实体经济与虚拟经济互动繁荣体系建立

——中国资本市场第22届季度高级研讨会发言精选

上面照片左起依次为:上海证券报副总编程培松、光大证券研究所所长李康、市场资深人士谢荣兴
左下照片从上至下依次为:李迅雷、李志林、应健中
本版摄影:徐汇、姚炯

●观点摘录

市场向上动力仍然充沛

⊙国盛证券 滕军

长期来看,未来股市上涨动力非常充足,除了我国国民经济保持中长期的快速发展、人民币强烈的升值预期、充裕的流动性等因素长期支持我国股市长期看好外,我国未来几年正是享受“人口红利”阶段。目前中国劳动力数量的稳定增长与质量的逐步提高使人口红利对经济增长的作用开始强烈呈现,这一过程预计至少可以持续至2010–2015年前后。目前我国经济发展正式进入了人均GDP2000–3000美元的关键时期,世界上许多国家和地区在人均GDP达到2000美元后,其经济往往都能继续保持较高的增长速度,而且持续时间较长。进入了这一阶段后,居民的消费能力将大大提高,消费结构也会变化,对代表资产和财富的商品需求快速增长,从而进入“消费升级”阶段。从其他国家经验看,消费升级过程中对金融服务、交通通讯、居住消费支出将快速上升。总体上看,消费升级阶段,我国经济增长将始终受到内生性消费需求的强劲拉动,这一过程预计同样可以持续10年。

积极看好金融等五行业

⊙国元证券 程坚

经过一段时间的休整,市场信心正在得到恢复,交易量的回升预示着市场开始趋于活跃,以地产金融为主导的蓝筹引领大盘走出迷茫。虽然通货膨胀的忧虑和宏观调控政策将趋于偏紧等依然渐行渐近,但随着政府在教育、医疗和社会保障等公共开支上的投入加大,全社会消费在GDP中的比重也将越来越大,强劲的消费增长将助力大国崛起,对中国经济和中国证券市场我们持乐观态度。

对于资本市场而言,流动性过剩带来的资金推动是外生变量,属于不可控因素,而选择有真实业绩增长的上市公司却是实实在在的。长期来看,业绩优良的蓝筹公司、具备高成长性或者资产注入导致基本面有显著改善的上市公司,是抵御市场风险的有效选择。我们积极看好房地产、金融、能源、机械制造及医药制药这五个行业。与此同时,我们觉得目前研究领域在出口退税政策调整对制造业的影响方面关注不足,在我国出口产品大部分仍以性价比优势为竞争利器的时候,出口退税政策的调整对相关行业和企业的影响似乎比我们预想得要严重。

红筹股回归会改变市场

⊙海通证券 吴一萍

第三季度可能会出现一些情况,可能会引起市场一种投资习惯或者是生态结构发生改变,我们的看法就是红筹股的回归和现有指标股的调整。红筹股回归从速度上来讲应该说上半年是低于预期的,从管理层角度来讲的话,对于红筹回归的必要性是高度肯定的,有可能这种回归或者是扩容速度会在下半年加快。这个过程也不会只采取筹集的IPO方式,可能会和资产重组或者是借壳等一些方式一起来进行。

红筹股回归不是简单地影响一个投资品种的问题,可能会改变市场现有的一个筹码结构或者是投资者的一个思维。比如,基金现在手里拿的资产占到了市值四分之一这样的水平,基金大部分的重仓股在沪深300里。红筹股回归以后可能会改变整个状况,这里就会产生一个问题,现有的监筹股将来还是不是蓝?从指标股的配置角度,机构可能会调整它的配置,这是一个。第二个问题是,在三季度可能会推出股指期货,权重股或者是指标股它的一个配置也会发生改变。所以总的问题就是,红筹股如果大面积回归的话,可能会发生一定的改变,这可能是市场能扛还没有考虑的,但这些因素会导致市场发生改变。

