



股市循环膨胀带来哪些隐性风险

“5·30”之后 A 股市场重新进入新一轮上升通道,在此过程中上市公司基本面的持续向好以及人民币升值动力是重要的推动因素。但随着市场结构的不断演化,我们不得不审视目前股市存在的隐性风险,就是通过自我循环的正强化效果带来的估值膨胀风险。这种风险主要体现在三个方面:一是股权投资引起的估值虚高;二是资金推动带来的市值膨胀;三是横向比价引起的估值迷失。

◎上海证券研发中心 郭燕玲

股权投资的估值虚高风险

自 2006 年年报到 2007 年中报的三个阶段性业绩数据来看,上市公司业绩出现大幅上升。不可否认,公司主营业务的增长是业绩增长的主要贡献者,但我们看到上市公司的股权投资收益贡献的惊人表现。截至 27 日数据显示,上市公司的股权投资所占比重平均达到 25% 左右,部分高的公司甚至达到 50% 以上的比例。根据新会计准则的游戏规则,上市公司股权投资收益根据公允价值来实现,远远高于其投资成本,而且随着 A 股牛市行情的不断推进,账面投资收益还有望进一步提升。正是基于这种预期和判断,今年以来部分具有大量股权投资的公司股价一再攀升,市场对其估值也随着其所持股权市值的上升不断调高。然而,大家都知道资本市场的投资风险变幻莫测,企业经营风险、市场流动性风险以及股价波动风险等等都具有相当的不确定性,不能作为公司长期估值的参考因素。尤为值得关注的是,随着上市公司股权投资面临实现要求可能带来的摩擦损失将会使得股权投资收益大打折扣。因此,目前股权投资带来的估值虚高风险应该引起警惕。

资金推动的市值膨胀风险
2007 年年中 A 股市值首次超过 GDP 总值,同时也超过多个海外成熟市场规模,迈入新的历史纪元。鼓舞人心的数据使得投资者信心倍增,加上近期中国通胀预期升温以及人民币升值加速等动力推动,资金源源不断地流入 A 股市场。而且从流入的渠道上,“5·30”以后投资者开始从自主投资向机构理财转变,基金等机构投资者资金规模快速扩容。由于受基金投资规则的限制,以及基金投资理念的影响,大量资金涌入大盘蓝筹股,并直接导致市值的迅速膨胀。就目前这些大盘蓝筹股的估值判断看,其市值已经明显高于未来几年能够达到的业绩成长水平,即市值的膨胀



张大伟 制图

不是由于业绩的成长预期,而是更多地来源于资金的推动。一旦股权相对集中使得流动性出现降低,或者资金供给回落导致买盘动力衰减,资金推动型行情的风险就会显现。
横向比价的估值迷失风险
近期,A股市场还存在一个有意思的行情特征(尽管还不是非常普及和显著),就是不同行业之间出现的横向估值比较。众所周知,行业内的横向估值比较是由来已久的,基于上市公司所处同一行业进行估值的横

向比较具有一定的合理性,并被较为广泛地运用到行业公司研究上。但不同行业的横向比较则并不多用,理由是不同行业其运行特征明显不同,具有不同的估值方法,同时不同行业具有不同的景气周期,行业间横向估值比价不具有可比性。因此,行业间的横向比价估值会使行业估值失去了有序的估值坐标。在一个可以移动原点的坐标框架下,行业的估值非常容易迷失其自身规律,同时在循环的横向估值比价过程推动下,估值泡沫也会随之放大。如果此行情特征愈演愈烈的话,我们认为对行情的健康发展

无疑是一种伤害,理性的市场也最终会扭转这种非理性的估值泡沫。
牛市是投资者所期盼的,而健康的长期牛市更是市场参与者所愿意看到的。站在 5000 点的高度,投资者必然会关注其基础的坚实度。诚然经济的高增长、人民币的持续升值以及温和的通胀是支持 A 股维持长期牛市的有利因素,但我们依然提醒投资者审视市场存在的风险。因此,就目前的投资策略来看,我们建议关注有真实主业成长基础支持的二线蓝筹股,以及有明确预期的外延式增长题材的上市公司。

