

Special Report

■聚焦 2008 中国国际资本市场论坛

A股市场已进入较为合理的估值区间

A股大盘经过今年以来的深幅调整,已较为充分地反映了宏观经济及上市公司业绩增长方面的风险,投资的风险和收益基本平衡,A股整体市盈率处于较为合理的估值区间内。今年上市公司业绩增速同比下滑将是股指继续上扬的较大阻碍,但长期来看,投资中国仍是获取较大回报的良好途径。

在上周末举行的“2008中国国际资本市场论坛”上,高盛董事总经理和中国首席策略师邓体顺,美林(亚太)有限公司董事总经理、美林集团中国区主席刘二飞,天相投资顾问有限公司董事长林义相谈及目前A股市场时,表达了上述观点。

◎本报记者 马婧好

场相比,大陆市场的估值享受一定溢价也是必然的。

市场估值已趋合理

经过前期的大幅调整,目前市场风险和收益基本处于平衡,如果市场再有进一步的调整,从长期说来将有很好的买入机会。”邓体顺表示,当前市场的估值水平已经较充分地反映了宏观经济和上市公司增长层面的风险,A股22、23倍左右的动态市盈率已经比较合理。

他表示,目前H股2008年动态市盈率只有16倍左右,尽管A股估值水平同H股相比仍有差价,但考虑到A股市场的相对封闭性和国内市场充分的流动性,A股市场比H股市场享受20%到30%的溢价是比较合理的。

刘二飞也认为,中国近几年宏观经济增速都保持在10%以上,今年的宏观经济形势也较为良好,在上市公司的基本素质得到大幅提升的情况下,A股市场二十几倍的市盈率是非常合理的。但他同时也提到,目前A股市场的核心问题是这个市盈率能否守得住。

市溢率可否守住,将取决于中国经济的抗震能力,也取决于中国资本市场的抗震能力。”刘二飞说,尽管今后相当一段时间内我国仍将面临人民币升值、国际经济增速放缓、通货膨胀等一系列问题,但我国经济及资本市场的抗震能力还是非常强的。”

另外,林义相也提到,目前市场上不少投资者认为的“中国的市盈率应该和美国、欧洲持平,在15-20倍之间”的看法是错误的,我们不能让中国的市溢率和美国一样,就像我们不能让中国的GDP增长由百分之十左右降低到美国的百分之一样。”林义相指出,作为新兴市场,中国股市不仅同欧美成熟市场相比应当享有溢价,即使跟香港市

上市公司业绩增速或下滑

中国已经开始从高增长低通胀向高增长高通胀的发展局面转变,这将会直接影响到上市公司盈利的增长。”

邓体顺谈到,中国企业净利润率2007年已经达到过去几十年的最高位置,不少机构对中国上市公司2008、2009年业绩增速的预期都在25%左右,但今年第一季度A股平均每股盈利也只有16%、17%。”他认为,今年以来随着宏观经济增长趋缓、劳工成本上升,以及大宗商品成本上升,企业盈利水平可能会向下调整,而上市公司业绩增速下降将是会阻止市场继续上扬的较大阻力。

林义相则认为,在中国GDP保持10%以上增速的情况下,预计2008年整个中国上市公司的利润增长仍将非常可观,预计今年业绩增长可能达到40%以上。他还提到,由于中国石油在上证综指中的权重地位,其大幅下跌对指数的影响非常大,中石油上市到现在整个市场损失了约10万亿,其中中国石油一家损失就达到4万亿。”林义相说,如果剔除中国石油的影响,上市公司的业绩整体增长情况将更为乐观。

此外,邓体顺还提到,今年在行业配置方面,投资者可以着重考虑四类,一是通胀受益行业,包括部分上游资源类企业和一些有品牌的消费品;二是弱周期性行业,包括基建类等;三是未来盈利预期较为清晰的行业,比如电信行业等;四是人民币升值受益的行业,人民币升值是全球再平衡的机制,中国经济可能从外需推动转为内需拉动,因此一些内销企业可能因此受惠。

机构观点

瑞银:外汇资产快速增长 挑战中国经济

◎本报记者 但有为

瑞银集团高级中国经济学家汪涛24日在2008中国国际资本市场论坛上表示,中国能够经受住美国经济增长放缓,全球经济增长放缓的影响,中国出口仍将保持强劲的增长,通胀在下半年也会稳定并下降。但外汇资产的快速增长正给整个中国宏观经济管理带来的挑战。