下半年注资板块有机会

⊙银河证券 任承德

目前保险资金在允许投资比例扩大的同时也允许去投资ST也允许投资涨幅在100%以上的股票,这意味着有一部分资金必定会回流到部分目前其实是被低估的股票中,这些股票可能会在目前80%的股票当中,今年下半年很大的一个机会可能会产生在这类个股中。这种机会和目前市场的一个趋势是完全吻合的,就是资产证券化水平的大力推进以及整个政策的扶持,如果把这两个方面放在一起来看的话,我个人认为,今年下半年比较好的机会很可能产生在资产注入板块中,我相信会有一批股票奔腾而出。

从现在往后来看市场到底能涨多高,我个人感觉意义不是很大。有一点很关键,只要这个市场是一个强势市场,就有资金在里面运作,那么这个市场就比较活跃。近来我们最低的成交量也就是500多亿,再也下不去了,而我们几年前在熊市当中有过几十亿的量,在这个量下我们是没有空间运作的。但是在几百亿的量下,还是有很多事情可以做的。三季度,我理解一个是强势市场,第二是上市公司业绩的强势增长,第三是个股要精选,如果我们单纯从指数来看那还不如去买一个指数基金。

三个依据判断牛市结束

⊙航天证券 王凌雪

如何判断我们的大牛市结束,我认为有三个判断依据,这三个里面有一个现象出现了,那么我们可以考虑整个市场环境是否改变,熊市会不会来。第一个是人民币升值什么时候结束?到那个时候你应该考虑一下熊市是不是要来了。第二个是国有股的全流通什么时候真正开始?现在只是5%,10%,减持不减持又有什么关系呢,对市场来说都是太小了。什么时候国有股能够全部流通了,那个时候该认真考虑一下是不是对市场有影响。还有一个判断依据是,中国除了炒股还有没有其它的投资方向,到有新的投资方向出现时要小心些。有人说房地产,房地产虽然一直在涨,但不是大的投资方向,而且国家政策也不支持。所以说这三点,只要有一点出现的话,那个时候再去考虑牛熊,否则的话市场永远是上涨的,当然当中会有调整。

头部只有一个,但目前还有段距离

⊙国泰君安研究所所长 李迅雷

大家讲得非常精细,我想讲一点虚的东西。首先,对我们分析师来讲经常有一些困惑,比如说估值在10倍的时候,我们预测未来会到15倍,在15倍市盈率的时候,预测会到20倍,在这个过程中分析师不断地调高估值水平。因此,当现在指数4300点的时候,可能会去预见5000点。当然也会有不同的观点,存在两类分析,或者是说存在两类参与者,一类是价值驱动的投资者,还有一类就是投机者。由此对于市场的判断也有两类,一类就是作为价值投资者他对市场有一个看多看空的判断,有一些投资者认为目前30倍,40倍的市盈率是合理的,因为PE虽然高,但是PBG并不显得高。还有一类就是投机者,投机者他并不是从价格来看的,他是从市场有多少资金、人民币是否还会升值、市场是否还会狂热作为投机者标准的,所以就算市场到了3500点,他可能还会继续看空。其实市场正因为有各种各样的声音,正因为有这么多的人参与,所以才会导致这个市场的结果:极力地推动这个股市上升或者是下降。

也就是说,对于A股市场,我们不得不面临一个问题,这个市场到底是以什么为主导,是以投资为主导还是以投机为主导,这对于新兴市场来讲可能有些东西是说不清楚的。打个比方,在美国过马路的时候如果是红灯,美国人绝大多数是不会过马路的,但其中有一个人闯了红灯,可其他美国人并不会跟着闯红灯。这种情况在中国是很少发生的。在上海红灯的时候大家都没有过马路,大概到了红灯尾数的时候,也就是红灯还亮着的时候有人就先闯红灯了,之后会有不少人跟着他一起闯红灯。

我想,这个故事说明新兴市场和成熟市场有它的不同之处。在成熟市场大部分人都是遵守一个投资理念,所以我们可以看到我国香港市场、美国市场,包括一些比较成熟的,相对成熟的市场,如我国台湾股市和韩国股市,它们的PE是不高的。

其实你看一下,这些地方上市公司的增长速度并不慢,虽然它们的经济增长比较低,但是上市公司的增长收益率还是比较可观的。为什么股价没有涨上去,要知道它们的公司治理要比沪深上市公司好得多。而它们的股价会涨是因为没有闯红灯的,因为它们是有一个投资偏好,正因为有这个投资偏好,所以就会刺激这个股市不断地上涨。

