”,但是,鉴于美国金融危机的教训,银监会主席曾表示:“坚决反对任何形式的金融衍生工具”,国资委主任也表示:“严厉禁止国企资金参加融资融券和股指期货”,这就导致了股指期货至今立法都未进行。由此推断,股指期货至少在 2010 年上半年不可能推出。基金的满仓状态更令市场担忧其拉高出货。

从供求关系看。2009 年 7—12 月,仅半年时间就扩容新股 109 只,融资 1700 多亿;再融资公司 122 家,融资 2800 亿。据此推断,2010 年的扩容量将达 9000 亿以上。再加上大小非解禁 5.82 万亿,主要是大盘股,占流通市值 41%。供大于求的局面,决定了 2010 年股指上行步履艰难,平均估值水平至多从 09 年的 20—22 倍市盈率,上升到 26—28 倍左右,这样股指上行的空间很有限。

结论

2010 年平衡市的主要区间在 2800—3800 点,并且大盘主要的机会在 1 到 5 月,期间将会有多个波段出现。因此投资者在有限的指数空间中,只有通过波段操作来扩大指数的实际盈利机会,更重要的是通过个股来跑赢大盘。个股的机会主要在四类:符合国家政策重中之重的新能源、新材料、节能环保、低碳经济的高科技股,业绩高速增长、高送转的中小盘股,中央和地方国资委重点推进的购并重组股,具世博概念的上海本地股。近期它们已经先于大盘启动,今年春天有望获取 50%以上的盈利。

行情最大魅力在于“超预期”

◎CNSEC 首席分析师 陆水旗(阿祺)

关于今年行情的预期,市场中无论是机构投资者,还是普通投资者都有自己的“一本谱”。但市场机制决定着,市场大多数人形成的一致性观点最终是错误的。因此,行情的最大魅力是在于“超预期”。对于 A 股市场,行情“超预期”的成份要大于价值投资,因而往往会出现超前透支;同时,行情流动性驱动因素往往大过基本面因素,在趋势形成后往往是涨过头或是跌过头。所以,A 股长周期、大波段行情的结局都以“超预期”而告终。关于 2010 年行情,值得关注的“超预期”变量分别是:

流动性与期指将左右大盘

行情向上的纵深度与持续性将取决于流动性及股指期货两个变量。基本面价值决定行情的防御性,

流动性充裕度与流动性偏好,以及 A 股“政策市”的特征决定着行情的纵深度。进入 2010 年,2009 年公司业绩已成为静态,2010 年公司业绩预期已成为主导行情趋势的主要依据。现阶段,3000 点对应 2010 年的动态市盈率只有 17 倍,意味着行情在 3000 点以下已经具有了非常坚实的估值支撑,这是岁末年初行情坚韧抗跌的核心原因。这决定着 2010 年行情在 3000 点以下具有非常好的防御性,回旋空间不会太大。因此,2010 年行情向上的纵深度与持续性将取决于流动性充裕度、股指期货与融资融券推出进度这两个变量。对此,应予以关注的是:其一在房地产投资已开始遭受平抑式调控,实体经济民间投资欲振难兴,通胀压力又日趋显著的形势下,社会中那么丰富的流动性明年将向何处释放?市场化发行“导致大盘新股连续破发,小盘新股一上市就跳

水的现象,一级市场无风险收益已不保险,再加上今年 2、3 月份又是扩容淡季,囤积于一级市场近两万亿的资金又将向何处分流?其二充裕流动性决定着市场最终不会存在廉价资产,因此,作为权重股行情最大的催化剂,股指期货与融资融券是推出在上半年,还是下半年?对 2010 年行情整体进展有着十分重要的影响。此外,股指期货和融资融券化的权重股行情是仅仅产生一轮补涨,还是催化权重股从估值折价走向估值溢价将直接关系到 2010 年行情的空间。

两大事件变量值得关注

最能促使 2010 年行情超预期的事件性变量,一个是通胀,另一个是人民币升值的预期。虽然 2010 年通胀压力不大”是目前的主流基调,但与股市行情存在超预期机制一样,CPI 波动水平也难以准确预测,这给

明年行情带来的超预期变数。

近期,人民币汇率“不屈服于压力”保持稳定的一个主要原因是我国出口的复苏仍处于步履维艰阶段,另外也是为了给规模性流入的热钱“泼冷水”。但是,未来如果同时出现以下两种情况,人民币就可能有了升值的条件:一是,出口增速恢复到两位数以上增长,比如有 20%的增幅;二是,国际大宗商品价格持续高涨触发了我国进口的成本边际。如果满足这两个条件,有关于人民币升值的主题可能不仅仅只是舆论性的。

热点演变存在超预期空间

市场的超预期机制不仅仅只体现在大盘的波动幅度上,也表现在市场热点演变、热门个股表现等方面。最明显的案例是,但凡年初被一致看好的“金股”最后往往是“躺牛”。在目前阶段,需要以“超预期”思维来看待

的有:2009 年“静态估值”仅为 17 倍,2010 年动态估值仅为 14.5 倍且“利空密布”的银行股,是目前人人唾弃的对象。但我们需要“超预期”考虑的是,资产质量最差的“农业银行在 2010 年上市已是可确定性事件,届时,农业银行的发行市盈率与上市市盈率该如何定位?农业银行上市给现有银行股带来的是行情压力,还是估值上动力?又如,创业板目前的市值规模仅占 A 股总市值的 0.66%,离“构建多层次市场体系”的标准还有非常大的距离,结合支持民营企业、刺激民间投资的经济战略,2010 年的创业板必然呈高速扩容之势,创业板公司不再“物以稀为贵”,届时创业板市场估值水平将如何演变?

关于年度预期,一味地推测指数高低并无实际意义,只要把一些超预期的因素拿好了,就可能成为市场中属于少数部分的赢家。