虽然目前中国出口增速一直在下降,尤其是对美出口不断下降,但汪涛认为,因为中国出口现在越来越分散化,在对美出口明显下降的同时,对欧盟和东南亚的出口则稳健增长。所以中国今年面临最大的问题还是外贸顺差的问题,而不是外贸顺差过小的问题。这将带来的外汇储备的迅速增加。

汪涛指出,官方储备到今年第一季度末已超过了1.6万亿美元,通过对官方数据的修正,瑞银估算的结果是在2005、2006、2007年外汇资产的积累其实远远大于官方公布公布的数字。根据不同的调整方法,实际上去年外汇储备、外汇资产的增加并不是官方公布的4600亿美元而可能是5500亿到6800亿美元这样一个数字。

汪涛认为,这6800亿美元中有1500亿美元是不可解释部分。而过去几个月不可解释的部分增加得比较快。今年一季度按每个月100

亿美元在增长。因为现在资金涌入中国的动力非常强,第一有利差,第二有对人民币升值的预期,尤其最近一段时间,前几个月,因为人民币对美元升值比较快,这个预期对美元。

谈及外汇资产积累的挑战,汪涛指出,外汇资产实际上是中国流动性产生最主要的源泉,中国不断有外汇资本流入,人民银行为了对冲人民币的发行就再发行央票或者提高存款准备金。在流动性非常充裕的情况下,利率非常低。虽然人民银行提高利率以后,贷款利率也低于通货膨胀现在的水平。”中国经济现在有充裕的流动性,虽然我们目前认为目前的通胀并不是因为充裕的流动性引起的,但是充裕的流动性对将来的通胀会有一个向上的压力,也增加了以后通胀继续蔓延的风险。”

汪涛进一步指出,中国现在控制贷款靠的是信贷额度,不是按价格贷款,这样导致资产错配的风险增加,在资金利率比较低的情况下,会鼓励资本密集型工业的发展。而且流动性充裕一个大的积累实际上是对货币政策有效性或者从紧货币政策有效性造成危险,人民币升值压力更大。

如何减少外汇储备的积累呢?汪涛指出,很大一部分要减少顺差,还有一部分是减少资本项目的顺差,包括结构性的调整以及控制预期。



24日,2008中国国际资本市场论坛在京举行,摩根大通董事总经理、亚洲首席经济师龚方雄到会发言 本报记者 史丽媛

地震不改 CPI 降势 5月增幅或为8%

◎本报记者 但有为

作为当前宏观经济面临的最大风险,通胀一直是近几个月市场关心的焦点。四川汶川地震之后,CPI居民消费价格指数能否走低更是引人关注。值得注意的是,在24日的中国国际资本市场论坛上,两位专家均认为5月CPI增幅将低于4月份的8.5%。

摩根大通董事总经理、亚洲首席经济师龚方雄认为,地震对通胀本身影响不大。我们对通货膨胀的看法就是2月份CPI已经达到8.7%,5月份CPI应该比4月份环比走低,应该是8%左右。如果没有这场地震灾害应该是在8%以下。”他还指出,地震灾害对于通货膨胀的影响也就仅5月份一个月而已,下半年通货膨胀应该会逐渐下滑,回到6%以下。

中金公司首席经济学家哈继铭则表示,根据商务部、农业部每周农产品价格预测,5月份前几周农产品价格环比下降2.9%,但农产品价格每周数据主要影响CPI中的食品价格只占三分之一,非食品价格主要是受PPI的影响。相信PPI在5月份还会比较低的,因为油价在上升。但综合看,5月份通胀可能比4月份低一些,全年可能在6%-7%。他认为,地震受灾地区在全四川只有5%左右,即在全国

只占0.4%左右,短期对通胀可能有负面作用,但对通胀和经济活动都不会有太大的影响。

市场人士认为,一旦5月份CPI环比下降,央行加息的可能性将再次降低。

谈及当前通胀的应对之策,哈继铭表示,在油价大幅上升的背景下,目前通胀是全球面临的共同问题。为了抑制通胀,中国一直在提法定准备金率,对冲手段也在用,信贷所谓窗口指导也一直在起着作用,而且今年起的作用可能更大。

但是他也同时指出,从他近期对64个经济体如何应对通胀的研究来看,升值与通胀呈负关系,升值越快的国家通胀小一些,而加息的作用则不明显。正因为如此,他建议继续通过人民币升值