因此,从我个人角度来讲的话,从估值角度我确实很难理解目前A股市场是否合理的。也许我们应该把这个问题先放一放,过5年10年以后再来看中国市场,或许会发现目前的市场是合理的,因为经济增长是超出预期的,每一年的经济增长速度都要超过经济学家的预测。

既然经济增长超过预期,而在这个过程中带来的问题又比较小,并没有像大家所预期的那样出现通货膨胀,未来也许过5年或者是10年,就目前的点位来讲还是比较合理的,甚至是低估的。也就是说,这故事市不会现在就结束了,它可能还会持续很长的时间,有可能5000点就一晃而过了,有可能8000点也会成为现实,但是最终这个股市肯定是以泡沫破裂而结束的。

牛市的头部只有一个,到目前来讲还是有一段的距离,这个距离不仅仅在于投资者的心理预期,还有资金推动因素以及投机驱动因素。如果看一下我国台湾的房地产市场,在一轮牛市中涨了20几倍,日本市场最高收益也有涨了几百倍的。既然是新兴市场,且我国又处于人民币升值这样一个背景下,很多情况都是会出现的。

当然如果每天都看着这个行情,就会讲今天会怎么样,明天会怎么样的。我曾经写过一篇文章,就是寻找拐点。去年7月份1600多点的时候我这么认为,现在4300点处于历史新高时,我还是那句话——证券市场的投资还是要追随趋势。

缩量上涨很可能是今后常态

⊙华东师范大学企业与经济发展研究所所长 李志林

A股市场,从国内投行、机构券商到国外投行,长期以来在估值的时候都在使用错误的概念。就是说,中国股市30倍市盈率比20倍的成熟市场的市盈率要高,这个是错误的,因为比错了,应该拿上证50、深圳40和国外的成熟股市比,这样比的结果只是略高。其实美国市场的整体平均市盈率是43–47倍,而不是20倍,但是人家不公布,因此,我们要作同类比较,而不能再作异类比较。

最近的证券市场,我认为正在向好的方向演变,管理部门也已经从习惯性的暴跌中吸取了教训。政策调控要给市场一定的预期,这样就不至于像“5·30”那样,当大家当天执行这种情况发生。

我想股市上涨有三个动力。第一是与经济增长的正向关系,这点包括管理部门在内已经得到了越来越多人的认可,这个是最基本的动力。第二个动力,就是上市公司中报超出了大部分机构预期,增长率大概在50%到60%之间,这样的增长率之前是没有的。第三个动力,我们现在的股市有一种动态估值还有一种静态估值。包括银监会把保险资金投资股市上限由5%提高到10%,这都是跟未来的预期相关的,所以证监会在本周也提出,要给市场一个长期规划,给一个稳定预期。

至于下半年的投资机会,现在主流的资金,最大的就是基金了,他们不断地在向市场强化一个理念:下半年是“二八”行情,基金的一线蓝筹股涨了还能涨。但是我发现本轮行情自7月6日以来几乎没有出现“二八”现象,所以“二八”现象将是主流的观点是一个主观臆测,已经为市场否定。从7月6日以来涨得最好的绝对不是二,绝对是八。所以我的看法是,就不要像幼儿园老师那样,要教这个小孩坐在椅子上,那个小孩坐在凳子上,我认为下半年的市场机会是多样化的。

我想既然是牛市仍然在继续,而牛市里面会有主流热点,主流热点外还有次主流热点,非主流热点,我想都会有机会的,只要是有外生增长的股票我认为一定比内开成长的股票涨得快。我想人寿平安这些股票是有机会的,但是它们的空间就是20%,但对一些中小盘来说,同样涨到5000点,它们的机会可能是50%,甚至是100%。所有的投资理念由于牛市背景没有变,都会得到它们应有的发展,所以仅仅强调一种机会是不够的。从成长性角度来看,中小盘、中低价股的成长性比一些蓝筹大盘股更具成长性,一线蓝筹股的机会比不上中小盘中低价股。

