



券商研究所所长
市场热点座谈会

所长齐集一堂 碰撞智慧火花

见习记者 唐立

昨日，证券时报在深圳举行券商研究所所长市场热点座谈会。来自申银万国证券研究所首席经济学家杨成长、华泰联合证券副总裁兼研究所所长马俊生、宏源证券研究所所长董晨、国泰君安证券研究所常务副所长谭晓雨、浙商证券总裁助理兼研究所所长邓宏光、中原证券研究所所长袁绪亚、华泰联合证券股票研究部总监姚宏光等专业人士齐聚一堂，就当前股市的一些热点问题作了充分的探讨。

拐点何时出现

从上证指数来看，自从2009年摸高3478点以来，调整时间持续近2年。截至昨日收盘，报于2709.95点，目前依旧低迷，投资者信心严重受损。尽管市场大部分观点认为，股指将持续盘弱探底，但究竟还调整多久，拐点何时出现，成为了困扰投资者的一个难题。

此次座谈会上，较鲜明的观点认为，虽然股市被喻为国民经济的“晴雨表”，但综合观察分析，现在的股市反应是滞后的，说到底股市还不能适应国内经济的转型。经过10年发展，中国的资产财富明显增长，比如2001年银行资产总计在20万亿元左右，但2011年已达到了100万亿元。但高耗

能、高污染以及靠资本侵蚀劳动者的发展模式无以为继，经济出现被迫转型。而股市恰恰未能谙熟经济的转型之道，故而始终很难获得突破。

针对股指走势，与会代表认为，基于政策底尚未出现，政策调控仍未有松动迹象。因此，尽管股市整体估值出现较大幅度下降，但依然让悲观的投资者感觉是踩在棉花上。另外，CPI（消费者物价指数）有可能在6月份达到高点后回落，但受电荒、旱情影响，5月CPI是否创新高又是一个未知数。央行有可能在年内加息1次，并伴有2至3次的存款准备金率上调。不过，明年1、2月份后，通胀或将迎来拐点。因此持有乐观观点的与会代表认为，市场的纠结将会持续一段时间，但2700点附近有较强支撑。同时，有与会代表看好消费、重装设备和大金融等行业。

投资需抓住主线

尽管今年以来，低估值的银行股普遍受到市场关注，但投资者翘首企盼的修复行情始终未能持续，只能算成昙花一现。对投资者来说，在通胀和货币紧缩的宏观环境之下，把握整体性机会似乎是一件很困难的事情。对此，有与会代表指出，在对中国经济的分析中，抓住主线尤为关键，这个方法同样适用于股市投资。当前中

国经济正面临转折性调整，但一些研究的策略明显还未调整过来。因此，一些投资者被一般的研究报告迷惑，导致对国家的发展战略了解不够。比如，中国要达到军事强国的目标，必然要加强重装设备的研发和制造，因为重装设备属中国军事装备必需的基础性工业。另外，近十年的发展证明，中国政府有能力解决通胀问题。金融危机之后，治理的总体思路是对的，但政策出现偏差导致了流动性的泛滥，当前市场正在逐步修正这个问题。其实，中国过去的经济出现通胀的年份较多，从某种角度分析，可以说是搭了通胀的便车。

消退的权证、将面世的国际板与彼岸的QE2

在中国资本市场上，权证作为一种新生的金融衍生品，由于发行量小，制度不健全，自从诞生之后，曾被前赴后继的投机者炒得热火朝天。2005年，股改序幕拉开，沪市方面宝钢、武钢、招行、南航等17家上市公司，先后在股改中利用权证作为股改对价，相关大股东累计发行了21只权证产品，并上交所挂牌交易。如今，一度活跃非常的权证板块，却只剩下一只长虹权证在坚守，且不久也将退役。而在香港市场，权证是非常活跃的交易品种。随着资本市场制度逐步完善，权证或将重现江湖。与会代表认为，股指期货自去年4月推出



史宗宏摄

以来，管控表现良好，因此监管层酝酿再推权证，应该不会成为问题。

对于近来被传得神乎其神的国际板，善挖题材的市场生演绎了一场颇为壮观的国际板概念行情。但在当前融资浪潮前赴后继，毫无衰竭之态的背景下，国际板概念加剧了投资者对市场失血的担忧。与会代表认为，国际板概念的炒作纯粹是散户行为，一部分投资者迁怒国际板的心态并不理智。理论上