来抑制通胀。

龚方雄则表示,在下半年通货膨胀逐渐见顶回落的情况下,很多宏观政策该推出的要推出,比如油品价格的改革。他认为,在油价高企的情况下,这是非常紧迫的问题。

对于油品价格改革可能导致通胀大幅上升的担忧,龚方雄指认为没必要恐慌。他指出,去年10月份中国调了一次油价,调了10%,对通胀的影响只占0.4%。现在我国油价与国际油价差了30%-40%,对通货膨胀的影响最多是1.5%左右。当农产品价格稳定,推出油价补贴改革,最多只会把通胀推高一点多。”况且我们是高增长的经济体制,对通货膨胀本身应该有更高的容忍度。”他进一步指出。

CPI 8%

摩根大通董事总经理、亚洲首席经济师龚方雄认为,地震对通胀本身影响不大。“我们对通货膨胀的看法就是2月份CPI已经达到8.7%,5月份CPI应该比4月份环比走低,应该是8%左右。如果没有这场地震灾害应该是在8%以下。”



牛熊证与权证的分别

上期,我们于本栏简单介绍于中国香港市场日渐普及的杠杆产品牛熊证。对于投资者,牛熊证与权证的主要分别,在于牛熊证价格近乎不受隐含波幅影响。但牛熊证上市期间,如正股触及该证的收市价,牛熊证将被即时收回,并只以R类证在收回后,投资者才有机会收回部份剩余价值。

相对而言,权证是期权的一种,付予权证投资者在到期时以行使价买入(认购)或(认沽)相关资产,而权证的价格变动主要由正股走势、隐含波幅、时间值损耗以及市场供求变化所主导。权证发行商一般希望以较高隐含波幅沽售,并以较低隐含波幅回购权证,而权证潜在的波幅差距是发行商录得潜在盈利来源之一。至于牛熊证,其结构与“孖孖展”Margin近似,牛熊证价格主要由正股走势及财务费用的变化所主导。对于发行商而言,牛熊证的潜在利润来自投资者持仓过夜所须付出的财务费用。

投资者持有牛熊证过夜,是必须付出持证期间的财务费用。以一只行使价22400点、收市价23800点的恒指牛证为例,投资银行是向投资者借出恒指期货由0至22400点变化期内的开展融资。融资所涉及的财务费用是逐日计算,以致假设正股维持不变,至于收市价与行使价之间的差距,则是由投资者自行付出,并包装于牛熊证的价格内。按上述例子,收市价与行使价之间的差距为1400点。如投资者持有上述牛证,所付出的财务费用为:

行使价(22400点)X年息X持证日数
以上公式可见,行使价越低、持证日数越长及

该证年息定价越高,投资者持仓需要付出的财务费用亦会增加;而一般情况下,熊证的年息较牛证为低。投资者可于发行商网站了解个别牛熊证的财务费用。

从正股走势方面,牛熊证与权证面对的风险也截然不同。权证方面,只要权证于到期前,其理论价值高于或等于0.01元或以上,权证发行商将会为相关证提供报价。假设投资者持有认购权证并于中短线看错边,持证理论价值更一度等于0.01元,然而,如权证于到期前,正股呈中线反弹而令权证价值高于0.01元,则权证投资者仍有机会收回部份价值;更甚是,一旦正股止跌后呈明显回升,权证投资者甚至能录得帐面盈利。至于牛熊证,一般属深入价内证。假设牛熊证的换股比率为1兑1,该证的每轮对冲值将接近1,表示牛熊证或较能紧贴正股走势,正股上升1元,该证的理论升幅约为1元(假设期内并无涉及财务费用)。然而,一旦正股随外围裂口大幅高开或低开,或会增加牛熊证触及收回价的机会,以致即使正股及后市反弹,牛熊证已于较早前被收回。

最后,从实际买卖方面,权证的最后交易日一般是到期日之前的四个交易天;牛熊证的最后交易日则是到期日之前的一天交易天。

比联金融产品网址为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。证券价格可升亦可跌,投资者有机会损失全部投入的资金。投资者应充份理解权证特性及评估有关风险,或咨询专业顾问,以确保投资决策能符合个人及财务状况。

(广告)

■声音

黄湘平:改革开放30年 资本市场跨越式发展

◎本报记者 马婧好

中国证券业协会会长黄湘平在上周末召开的“中国国际资本市场论坛”上表示,改革开放30年来,我国资本市场实现跨越式发展,已进入从量的扩展到质的提升转变的发展阶段,尽管目前制度红利、经济高速增长、流动性过剩等推动资本市场持续发展的格局不变,但繁荣背后的市场潜在风险等隐忧也不容忽视。

黄湘平表示,今年是中国改革开放的第30个年头,30年来我国经济不断稳步发展,2007年中国国内生产总值占全球比重已由30年前占比1%发展为现在占比超过5%。随着经济快速发展,我国资本市场也实现了跨越式发展,市场规模成倍扩大。到2007年底,国内上市公司总数达到1550家,沪深两市总市值超过32万亿元,首次超过GDP。