要讲板块的话,机会比较大的我认为有以下几个:一是参股券商板块。最近由于交易量减少,有很多人忽视了券商概念,以为不行了,实际上券商概念在下半年仍然有机会。券商概念股仍将是今年整个行业中盈利最好的行业,它们的利润半年就增长了800%,甚至是2020%;第二个板块是有色金属,该板块税收方面可能还会有一些调控措施,但是它永远是供不应求的,是稀缺资源,像西部矿业;第三个板块是注入优质资产板块。再有就是包括一些ST、重组股,目前保险资金已经可以对ST公司进行投资。我认为下半年暴利股将主要集中在一种图形中,就是连续三个跌停的,然后横盘再下跌,最后呈V字形反转的。像这样的股票永远是黑马,在底下做这样的图形后要赚50%非常轻松,当然股票要选好。

下半年我想有一点是需要了解的,就是成交量的问题。由于印花税增长了200%,这对市场带来了很大的影响,因为成本高了,所以我们不能够再以4月份、5月份动不动沪市就是2500亿接近3000亿这样的成交量来看。因为流通市值比沪深两市大得多的香港市场一天成交量也就是七八百亿。也就是说,交易量不会如以往火爆了,缩量上涨很可能是今后的常态。当然我这样讲,并不是说成交量小就是合理的,并不认为印花税调到200%也是合理的。

大股东从后台走向前台

⊙著名市场分析人士 应健中

这波行情从3500点到4300点涨得令经济学家感到困惑,各种观点议论比较多。我个人认为,这波行情从3400点到4300点之所以能形成W形态,有两大因素:第一个因素,就是这波行情的让跌回稳幅的是国有股转让新规的出台。当时市场有不同的解读,我感觉到,到目前为止,对这个规定的解读还不是很准确:第二个因素,使大盘跌上60天均线后能再度上攻原的是加息和减征利息税消息的出台,即所谓的利空出尽。这两大因素使行情重新树立了一个多头行情。

对这两大问题读一下我个人的看法。首先,第一个问题是关于国有转让新规,我们从中能读出什么东西来?我们可以读出国有股大股东他看好未来市场,他不愿意贱买,是在未来而不是在3500点的位置上来出售,是在更高的位置上来出让。第二个,我觉得中国股市进入了一个新的时代,这就是大股东从后台走向前台的一个新时代,未来的市场这个因素实际上是非常重要的。第三个,从减持规定当中我们只有看到减持规定而没有看到增持规定。也就是说,增持和减持在三年的实际操作当中,超过了3%或者是超过了5%,那么就要经过国资部门的批准。如果减持了10%,增持了8%,在一个会计年度当中并没有超过3%,我的理解就是不需要批准,而这对稳定市场是十分重要的。第四个解读就是经过批准是可以减持的。在未来的市场调控当中,管理层对市场调控没有必要用各种行政手段来进行,完全可以利用市场来调控。如果超出了预期,就可以宣布对个股进行减持,如果在一定的时间当中,它的跌幅超出了预期,理所当然可以增持。我感觉给未来的市场带来一种结构性改变的应该是这第一个方面的问题。

第二个方面的问题,经济专家奇怪为什么一系列调控应该有把市场打压下去,言下之意就是这个市场不规范,没有按照国际经验来行事。我的感觉不是这样的。目前中国的负利率现象实际上已经到了非常严重的状况,把6月份的CPI指标涨幅与加息后的一年期银行存款的投资回报进行比较,然后说这是负利率,实际上是错误的。错在CPI的同比增幅指的是过去一年当中的增幅,而银行利率调高以后的投资回报是指未来一年后的投资回报,两者不能放在一个预期中来进行比较。正确的比较方法就是4.4%的CPI增幅应该与一年前的银行利率和20%的利息税来进行比较,也就是说,年利率是多少,问题是负利率的市场现状在未来还将维持一段时间,现在马上要到8月份了,大家就盯着7月份的指标,这始终是一个水涨船高的过程。银行的投资回报在不断地提高,这个提高仅仅是一个期货,是一年以后才能够兑现的,而CPI指标是天天在感受。所以对这么一种市场状况,你就不难理解,老百姓手中有了钱要保值、升值,你不做股票做什么,所以股市大涨实际上就不难理解。

