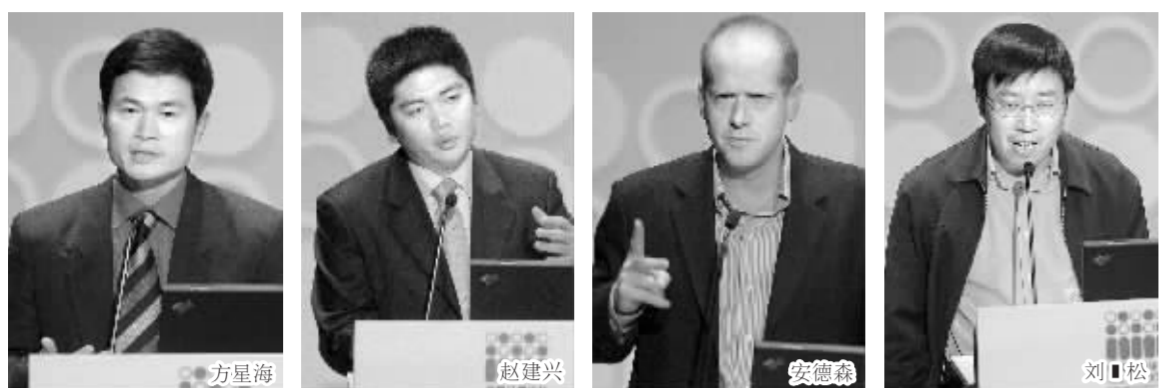


■第二届招商证券论坛特别报道

# 中国股市现在“泡沫”有多大



◎见习记者 杨晶

在10月26日第二届招商证券论坛上,上海市金融服务办公室副主任方星海、招商证券研发中心策略分析师赵建兴、瑞银集团董事总经理兼亚太区首席经济师乔纳森·安德森、上海社科院经济景气与预测研究室主任刘松等,纷纷对中国股市合理的规模与市盈率边界等问题发表自己的看法。

## 方星海: 应继续加息

方星海认为利率的升降对合理的市盈率影响非常大。会上,他表示近期通过一个阶段模型,以无风险利率为5%及其他参数测算,暂不考虑其他影响股价因素,合理市盈率为92倍。但若其他参数不变,无风险利率升至8%,算出来的PE值则只有34倍。由于老百姓感受到购买力下降明显,在银行利率较低、股市收益高的情况下,资金必然涌入股市。因此,方星海认为存贷款利率应进一步上升,同时应进一步加快提升央行的独立性,使利率决策更快。

## 高良玉:QDII也要自主

◎见习记者 杨晶

目前,部分国内机构将QDII资产全部委托外方机构管理,南方基金管理有限公司总经理高良玉10月26日在招商证券论坛上称,这将成为“投资策略”。他指出,虽然这样能发行产品,但并不能使机构实现真正的国际化。资产管理国际化是趋势,观念上的准备比较重要。除了抱着学习国外的理念外,还要实现一个循序渐进、逐步积累的策略。例如,南方基金目前采取的是与“投降”相反的策略,即首先寻找能掌握、了解、合理的投资对象作为投资标的。具

## 赵建兴: 动态估值相对合理

赵建兴对目前A股市场市盈率发表了看法。他认为,实际上30倍的估值是合理的定价,目前动态估值仍处于相对合理状态,A股市场仍是理性繁荣的状态。这个判断的基础在于经济的繁荣带来企业利润。在中国经济繁荣不断深化、通货膨胀已成趋势的背景下,劳动生产率加速提升,速度很可能快于资本存量的增速,这将使劳动生产率提高,企业利润将因此呈现加速或者持续高速增长的趋势。企业增速短期内可能更高,长期来看20%、30%的增速也是可以维持的。另一方面,长期看,股市规模现在还是初期阶段。假如上市公司通过收购促使总市值规模大幅提升,市盈率将会下降。