我国的资本市场已经进入从量的扩展到质的提升转变的发展阶段。”黄湘平指出,近年来我国上市公司结构显著改善,蓝筹股在股市中的主导地位基本形成,直接融资比例明显提升,去年股票融资与新增人民币贷款的比例已突破20%。同时上市公司行业代表性进一步提升,促使资本市场与国民经济的关联度进一步增强。此外,我国投资者数量快速增加,机构投资者持股比例已接近50%,极大地改变了以往我国股市长期以散户为主的结构,基金持有人账户总数已经超过1.1亿户,基金的发展开始改变居民传统的理财观念和理财方式。

随着证券市场的发展和各项制度的完善,我国证券行业的资本实力也明显增强,发展能力得到了提升。”黄湘平同时表示,我国证券公司各项风险控制指标已全部达标,风控能力及财务信息真实性均得到提升,同时投资者权益保护措施也正在逐步地落实,客户交易结算资金全部实现了第三方存管。而今年4月国务院颁布的《证券公司监督管理条例》和《证券公司风险处置条例》则标志着我国证券业的准入与退出、组织机构、业务规则与风险控制、客户资产的保护和监督,已全面进入了依法管理的新阶段。

经过十年的历练,我国基金行业也获得长足发展。黄湘平表示,除了产品种类日渐丰富,海外投资理财产品开始试点,我国基金资产总规模也迅速增长,平均年复利增长率超过90%,持股市值已占A股流动市值的28%。

据权威数据显示,截至2007年,中国证券业协会106家证券公司会员总资产达到17313亿元,全年实现利润1911亿元,分别同比增长1.8倍和5.35倍;59家基金公司会员管理基金资产净值32762亿元,全年实现利润184.7亿元,分别比上年增长2.5倍和11.8倍。

此外,黄湘平还提到,尽管制度红利、经济高速增长、流动性过剩等推动资本市场持续发展的格局不变,但繁荣深处也有隐忧,市场潜在风险有所积累,经济运行中的突出矛盾和宏观调控措施的实施都将影响资本市场的投资预期和供求关系,同时美国次贷危机的演变前景仍不明朗,这些因素都需要潜心研究加以应对。而证券行业在实现经营状况持续改善,发展后劲明显增强、发展前景十分广阔的同时,也面临实现可持续发展的严峻挑战。

霍学文:推动创新型企业在创业板上市

◎本报记者 但有为

北京市发展与改革委员会副主任、北京市金融服务工作小组办公室主任霍学文在2008中国国际资本市场论坛上表示,政府将抓住创业板设立的历史机遇,加强对在创业板上市企业的储备、改制和上市辅导工作,尽快推动一批自主创新型,尤其是拥有自主知识产权的成长性中小企业在创业板上市。

霍学文认为,北京拥有在创业板上市绝佳的基础和条件。北京是全国科技产业公司最聚集的地方,在中关村拥有大量高新技术企业,同时国内外大量风险投资基金和私募股权投资基金也纷纷聚集北京为这些企业提供融资服务。”

截止目前,已有30多家国外私募股权投资基金在北京设立办公地点,这一数字居全国首位。今年已有多家私募股权投资基金在北京注册。2008年第一季度,中国大陆地区共有36家企业得到私募股权投资企业的投资,总额接近27亿美元,其中北京地区就获得了13.3亿美元。

霍学文透露,北京股权投资基金协会即将成立,并以此为依托积极支持在京设立全国股权投资基金协会,政府还将积极研究、制订、促进股权投资、私募股权投资在北京发展政策措施,在注册上予以便利,在税收上予以支持。争取设立并购重组产业投资基金,加快设立中小企业创业投资引导基金。转变政府投资使用的方式,用政府投资引导更多的社会资本和民间资本。

霍学文表示,下一步北京市将积极探索和发展多层次金融市场体系,包括研究石油等大宗商品交易市场和碳交易所设在北京设立的可能性,进一步把中关村代办股份转让系统发展为统一监管下的场外交易市场,不断把北京建设成为国家股权建设资金和资产管理中心。

今年4月30日,北京市委市政府发布了《关于促进首都金融业发展的意见》,明确提出通过建立全方位的政策支持体系、多层次的金融市场体系、多样化的金融组织体系、立体化的金融服务体系,不断提升首都金融业的创新力、集聚力、贡献力和辐射力,将北京建设成为具有国际影响力的金融中心城市。