还有一个就是我们亲身感受到,这一轮牛市实际上就是人民币对美元的大幅度升值,但是人民币相对于国内物价,人民币又显现出贬值。对外升值,对内贬值这种尴尬,使得大量热钱流入中国资本市场,中国资本市场成为全球市场的一个资金的洼地。我感觉到整个市场在今年下半年当中还将继续活跃,并不断创出新高,因此现在站在4300点这个位置上来谈创出新高意义还不是太大。

对三季度市场走势,我还是比较乐观的,尽管市场还需要反复地震荡,还需要来回地折腾,今年市场的震荡幅度对投资者的心态是一个很大的考验。我们应该看到今年中投是有史以来最好的中报,业绩增长幅度之大前所未有,业绩的绝对值达到了一个很高的高度也是绝无仅有的。过去每股资本公积金2元多已经符合摊股标准了,现在我们看已经公布的中报业绩,每股净资产10元以上的不是一两家,每股公积金有的达到了13元多,这个都是未来市场当到选股时的非常重要的一个依据。

未来的选股思路我感觉大体上有这么几个可以关注:第一个是金融板块,金融板块是支撑大盘的一个非常重要的板块。在这一轮调整行情当中,金融板块实际上是立下了汗马功劳,金融股包括了三个方面,证券、保险和银行,这三个板块的强势给市场奠定了一个良好基础。第二,我觉得还是应该按性价比的观点来选择物有所值的股票。指数现在到了4300多点,但有一些股票的价格还处在1600点时的水平。那么所谓价值投资理论,我觉得不仅仅是指一个行业,也指的是,金融股价格高估就变成了金融垃圾股,而金融垃圾股超跌后又具有了价值。

市场正从卖方市场向买方市场转化

⊙东莞证券首席分析师 李大霄

一、未来大量的非流通股解禁包括国有股减持是问题的关键

国务院国资委、中国证监会日前公布了《国有股东转让所持上市公司股份管理暂行办法》,应该消除了一些市场疑问,是对最大的国有股减持问题的明确规定。这时明确投资者预期有非常大的作用,应该说明确总要比不明确要好。但从5%和3%的时机选择来看,大约4800亿的总量是自由的,这需要资金来承接。再有超过规定的比例要报批才能流通,这里面的数量巨大,虽然有维护证券市场稳定的承诺,但其中不确定因素也是最大的。还有其它方式如协议转让的流通限制没有规定也是不确定的因素,更加重要的是,随着证券市场规模扩大,国有股的数量会越来越多,虽然个体有一定比例的减少,但随着整体规模的不断增加,估计总量仍然会不断增加,这对资金的要求是巨大的。

二、大部分投资者还没有作好履行责任的准备

目前股权分置改革已经基本结束,市场也都异常鼓舞,一边在期待着这种承诺。但同时好多人却早忘记了当时的承诺,就是如何履行接受庞大的非流通股流通的责任。这个问题值得每个享受了对价的投资者思考,我们到底有没有履行责任的准备?我们是否有必要多加以观察减持的情况?一定不要忘记一个定律:世界上不存在免费的午餐。从更高的层面来观察,我国证券市场的股权分置改革基本完成后,随着银行上市的重要任务基本完成,市场步入了非流通股流通的加速阶段,市场有可能已经进入从卖方市场向买方市场慢慢转化过程之中。股改前面阶段是流通股股东享受了对价,股改后阶段将是由非流通股股东享受流通权的时候了。在流动性过剩局面得到有效控制基础上,投资者要更加重视风险控制。

三、如何适应在高估值和流动性下降环境下的市场策略就显得非常必要

1)、投资性的品种选择要求更高,用更加高的成长性来抵御高估值风险。

2)、提高投资组合的刚性,降低弹性,来抵御可能的震荡风险。

3)、所持现金和货币式基金配置比例随着市场上升可以适当提高。

4)、债券和偏债型基金配置比例随着市场上升适当提高,尽量选择浮息债和短期债券。

5)、股票和股票基金型配置比例随着市场上升应该适当减少。

●主题报告

三季度大盘有10%–15%上升空间

⊙光大证券研究所

1、经济增长逻辑的转变与牛市的繁荣机制

劳动力价格重估支撑消费增长、产业国际竞争力提升支撑出口增长。这在当前的经济增长中体现得越来越明显,这意味着中国经济增长的内在逻辑方式正在发生改变。在2006年之前的经济增长中,消费作为固定资产投资增长的派生,而在2006年资产价格重估过程中,劳动力价格重估和财富效应对消费的边际支撑效应越来越显著。而消费的扩张反过来带动投资增长,此时投资成了消费的派生。这种经济增长逻辑的嬗变无论是对于我们认识未来资本市场的趋势,还是寻找产业关联和投资机会都是至关重要的。