## 安德森: 市场绝对大小仍健康

安德森认为,现在中国的泡沫是否已经达到崩溃的水准仍不太确定。

除了用市盈率看市场外,还有绝对大小和市场杠杆作用两个指标。与中国台湾、日本泡沫时期,市值或流动财富占银行业的150%相比,中国股权总市值目前占整个金融资产的65%,这可能还是一个比较健康的水平。而市场衍生品、风险、借款等对市场有很大杠杆作用的多种方式,在中国市场存在,但仍不是占大比重。

## 刘松: 现在是非理性繁荣

而刘松则更为悲观,他认为,现在是一个非理性繁荣期。实际利率四年多来长期为负,是未来爆发大危机的最根本的隐患。而且仅一个月内,市场的供求关系正迅速变化,供过于求的局面可能在不远的将来就会出现。政策若还增加供给,将最终导致市场倒塌。刘松给出了他的数据分析,目前居民存款达17万亿,而股市流通市值达8万亿,这意味着即使扣除国有股东持有的那部分,老百姓的金融资产中30%以上也已是股票资产,而美国股票资产占整个金融资产的比例不过40%。



招商证券股份有限公司董事长官少林在10月26日召开的招商证券论坛上发言时表示,证券公司是资本市场的直接参与者,随着中国资本市场的快速发展,券商也迎来了发展的黄金时期。中国证券业监管层已经逐步建立并完善了监管体系;券商自身也建立了相对完善的公司治理结构和风险防范体系,整个行业已进入规范发展时期。

## 罗杰斯:目前不会卖出A股

◎本报记者 钱晓涵

在27日举行的中国资本市场稳健发展与持续繁荣——2007招商证券论坛上,投资大师罗杰斯再一次重申,中国股市目前尚处在泡沫的孕育期,距离真正的泡沫形成还有相当长的时间。罗杰斯表示,自己现在还没有打算卖出A股,并认为中国投资者没有必要迷信QDII产品,因为人民币目前是世界最好的投资产品。近期曝光率极高的投资大师罗杰斯昨天再度光临上海,出席“2007招商证券论坛”。或许刚下飞机略显疲倦,罗杰斯并没有带来什么新鲜的观点,中国股市的泡沫还没有出现,“我还没有在中国抛售我手中的股票”,“我认为中国将是世界上的下一个大国”等言论仍属老调重弹。罗杰斯在演讲时强调,不看好中国

投资者通过购买QDII的形式去投资海外,理由是他认为除中国以外的股票都太贵了。

尽管A股的市盈率一度接近70倍,但在罗杰斯看来,相对于其他国家,中国公司的股票还是“便宜”。我知道很多中国投资者试图进行海外投资,我也看到了很多非常好的机会。但现在非中国股市以外的股票都非常贵,因此我不建议在其他市场做投资,因为成本非常高。”罗杰斯说,他并不觉得国外的投资机会比中国国内多多少,他觉得其他市场的股票太贵了。我知道现在很多中国投资者在购买投资海外市场的共同基金,我会给你一个建议,就是你要非常谨慎,至少我是不会做的。”

罗杰斯表示,只有投资那些无论经济是好是坏都能取得不错业绩的公司,才能获得丰厚的回报。在谈及自己所看好的具体行业时,罗杰斯除了继续力荐旅游、航空、铁路、农业之外,还新增了军工板块。中国国防企业的数量不多,大家很容易找到好的国防产业股票,投资这些公司将来肯定会获得很大的收益。”罗杰斯认为,投资股市就是要投资那些无论经济怎么发展,都能够发展得很好的企业;假设中国经济放缓,上述行业里优秀企业的股价还是会往上走,一旦经济转好,投资的这些股票就会给你带来很好的回报。

此外,罗杰斯还表示,除了股市之外,世界上最好的投资地方就是大宗商品市场。我认为机会是在这里,我最近对大宗商品市场比股市更看好,因为现在我有许多资金投资在大宗商品市场。”

