

“爆发”式的中国经济 “哑谜”式的中国资本市场

中国资本市场第21届季度(2007春)高级研讨会

主持人:谢荣兴(资深市场人士)

论坛嘉宾:桂浩明(申银万国证券研究所首席分析师)

徐一钉(民族证券研发中心投资策略部经理)

卢文伟(光大证券资产管理总部副总经理兼投资总监)

黄盛(泰信基金管理有限公司研究总监)

(下边照片排列按上述名单自上而下)



摄影:姚炯 录音整理:姚炯 马全胜

中国资本市场第21届季度(2007春)高级研讨会市场论坛发言精选

现在股指高估了吗

谢荣兴:现在很多人都讲这个市场的估值水平高了,也因此用了很多数据来验证这个论据。我们姑且不论这些数据是否正确,但有一点是肯定的,就是,这些数据都是静态的。我们知道买股票就是买未来,看动态的,所以这些静态的数据并不能说明什么问题。

桂浩明:关于数据问题我有很多困惑。不久前两份权威报纸在同一天发表文章,一份说现在市盈率只有29倍,而另一份说已经有40倍了。为什么同一个市盈率数据相差如此悬殊呢?我们到底应该相信谁呢?通过研究我发现是计算口径不一样。在此我建议大家在公布市盈率的时候要统一标准,或公布具体的算法。否则的话就像我们现在这样,很多市盈率数据都在“打架”,你讲英寸,我讲公寸,他讲市寸,这肯定是没有办法讨论的。

我们按照申万300家重点公司,以2006年报业绩计算,市盈率大概在38倍左右,应该说这是一个不低的水平;按照我们研究所对上市公司2007年的业绩预测计算的市盈率为29倍,按2008年预测计算的还要低,大概在24倍左右,当然越往后预测的偏差水平会越大。这些数据给了我一些启发:第一,近40倍的市盈率无论如何说是不低的,这是一个事实。第二,这个数据只是反映过去的,或者是现在一段时间的,是不能够正确涵盖整个市场的全部内涵。我们这个市场有很多国外市场没有过的东西,就因为没有,所以不能够简单地类比。考虑到我们的市场特征,也许它还并不是一个高风险的市场,或者说我们还有很高的机会向更高的市盈率水平发展。

卢文伟:对于中短期市场,大家似乎有“高处不胜寒”的感觉。我们的理解是从简单的公式开始,就是市盈率公式 $PE = P/E$ 。目前的过剩流动性面对投资渠道以及筹码供应的瓶颈,大量财富向资本市场转移,P走高成为表现结果,但是难以成为长期的支持因素,而代表企业盈利以及隐含增长的E是机构投资者长期投资的决定因素。我算了一下,沪深300加权平均2006年静态市盈率在35倍,2007年我们用一致预期来算的话,是27-28倍,2008年会降到23倍。也就是说,如果P维持现状不变的话,而E在不断增长,这个市场的风险是在降低的。

如果投资者乐意给P/E一个较高的值,而企业利润又是增长的,市场估值水平走高就很正常。因此,我们认为目前大盘的系统性风险并没有大家所想象的那么严重。

股市迎来注资年代

谢荣兴:有人说现在的中国经济和中国资本市场是“哑谜”式的,但我认为应该修改一下,应该是“哑谜”式的中国资本市场和“爆发”式的中国经济,而且这不是对中国人讲的,是对外国人讲的。因为外国人看不懂中国资本市场,中国资本市场里有一大块内容是外国所没有的,是在我们目前这个特定阶段所享受的。譬如说两税合并,这不是靠企业内生性的,而是制度变革造就许多上市公司业绩突飞猛进;还有整体上市和资产注入。可以说以前我们的市场太小了,我们的上市公司只是集团的一个部分、一个车间,现在通过重组、合并来整体上市,从而做大做强企业;还有现在有许多参股上市公司“小非”可以上市套现了,随着股价上升,这部分真金白银对上市公司业绩的贡献是实实在在的。至于ST等绩差公司,在国外早就退市了,而在我国资本市场反而成了壳资源。诸如此类的还有股权分置改革等等都是国外所没有的,所以这个“哑谜”式的中国资本市场外国人是看不懂的。

桂浩明:回过头看,有的上市公司现在业绩很差,这是有几方面的原因造成的。有的是经营不善,但也有的是大股东占资等不是正常经营所造成的,是非正常问题。正因为是非正常问题,所以我们现在也通过非正常手段,如非经常性损益,包括资产重组、注资等方式,或许出动地方政府来挽救等方法来解决,这就是差异性。在这些差异性还没有完全消失,或者说我们的上市公司的业绩增长还没有可预见性的时候,我们相信这些因素还会继续对上市公司的业绩起到根本性的作用。

徐一钉:中国股市出现的变化是在一个特定环境下,由特定的历史事件叠加所成就的目前的这个市场状况。其实这些特定的历史事件的其中一件就能促使这个市场上涨,而叠加之后对市场的刺激度就远远超越了人们的想象。之前我认为促使股市上涨有七个因素,现在发现还有两个。第一个就是大家谈得比较多的本币升值,第二个是A股市场正从全中国的股市逐步变成全世界的股市,从这个意义上来讲,中国股市的主升浪还没有到。这里不需讨论估值水平高低的问题,而是促成中国股市主升浪的“玩家”还没有来。中国股市的“玩家”绝不是现在的QFII,而是美国的大资产管理公司、养老基金、全球大鳄级的资金。如果他们把中国股市纳入全球性的投资组合,那可能一个机构就能投100亿美元以上,现在的QFII额度还不够他一家机构的量。第