一是中国劳动力价格的重估对中国消费的支撑只是刚刚开始,并会和出口一起,越来越成为中国经济增长和企业利润增长的支撑,从而支撑资本市场的繁荣;

二是这种对资本市场的繁荣支撑最终又会通过财富效应助推实体经济和企业利润,从而形成双向良性循环,实现实体经济和虚拟经济的长期共荣。

按照我们上述逻辑,一旦劳动力价格开始发生重估并形成对消费的支撑,那么中国经济增长的逻辑将逐步发生改变,经济增长的内生性和可持续性更强。同时,这种经济增长逻辑的改变会形成对企业利润增长和资本市场的支撑。因此,资本市场繁荣的机制仍然存在。反过来,资本市场的繁荣又将通过财富效应助推消费和投资增长,实现实体经济和虚拟经济的双繁荣机制。

我们认为中国实体经济与虚拟经济双繁荣和相互支撑体系已经建立,双繁荣的循环逻辑已经在中国出现,实体经济与虚拟经济的互动繁荣构成了中国经济增长逻辑演变的基础。除非有重大的冲击导致经济系统崩溃,否则我国经济繁荣大趋势将持续,同时经济转型和股市繁荣的逻辑也将为我们寻找系统的投资机会提供基础。

从今年上半年的经济数据看,这种增长逻辑的演变迹象是十分明显的。今年上半年中国经济增长比去年同期反弹了0.5个百分点,然而投资增速比去年同期回落了3个百分点,我们完全有理由认为经济反弹主导于消费和出口反弹;另一个数据是居民消费价格的反弹压力,这当然也从一个侧面印证了消费的活力。那么,一方面消费和出口拉动了企业利润增长,另一方面出口和贸易顺差还能够带来持续的流动性,基于此,支撑资本市场上升的趋势仍然存在。

2、政策预期的逐步明朗和市场信心的恢复

如果说政策预期导致的恐慌心态促成了6月份大幅震荡行情的话,7月份将是政策由预期到逐步明朗和落实的过程,这一过程也是市场心理恢复平静和理性的过程。

由于从宏观经济来看,我国经济有持续加速趋势。今年上半年以来,投资继续反弹、消费持续升温、进出口顺差不断创新高、M1与M2的剪刀差现象有明显扩大趋势、食品价格在近期也很难有所回落,因此,我们认为这可能是国家紧缩政策的开始而不是结束,未来政府仍有可能出台一系列的紧缩政策。考虑到政策主要是防止经济过热,我们认为宏观经济向上趋势不会改变。具体措施可能是通过市场方式,如发行特别国债、央行票据和提高准备金率等,也可能是采用行政手段,如指导信贷、提高利率和取消利息税等。

另外,政府可能会针对经济增长方式继续出台一系列政策,调控的重点指向应该是节能减排,提高企业资源消耗和环境污染的成本。手段包括严格执行行业准入的能耗环境标准、严格土地审批、提高资源矿产税等,以及继续采取进出口税收政策等。

但是,宏观数据整体仍在预期之内,对资本市场来说由于预期已经有所反映,因此如果政府采取紧缩政策不会造成资本市场方向性的负面影响。

3、三季度大盘股指运行区间分析

统计显示,自2005年5月至2007年5月,本轮牛市行情从998点上涨至最高4335点,上升幅度为334%,而同期沪指300指数的平均市盈率由18倍上升至最高48倍,上升幅度为167%,股指上涨幅度基本是市盈率上涨幅度的一倍左右。考虑到行情上升的内因主要在于上市公司业绩增长和资金推动,所以我们认为,本轮牛市行情中流动性过剩造成的资金推动因素和上市公司业绩上升因素对股指影响各占一半。