结构性调整引发股指震荡加剧

◎上证联 沈钧

市场在目前点位多空分歧越来越大,不仅盘中股指震荡加剧,而且沪深股指也红绿相对。周二虽然下跌家数超过上涨家数,但中国人寿、中国石化和中国联通等指标权重股大幅拉升,稳定了市场,加上指标权重股与多数优质个股间存在着此起彼伏的轮动关系,以及其他品种行情间歇期不失时机地补涨,导致大盘继续震荡走高。在上证综指不断创新高的背后,市场结构性调整也在进行,这种结构性调整主要表现为:一线蓝筹向二线蓝筹的转换;业绩股逐步向题材股转换。

一线蓝筹向二线蓝筹的转换

基金的良好赚钱效应使得基金的发行备受市场追捧,目前机构资金尤其是基金的资金出现严重的“流动性泛滥”。在这波基金资金推动型牛市中,基金净值主要靠股票市值支撑,它们重仓持股对象除了蓝筹别无选择,蓝筹行情成为本轮牛市的一条主线。不过以银行股为代表的蓝筹股经过短期大幅上扬,已经没有估值优势,而目前新基金发行以及老基金持续营销带来了庞大资金,目前基金尚未建仓但要建仓的现金达到 1400 余亿元。由于基金的发行与持续营销的申购新资金均有建仓的规划,只有在二线蓝筹股中建仓。在资源类和消费个股全线走强的同时,

银行等一线蓝筹股走弱,正是这种结构性调整的一个表现。造纸、消费、航空、铁路等行业景气度的逆转或继续提升,以及温和通胀推动下的产品提价,都将造就二线蓝筹股行情向纵深发展。

业绩股逐步向题材股转换

今年中期上市公司业绩增幅超过七成已成定局,中报业绩超预期增长刺激市场掀起中报业绩浪。但随着中报期的结束,加上宏观面的不确定性逐步增加,下半年企业盈利超预期增长的可能性较小。随着市场对三、四季度企业盈利预期的下降,市场的结构性调整压力在加大,尤其是股价已经透支业绩的股票,面临调整压力。相反题材股再度成为市场的焦点。中金黄金中报业绩平平,但定向增发题材令其士气冲天。目前半年报披露即将结束,半年报行情谢幕,题材个股行情已经登场。题材股包括有整体上市预期的,大股东将持续注资公司;可能被卖“壳”重组的公司;央企资产整合平台的上市公司等都将为题材股注入活力。

短期看,特别国债的发行和个人境外投资港股的开展,都不足以改变市场总体趋势,只不过会使短线震荡加剧。由于市场资金面依然宽松和财富效应将继续推动市场短期向上。不过目前 A 股市场结构性调整的态势相当明显,市场技术性修正的压力仍需要消化,后市股指震荡会进一步加剧。

首席观察

五个角度看 A 股泡沫

◎中证投资 徐辉

7 月份以来,在蓝筹股的主导下市场出现飙升。7 月 6 日至昨日收盘沪综指上涨了 44.30%。目前 A 股市场市盈率逼近 60 倍,不仅大幅高于成熟市场,也超过“金砖四国”中其他三国的市盈率 1 到 3 倍。截至昨日,上海 A 股基于 2006 年业绩的加权市盈率为 58 倍,深圳中小板为 79 倍。同期基于 2006 年业绩的标普 500 指数市盈率为 17.1 倍,香港恒生指数市盈率为 15.8 倍,国企指数为 22.6 倍;“金砖”其他三国的市盈率方面,巴西圣保罗指数 12.8 倍、俄罗斯 RTS 指数 19.9 倍、印度孟买指数 11.2 倍。

我们无法从业绩、估值、国际市场对比的角度给当前接近 60 倍市盈率的 A 股市场以合理的解释。目前接近 60 倍市盈率的 A 股市场无疑充满了巨大风险。从目前国际经济形势、国内政策走向,以及国内企业利润状况来看,资金推动型行情正面临估值高企、政策趋紧、资金趋紧、盈利预期下调等多方面的压力。