三个是经济的持续增长。第四个是股改之后的利润“漏进”。第五个是保险资金直接投入股市。第六个是股权激励

励。由于股权激励所释放的业绩我觉得现在还没有来,毕竟现在进行股权激励的上市公司数量还不是很多。等进行股权激励的上市公司达到一定规模后,也会释放出一定的利润来。第七个是今年或最晚明年进行的央企的市值考核,这其实也会给市场带来大量的利润释放。这七个当中除了经济增长之外,都是以前所没有的。

今年以来我觉得股市之所以能够走牛还应增加两个因素。其中之一是,我认为资本市场迎来了一个注资时代,这个不是一家两家上市公司的问题。目前因注资产生的利润都还没有释放,还只是刚刚开始。以前上市公司的母公司有很多优质资产是游离于上市公司之外的,这是一个很特殊的历史背景。那么你说现在的市盈率不高,单纯的动态以2006年的来看好象不低,2007年的也不是很低,但正是因为注资年代的来临,看一家上市公司不能看它的前身,而应该看它的来世。还有一个是我去年没有想到的,就是中国民间的财富积累速度非常快。目前国内居民对金融资产的需求已经爆发,储蓄资金向股市搬家的游戏才刚刚开始,形成非常强大的资金推动力量。

还有一点因素,也可以说是第十点,我还没有思考得很清楚,就是如果股市是良性的,它可以拉动消费,反过来就能促进物质水平的提高。在上个世纪克林顿当总统的八年中,刺激美国经济增长的一个方式就是“股市适度泡沫”,相信在我国这也是能够看得到的。

黄盛:我们相信在未来的一年中,在现在1000多家上市公司中,有四分之一甚至三分之一的上市公司会完成资产重组、整体上市或资产注入。如果这样,剩下的四分之三或三分之二的上市公司会置之不理吗?这是一个先富和后富的关系,这个过程会比股改行情带来一个更大的财富效应,而这个过程也是我们目前很难想象的,未来几年会持续。所以我们觉得短期调整一下没有关系,包括可能出台的加息政策。现在的市场并没有很狂热,还是很有效的,还是很聪明的,只是我们的思维需要快速的转变。在牛市中没有很精确的东西,我们宁可要模糊的正确,而不要精致的错误。

市场不会简单重复

谢荣兴:我们现在的股市与以前的确是大不一样了,包括概念、理念。以前的上市公司并不能代表中国经济,而现在不同了,股市与经济是正相关的,股市爆发也就是很自然的事。而股市上涨的财富效应绝对会拉动消费,你看这次上海汽车展上的名车也都被订购一空。

市场不会简单地重复,许多老股民以自身的经验向新入市者传授,有的说现在开户数成倍增加,营业部都排队了,市场风险明显加大。这其实错了。我们可能正身处一个一生都难得一遇的大牛市。

桂浩明:我从中登公司了解到,现在新开户者从年龄结构上看,与以往相比,普遍有年龄下降趋势,年轻人开户多了。以前到我们公司咨询的散户大都是些老年客户,我们帮他们解决了问题,解了套后,他们就“再见”了,不来了,对公司来说就少了一个客户。再说对这些老年客户来说,也不可能新的增量资金入市。现在情况不一样,80后买股票就算套牢了,下个月发工资后如果没有特殊情况还会拿出一部分钱来投资股市。也就是说,市场由于投资者年龄结构的调整,资金来源有一个持续流入的过程。

以前我们发现有这么一个现象,就是当机构开始减仓的时候,少则两三天,多则一个星期,股市都会下跌,而开户人数创新高也很难维持两周。但今年的情况就不一样,机构的市值总量可能没有下降,但占比在下降,同时开户数不断创出新高,这应该是一个趋势性的现象。

黄盛:我们认为现在在这个市场最重要的一个现象是储蓄搬家。目前居民储蓄有17万亿,而公募基金才1万亿,现在的钱是太多了,居民储蓄搬家是一个漫长的过程,这样就可以理解为什么我们这个市场会一直在上涨。这其实还是由供求关系决定的。股价在牛市中有一定泡沫我们觉得很正常的,而且现在还很难估计这个泡沫到底处在什么层面。我们觉得这还是取决于储蓄资金。储蓄资金搬家是一个漫长的过程,这个过程我们要不断地去理解,就像人民币升值一样,我们很难判断储蓄搬家什么时候会停止。现在很多银行行长反映,他们的现钞每天都被提光了,要求增加额度,这是一个很具代表性的数据。

卢文伟:对于目前的市场,的确存在很多困惑和争议。作为我们机构投资者来讲,最重要的是要看清楚目前资本市场所处的环境,并坚定、准确地把握中长期趋势。我们的观点非常明确,就是中国的牛市基础没有动摇,中长期趋势依然看好,这是因为我们的市场有三个基础。第一是这轮牛市的起因是缘于2005年7月20日的汇改,人民币升值所带动的以人民币标价的资产的重估,这是一个根本性的因素。第二是中国经济的强劲增长,这个趋势目前来看还没有发生改变的迹象。第三是资本市场制度改革所带来的,我们姑且称之为制度红利。这三个因素目前仍然发挥着显著的作用。