自5月30日开始,管理层采取了一系列调控措施,流动性过剩情况有所转变。到目前为止主要的影响有:ODII扩大规模、外汇投资公司发行1.55万亿元特别国债、加息和减少利息税、增加二级市场供应。我们认为,首先,由于投资习惯及人民币升值因素,ODII对市场影响并不大,而且从最新情况看,在香港上市的A50ETF和上证50ETF分别出现了18.39%和14.52%的溢价,表明境外资金对A股市场更为青睐。在H股没有完全开放之前,不会出现较大的分流现象;其次,外汇投资公司的特别国债主要针对央行的货币存量而非增量,对市场属中性影响;再有,加息和减少利息税由于调整幅度有限,并没有改变实际负利率现象,只能减缓储蓄大搬家的速度,但不能改变金融资产大幅扩张后百姓投资习惯发生变化的根本现象;最后,从统计结果看,由于国有股减持、大小非解禁、红筹股回归、首发和配售解禁,增发等因素会分流市场近一万亿元人民币资金。从资易顺差增速和热钱流入情况分析,上半年热钱流入数据为贸易顺差减外资商业投资额,约为一万亿元人民币左右。在人民币升值加速和利率提高影响下,我们估计下半年热钱流入速度应基本和上半年持平。加上居民收入增长和金融资产扩张因素,下半年资本市场将出现双向扩容,资金流入约大于扩容压力的局面。

从上市公司业绩看,虽然增速可能回调,但增长势头并没发生改变,而投资者结构仍没有发生根本变化。从今年开始,新基金发行数量少,虽然有封转开、持续营销为基金提供了大量的资金,但基金占市值比却未增长。今年一季度,开放式基金累计申购额为5006亿元,同期赎回额则达到了4692亿元。二季度股票型基金和混合型基金也遭受了10%左右的净赎回。从数据看,截至6月30日,沪深A股流通市值合计为53468.80亿元,股票投资方向基金资产净值占到A股流通市值的31.23%,这一数据和去年末的数据相比增幅有限,当时(截至2006年12月底)股票投资方向基金资产净值占到A股流通市值的30.64%。相比之下,市场开户人数在5月份缘值达30万以上后,7月23日A股开户人数再度上升至10万户,与去年同期相比大大提高,散户投资者入市步伐并没有停止。从市场行为分析,我们认为,随着社会居民对CPI的关注,储蓄存款实际上是负利率的信息已传递到社会的每一个角落,通过投资理财以实现资产保值、增值需求变得迫切强大。由于社会整体的通货膨胀并没有进入恶性局面,考虑到政调到控因素,相对来说上市公司业绩增长仍远超过GDP增长。在其它投资渠道还没有建设完善的时候,散户入市的投资行为会进一步推动市场估值。值得注意的是,由于投资者结构并没有改善,市场仍有可能出现非理性波动。

虽然下半年流动性过剩和上市公司业绩增长速度都会发生变化,但总的来看,无论是资金面还是基本面因素都没有出现拐点。在负利率环境下,资产重估带来的投资行为仍将推动股指缓步攀升。

我们同比了1997年、2001年的市场高点,在市场散户投资者急剧增多情况下,市场估值系统的安全边际向一年期存款回报率靠拢。考虑到资产注入的预期,我们认为,沪指300指数能达到的市盈率空间为35倍左右。数据显示,以我们预估的2007底上市公司利润情况看,目前沪指300指数的市盈率在31倍左右,所以我们认为,随着上市公司中报业绩大幅增长的刺激,以及宏观调控的相对平静,随着投资者入市步伐的加快,三季度股指仍有10%–15%的上升空间。而随着市场对下半年扩容压力增大和上市公司业绩增速低于中期的认识,市场将再度进入震荡格局。

从市场热点分析,在目前结构性调整的市场中,由于仍有股指期货、宏观调控政策等相关不确定性因素存在,在市场仍可能存在大幅波动情况下,将加大资金对风险的厌恶度。机构资金向成长性好的优质公司和蓝筹扎堆的行为将更为明显,而资产注入和整体上市因为预估性较差,更适合散户及游资作为事件性的主题投资来产生机会。

4、行业资产配置

在行业资产配置方面,我们建议关注三个方面的主题:一是贸易品行业(工业)中的机械行业;二是非贸易品行业中的金融地产、传媒、旅游、航空、基础设施、医疗保健等;三是行业的工作机会中游投资品领域的化学纤维制造业、黑色金属冶炼及压延加工业、木材加工及其制品业、下游消费品领域的纺织业和机械装备领域的通用设备制造业以及公用事业的燃气生产和供应业。

●精彩问答

目前股指期货开不得 大推QDII有风险

游客960问: 请问超跌股年内是否有希望再回到5月份4300点时的股价?