## 棕榈油期货今日上市 投资机会可能较多

◎本报记者 钱晓涵

棕榈油期货今天上午九点将在大连商品交易所挂牌交易,这是期货市场今年以来推出的第四个新品种。业内人士表示,按照以往经验,期货新品种上市首日波动往往较大,因而也存在一定的投资机会。

据天下粮仓网分析师龚成丰介绍,上周国内棕榈油现货价格出现大涨,截止上周五,国内棕榈油现货主要报价点一周内上涨了三百元,天津港报8338元/吨;日照港8300元/吨;张家港报8400元/吨;广州报8300元/吨。但大连商品交易所公布的10个棕榈油合约首日挂牌价格全部为7800元/吨,比现货价格低了约6%,因此棕榈油期货今天出现“开门红”几成定局。

由于是新合约上市首日,大商所将棕榈油期货的涨跌停板从6%扩大至8%。不过,业内资深人士指出,这并不代表投资者只有做多才会获得盈利机会,新品种上市首日价格的弹性较大,市场参与者可选择灵活的操作模式赚取利润。

今年6月8日菜籽期货上市首日,挂盘价格也是明显低于现货价,做多资金开盘后一度把主力合约的价格推高至20%的涨停板(平时涨停只有4%),一些“聪明”的现货商发现菜籽期货价格明显高于现货价,立即实施抛空,稳稳地赚取了一大笔利润。

冠通期货研究员史光指出,类似的机会在期货新品种上市的时候层出不穷,现货商一旦发现期货升水较高即可抛空合约,把原本就要出售的现货卖给期货商,等候交割的来临。2004年棉花期货上市时,期货与现货价格的价差扣除交割费用由接近3000元/吨的利润;2006年底PTA期货上市的时候,期现价差扣除交割费用也有高达800元/吨的利润。

## 江苏省期货业协会昨日成立

◎本报记者 黄蝶

昨日,江苏省期货业协会在南京成立。目前,江苏辖区已有11家期货公司、30家期货营业部。江苏证监局局长左红在会议上发言指出,近年来,江苏期货市场本着规范、稳健、诚信的理念,实现了快速健康发展。省期货业协会的成立面临历史性大好机遇,有着雄厚的市场基础,在这样一个大背景下,省期货业协会可以大有作为,能够大有作为,应该大有作为。

## 招商牛网获优秀财经网站奖

◎本报记者 屈红燕

在深圳证券信息公司等单位主办的本年度优秀证券公司财经网站评选中,招商证券牛网和申银万国神网并列第一名,国泰君安证券网和广发证券广发网分列第二和第三位。华安基金网获得基金类优秀网站第一名,大成基金网和华夏基金网分类该奖项的二、三位。中国工商银行、中国建设银行和深圳发展银行位列银行类网站前三位。

## 新股发行动态

| 名称   | 发行总量(万股) | 申购代码   | 网上发行日期 | 网上申购价格(元) | 网上发行量(万股) |
|------|----------|--------|--------|-----------|-----------|
| 万力达  | 1400     | 002180 | 10月29日 | 13.88     | 1120      |
| 粤传媒  | 不超过7000  | 002181 | 11月5日  | --        | --        |
| 云海金属 | 不超过4800  | 002182 | 10月31日 | --        | --        |
| 怡亚通  | 不超过3100  | 002183 | 10月31日 | --        | --        |
| 海得控制 | 不超过2800  | 002184 | 11月5日  | --        | --        |
| 华天科技 | 不超过4400  | 002185 | 11月6日  | --        | --        |
| 全聚德  | 不超过3600  | 002186 | 11月5日  | --        | --        |

## 上期所:正确认识黄金期货

◎实习生 郭杰

黄金期货合约及相关规则征求意见稿刊登之后,一些期货公司打出“三千元或五千元炒黄金期货”的广告语,误导了投资者。近日,上海期货交易所产品创新部高级总监曹越针对此问题接受了记者采访,提醒投资者需要正确认识期货市场,防范黄金期货风险。

问:在黄金期货合约征求意见稿中,合约单位定为300克/手。于是有市场人士认为,假设每克黄金价格为180元/克,则根据收取的最低保证金比例7%计算,一手合约的交易保证金为3780元。这样的说法对吗?