资金成本提升的趋势值得关注

事实上,8 月份以来,尽管 A 股运行看起来风平浪静,一路走高;但包括中国在内的全球资本市场出现了许多新的变数,这些变数不仅导致了全球金融市场大幅波动,也对 A 股运行将产生深远影响。

首先,次按危机未到尾声。国际上来看,美国次按问题终于演变成了次按危机。美联储被迫降低贴现率,美国、欧洲、日本等央行被迫大量注入资金,以缓解因次按导致的流动性问题。部分分析人士就此认为美国次按危机接近尾声,但事实上至今为止连美联储也没有弄清楚次按的水有多深。未来 3 个月内,我们或许将继续不断看到次按危机的新动向。次按

危机对于国内资本市场的影响不大,但银行系统显然受到了一定冲击。中国银行对次按计提的坏账准备金只有区区几个百分点,未来或许会被验证计提量太过乐观。
其次,资金成本提升的趋势值得关注。央行年内第四次提升了各项存贷款利率。通胀从 6 月份开始加剧,到 7 月份居民消费价格总水平同比上涨已经达到 5.6%。而从我们身边的购买力感觉来看,通胀水平远不是这样的一个数字。笔者认为,目前的通胀可能并非阶段性的,这意味着银行系统将开始启动通胀治理的程序。持续大幅加息尽管我们不愿意看到,但却可能成为现实。

投资渠道拓宽不仅关乎投资的机会问题

第三,投资渠道拓宽不仅关乎投资的机会问题。外管局启动个人直接,在资本项下开放的路上跨出了重大的一步。从这几天 H 股和 A 股的反应来看,A、H 加权溢价,由 8 月 17 日的 92% 下降到 8 月 28 日的 65%。国企指数期间上涨 26.7%,沪综指上涨 9.75%。A、H 加权溢价在 7 个交易日溢价下降 27 个基点,如未来继续以这一速度运行,A、H 价格溢价似乎要朝发夕至了。
不过,在港股和 H 股走高的这几天中,香港媒体透露了以下信息:一是有资深人士认为,港股和 H 股也到了要警惕高估的时候了。也有部分港人担心,在内地资金流入的大背景下,香港可能也被内地资金推入投机市的漩涡;二是阴谋论再起。有分析指外债借个人直投的政策,大幅推高本以估值不低的 H 股,等到未来内地资金真正大量流入香港市场时,再进行大规模的做空。三是观点认为 A、H 溢价溢价甚至可能在数周内完成。
笔者认为,投资渠道拓宽不仅关

乎投资的机会问题,也是对投资风险揭示。
第四是管理层忧虑市场高估,推出多项措施期望起到平抑市场热度的作用。一方面,继续收缩市场流动性;2000 亿元国债选择直接向市场发行,本周基金发行暂停,H 股回归 A 股步伐加快。另一方面,针对内地投资者风险意识淡薄,有关方面敦促证券媒体多刊发提示投资风险的文章,并着重推出了长篇泡沫分析文章。从这些动作来看,管理层希望投资者能够冷静地看待市场,看待风险与收益;希望股市上涨的速度能够慢下来。

感觉到风险的氛围很重要

第五是业绩增长值得细察。上市公司披露利润同比大涨 70% 的亮丽中报。必须看到的是,这一增长速度与中央企业今年上半年同比增长 30% 的数据出现了巨大反差。这可以从两个方面来看待这一数据出入:一是上市公司去年中期的利润基数较低;二是今年上半年上市公司业绩大幅提升的原因除了主营收入带来的基本增长外,投资收益、资产注入等引发的利润增长所占的比重不低。

总体来看,风险溢价的提升、资金成本的加大、市场供应的加大、流动性的收缩、估值水平的泡沫化、投资渠道的多元化等都在对高估的 A 股市场形成潜移默化的影响。现在市场继续上扬的主要依赖力量来自两个方面:一是盈利效益的扩散,将继续导致资金大量进入股市;二是集团资产注入上市公司,将大幅降低目前市场高企的市盈率。尽管笔者认为将希望寄托在这两个因素上的上涨行情难以持续,但我们显然谁也不知道市场的顶会在什么时候,在什么点位出现。不过,就价值投资而言,感觉到风险的氛围比知道市场会涨到什么位置更为重要。