光大证券曾宪钊: 后市超跌股将面临分化,重组机会较大的公司仍会有创新高的机会。

游客2290向李军强问: 国家对目前的股市上涨是什么态度?现在的股市到底存不存在泡沫?如果有,管理层还会进行干预吗?

光大证券李军: 一般而言,股市正常的涨跌不是管理层关心的重点,管理层更关心市场的制度建设、上市公司质量与规范运作、投资机构合法运作等。我个人认为,泡沫的存在是资本市场区别于产权市场的重要特征,充足的流动性也是证券内在价值的一部分。因此,我认为在目前情况下,管理层对股市还是持积极的态度。

当然,如果股市在未来一段时间内的上涨幅度超出目前大部分人的预期,估计管理层会通过市场化的手段进行微调,但主要目的还是保证市场健康稳定长期的发展。

游客2337问: 现在流动性还是过剩,未来央行会再度提高准备金率吗?如果提高,会对股市产生多大影响?

光大证券郭国栋: 对付流动性过剩问题,提高准备金率是对策之一,目前看准备金率仍具有进一步上调的空间,但是央行会综合考虑各种调控手段。短期看,流动性过剩仍会继续支持股市上涨。

游客2777向谢荣兴提问: 请问你在中国证券同开的专栏是否有新的研究成果可以推荐?

谢荣兴: 最近我重新反思了“327”事件和“5·30”事件,结论是目前股指期货开不得。第二,我会对当前大推QDII提出风险警示。

游客9605问: 下半年市场能见到5000点吗?如果能,哪个板块将起到中坚力量?

光大证券曾宪钊: 我们进行相关研究,与1997年、2001年的历史高点相比,一年期存贷款利率的收益往往是市盈率难以超越的高点。短期看,4800点一带有一定压力。

游客3918问: 如何看待目前大股的市盈率水平,股市泡沫会给我们的操作带来怎样的影响,谢谢!

光大证券郭国栋: 伴随着流动性过剩资产价格快速上升,收益率也有所下降,我们认为,股市受流动性冲击整体估值不断抬升,在这个过程中寻找相对估值优势和业绩持续平稳增长的投资品种更具有安全边际。

游客9220问: 对于机械行业中的电气设备,比如风电方面的,特别是风电零部件供应的情况,未来可以看好的公司有哪些?谢谢!

光大证券蒋小东: 我们看好风电设备行业,看好的公司主要有:东方电机、长征电器,关注华仪电气、湘电股份、长城电工等公司。

游客311向谢荣兴提问: 你对黄种林国现象如何看?

谢荣兴: 我不认为有股神,只不过是有的人成功的概率高了一点,失败少一点而已。

游客7956问: 请问金融、地产类个股后市还有上涨潜力吗?

光大证券郭国栋: 受益于人民币升值和中国经济长期向好,我们认为金融、地产类个股具备长期上涨潜力。

游客5683问: 有人说,热钱持了中国经济,请问该如何看待这个问题?

光大证券曾宪钊: 应该说,这种说法有一定的道理,但是我觉得这只是一个表象。

事实上的问题是,中国的经济增长模式更多依赖于外需,从而导致中国贸易顺差过大和面临升值压力,从而热钱被吸引进入国内。或者从另一角度看,是因为中国经济的内需太弱,储蓄过大,储蓄超过投资的部分体现为净出口。这一过程将随着中国生产要素,尤其是劳动力价格的重估而逐步得到缓解。但是这个过程会比较漫长,原因在于生产率的提高和出口结构的调整,以及产业转移将继续是中国维持贸易顺差和汇率升值的格局。