答:这种算法是对期货交易的误解,听起来有点像“一百元可以炒股”的广告词。期货与现货最大的区别在于期货是保证金交易。比如合约征求意见稿中提到黄金期货的最低保证金交易为7%,但别忘了,在合约的不同时段,实行的保证金追加制度。根据黄金期货风险控制办法征求意见稿规定,黄金期货保证金最高将达到20%,从这个角度计算,1手300克合约的保证金将高达10800元。

增加,因此要维持一张交割单位的合约的话需要10.8万元。如果你再要交割的话,那么以180元/克的价格计算,至少需要54万元的资金。

另外,以上的算法还只是根据征求意见稿的指标进行计算,目前正在根据各方面征求到的建议,对相应规定进行调整。

问:照你这么说,从风险承受能力的角度看,什么样的投资者相对来说更为适合参与这个市场呢?

答:刚才说,期货交易采取保证金方式。保证金交易的杠杆作用不仅使盈利放大,也同样使亏损成倍放大。当亏损发生时,由于风险控制不力,有可能投入的资金血本无归。因此,期货交易要求投资者掌握一定程度的专业知识,有较强的市场分析能力及风险承受能力。

有些投资者认为做黄金期货亏了的话,大不了进入交割环节,把金子搬回家”。持这种观点的人,对期货交易业务并不了解。首先,期货市场的基本功能是价格发现和套期保值,它与现货市场相辅相成,为现货市场服务,而不仅仅是买卖实物的场所,真正需要实物的客户大多是从现货市场获得。所以从实际运作来看,期货市场的交割量都很低。更重要的一点是,期货交易规则对投资者有一系列要求及规定。

所以我们说,期货是一种风险管理工具,期货市场的主要作用是为企业和机构投资者提供规避风险的工具。由于交易所内集中了行业相关各方的企业及投资者,他们通过公开公平地竞价交易,形成的期货价格能够比较真实地反映市场的供需关系及未来价格变化趋势,具有公正性和权威性,从而起到价格发现作用。同时,这样形成的价格可以作为行业定价的基准,并且由于提供了

远期价格预期,企业可以根据期货价格信号来组织生产经营活动,通过期货市场进行套期保值,锁定成本或利润。

因此,从国际市场的情况看,机构投资者在期货市场中占绝大多数,而普通投资者,则主要通过购买相应理财产品间接参与。对于许多理财产品而言,为了分散风险,期货投资只是资产配置组合中的一个环节。

问:那么,上期所接下来将如何做好黄金期货的投资者教育工作呢?

答:投资者教育一直是我们工作中的重中之重,风险教育又是当前投资者教育工作中的重点内容。上期所拟在下一阶段针对不同类型的投资者开展多层次、有针对性的培训活动,例如采取分析师培训、全国巡讲等形式,使投资者掌握黄金期货的基本原理、交易方式,了解黄金期货的有关合约、交易规则,熟悉黄金期货的风险特性和控制手段,目的是通过风险教育进一步提高投资者的风险意识和风险防范能力,保护投资者利益。我们希望期货公司帮助投资者正确地理解期货市场和黄金期货,增强风险意识。

黄金期货的合约及相关规则向社会公开征求意见后,得到各界的关注和支持,收到许多反馈意见。我们目前正在对意见进行汇总,根据各方面的意见和建议,从当前市场实际出发,为更好地控制风险,我们将对合约交易单位、风险控制管理办法等方面做相应地调整和完善。我们希望继续得到大家的意见和建议,帮助我们进一步将投资者教育等各方面工作做深做实,按照“高标准、稳起步”的指导思路,在确保平稳和安全的基础上,尽快推出黄金期货。