专栏

巴菲特红海掘金之六 平凡的投资理念

◎姜轲

巴菲特从 100 美元开始成为个人资产达 440 亿多美元的世界超级富豪,其投资理念一直是投资者追求的宝典。但巴菲特本人从来没有对于投资的方法做过严格而繁杂的阐述,他只是每次在其公司伯克希尔公司的年会上对一些投资性问题作一些精辟的表达。归纳起来,巴菲特是这样阐述他的基本投资策略的:“我们始终在寻找那些业务清晰易懂、业绩持续优异、由能力非凡并且为股东着想的管理层来经营的大公司。这种目标公司并不能充分保证我们投资盈利,我们不仅在合理的价格上买入,而且我们买入的公司的未来业绩还要与我们的估计相符,但是这种投资方法——寻找超级明星股——给我们提供了走向真正成功的唯一机会。”

我们的投资者在大多数时候总是喜欢投资选择一些概念性的股票,而且概念越多越好,比如高科技、网络、新能源等,虽然这类股票其中不乏有成长性的优秀公司,但作为普通的投资者是无法从本质上了解这个行业,分析这个公司。巴菲特上述讲话的第一条就是业务清晰易懂,像巴菲特投资的华盛顿邮报、可口可乐、吉列等,这些都是在我们生活中可以看到用到的。在中国市场上我们同样可以从普通的消费中分析公司的业务成绩,比如平时消费的牛奶、药品、报纸等,从货柜上该产品的品种和摆放量以及产品广告上都可以初步看到公司的主营业务能力。所以摒弃惯用的追逐概念的毛病是我们做好投资的第一步。

业绩持续优异的公司我们必须要用财务分析的方法长期跟踪的,不仅如此还需要进行一些研究和调研,发现其持续优异业绩背后的经济特许权,因为如果能在竞争中做到持续优异业绩必然存在不同于其他竞争者的经济特许权,如吉列的研发、政府雇员保险公司的保险直销等等,发现了它的经济特许权我们就可以肯定这家公司的竞争优势是可以长期延续的。

能力非凡而且为股东着想的管理层是巴菲特重点关注,巴菲特欣赏的优秀管理者必须是能够节省开支进行低成本运营,其次在不同行业具备符合行业发展规律的眼界和策略能力。

最后,在发现了明星公司之后巴菲特往往在市场失效的时候也就是市场出现暴跌,低估这家公司甚至破产的时候大胆地买入。这是我们投资者需要好好学习的,市场失效带来的暂时低估必然会在未来的价值回归中给你带来丰厚的利润。

cnstock 理财
今日视频·在线 上证第一演播室
“TOP 股金在线”
每天送牛股 高手为你解惑 四小时
今天在线:
时间:10:30-11:30
三元顾问……陈林展
时间:13:00-16:00
罗利长、巫寒、陈钟、张刚、侯英民、吴磊、吴青芸、赵伟

中国证券网 热门股票搜索排行

(600881) 华泰集团	(600839) 四川长虹
(600868) 梅雁水电	(600028) 中国石化
(600108) 亚盛集团	(600016) 民生银行
(600068) 葛洲坝	(600010) 包钢股份
(600018) 上港集团	(600008) 首创股份
(600050) 中国联通	(600001) 邯郸钢铁
(600177) 雅戈尔	(601006) 大秦铁路
(601991) 大唐发电	(600642) 申能股份
(000002) 万科 A	(000698) 沈阳化工
(000959) 首钢股份	(601398) 工商银行

www.cnstock.com

大赢家 炒股软件
敏锐 攻击平台
优质筹码逢低布局 绩差题材逢高出局 分化格局应对策略
马上下载 WWW.788111.COM
咨询电话 4006-788-111