## QDII利好影响下,谈国指权证的价值搏及其买卖技巧

买卖国指权证与单一国权证,最大的分别是,前者,投资者必须对国指权重较高的国企股份走势有相当信心,甚至认为国指短期变化幅度相对较大,届时,才考虑买入国指权证;截至2007年10月24日,国指成份股数目43只,当中,中石油、国寿、工商银行、建行、中石化、交通银行等占国指比重分别达11.9%、11.3%、7.8%、7.3%、5.7%、以及5.7%。后者,投资者必须对单一国企股份走势有相当信心,甚至认为其短期股价及跌幅由低位升至高位,届时,才考虑留意买卖个别国股票权证。

发行商沽出国指权证予投资者,将透过买卖国指期货作对冲,故投资者即市买入国指权证的话,当然要从即日国指指数的走势分析入手。如投资者买入国指权证的话,则必须同时留意国指指即日走势,如国指指走势配合成交量,国指指高开低收价格,高水、低水变化。

实际应用上,如投资者考虑持有国指权证过夜,国指指升穿即日开市价,昨日开市位及最高位,配合期指以大成支持持续上升,市况呈高水,即日走势技术偏好,届时,投资者可考虑应留意中期期指国指权证。相反,如国指指跌破即日开市价,昨日开市位及最高位,配合以大成交支持持续下跌或跳空下跌,市况呈低水,即日走势技术或偏淡,届时,投资者才考虑应留意中期期指国指权证;由于明年是奥运会,即使投资者估计国指大涨后作出小调,亦不做重仓或长线看空部署,因为,近期国指指数跌的日子,往往仅限于一、两日内完成。

影响权证价格的有诸多因素,例如正股价格、利率、剩余期限、隐含波动率、行权价格以及股息等。其中,又以正股价格和隐含波动率的影响最为突出。另外,街货量和市场的供求关系也是在投资权证时需要考虑的因素。

首先,投资者在投资权证时必须关注的便是正股的未来趋势,在对正股的未来走势并不看好的情况下,即使相应的认购证的隐含波动率很低,同样不能草率入场。

其次,在认为正股未来走势看好的情况下,可以对隐含波动率、街货量和市场的供求关系进行综合考察。一般来说,街货量较大的权证庄家参与程度较小,因此价格的

涨跌较易受到市场情绪的影响,而权证也有可能出现暴涨暴跌的情况,隐含波幅也有可能因而大起大落。在这种情况下,投资者一方面要注意及时止损,防止权证出现越跌越急的情况,另一方面,要留意投资者情绪的变化,因为一旦在前期权证的隐含波幅因为投资者的高度热情被推到很高及正股中短期历史波幅急升,如果之后投资者热情突然减退及正股中短期历史波幅急跌,则相应的权证就很难继续承担这么高的隐含波幅,很有可能随着大众热情的降温出现急跌的情况。

现时,国指在2007年10月18日创高位20516点,在1个半月累积升幅逾10000点,其后,国指走势转趋波动,在大盘剧烈波动,趋势未明的情况下,则最好参与低街货、内含程度较多的权证,一来低街货证较少受市场情绪影响,二来价内证有效杠杆亦较低,即使亏损幅度也较价外证为低。而对于追求稳健的投资者来说,投资低街货的长期避险权证甚至“长收轮”在任何时候都是一个较适当的选择,当然,要是在对正股的未来长期走势较为确定的情况下。

港股已经连升一段时间,尤其是国企指数仍在快速上扬,而个别中资股股价及已息升且处于相当高水平,一旦正股及波幅回调,投资者会有双重损失,故此投资者时的心态应该保持谨慎,必须注意风险管理,以及严订止损、止损位。因此,对于不看好大盘短线走势的投资者来说,此时应该由留意价外权证,转而选择低街货的价内权证。

比联金融产品网址为 [www.kbcwarrants.com](http://www.kbcwarrants.com)

比联金融产品为亚洲活跃的衍生产品供应商,提供多元化产品,包括权证、结构性产品,并积极参与投资者教育,详情可浏览比联网页。证券价格可升可跌,投资者有可能损失全部投入的资金。投资者应充分理解权证特性及评估有关风险,或咨询专业顾问,以确保投资决策符合个人及财务状况。(广告)