讲，国际板推出，大量优质公司上市，对投资者是一种福音。但在目前的社会经济情况下，我国的股票供给出现过剩，国际板的推出将加剧这种现象。也有与会代表指出，上一次国际板热潮的出现是在去年12月。结合今年出现的时段，相同点均是出现在中美战略与经济对话之后，值得思考。

另外，对于6月底即将到期的QE2（美联储二次量化宽松）问题，有

声音认为，QE2的终结将受到美国国债上限调整与否的纠缠。但与与会代表否认了这种关系的存在，认为QE2届时会走到尽头，因为美国本身也面临着通胀的问题。比如有报道称，星巴克两年来首次提价。美联储之所以将加息束之高阁，是因为其在金融货币战中处于有利地位，但这种状况并非意味着永不改变，一些对冲基金等投资机构已在对赌美元加息中下了重注。

纠结的A股走在经济转型路上

证券时报记者 谭述

与会专家一致认为，目前中国A股正处在历史上最复杂的市场环境，其景况开始挑战专业人士的传统思维和观点。现在中国股市面临的问题是如何适应经济转型，当下纠结的A股走势恰恰是这一时期的真实写照。

与会代表认为，中国经济的转型既是主动的，又是被迫的。过去10年，中国经济获得高速发展，但同时付出了多方面的代价。有专家认为，这种代价有以下特征：其一，中国银行资产从2001年的20

万亿元飞速扩至当下100万亿元，增长了4倍。100万亿元的银行资产与30多万亿元的实体经济比值创全球最高，每年新增3万亿至4万亿元的GDP模式无法持续，这需要政府出台紧缩银行信贷的政策。国家对信贷政策的调整，意味着过去高速增长的政策环境发生改变；其二，银行资产的大幅上升，表现为社会资源的价值重估，表现为活生生的效益增长，财富效应已经充分体现。可以说，中国资产财富增长最快的10年过去了；其三，资本侵蚀了劳动收益，却并未给劳动者以合理增长的报酬，要素市场面临反弹；其

四，政府对资源和价格的垄断，使得高成长成为有条件的高成长。

因此，过去10年，经济高速发展带来的问题——在转型经济中得以体现。不难发现，当下资金推动力下降，成本上涨。中国经济在整体过剩的情况下却出现局部短缺，例如缺电缺水，或医疗、卫生、教育资源短缺，这都是价格没有理顺下的后果，从而形成稳定持续的通胀预期。即便政府收缩信贷，也无法立即有效地控制住通胀。因为这已经不是一种简单的货币现象，而是转型期经济面临的必然选择。

股市是经济的晴雨表。在转型期中国经济的大背景下，中国股市相应出现

新特征。首先，就上市公司而言，在企业需求正常的情况下，伴随着要素市场的变化，成本上升了，业绩却下降了；其次，市场对高成长本身需要进行重估，表现在股票市场上，出现一度的估值紊乱。因此，需要重建新的价值体系，尤其是成长股的价值体系。

从中国经济的转型看，与会代表表示，要对转型中的中国经济抱有信心。有专家认为，中国经济转型第一步迈得很成功，表现为在2008年金融危机后，中国对外需求在增强，中国企业的出口竞争力不降反升等。但目前股市相对滞后于经济，股指波动期或许会比较长。

慧眼识小盘股 左侧买大盘股

证券时报记者 钟倩

一方面，当前创业板综合指数反复创出新高，平均市盈率低到45倍；中小板指数也处于相对低位，目前平均市盈率低到了37倍左右。另一方面，包括银行、地产在内的大盘股持续低迷，市场期盼已久的风格转换迟迟不到。那么，经历过持续下降的小盘股还会是良好的投资标的吗？大盘股未来具有整体性机会吗？

对于上述问题，与会代表普遍认为，创业板、中小板估值较高，但具备成长性的优质个股还是值得介入。不过，对于大盘股的投资机会，与会代表则有意见分歧，观点各异。

创业板≠成长板

从去年四季度开始，小盘股进入惨烈调整，并延续至今年一季度。与会代表认为，创业板、中小板的弱势表现主要有以下两个原因。首先，与大盘趋弱密切相关，属于系统性调整风险；其次，小盘股的回调是正常的，主要是以前的泡沫太大，现在需要逐渐回归合理的市盈率。部分创业板个股业绩平庸，远远低于市场预期，比如机械类公司，业绩增长比相应的主板公司差很多。为什么创业板上市定价会如此高呢？与会代表认为，这一方面跟制度有关，一方面则是由于创业板供给较少，投资者有新鲜感。一些资金撬不动主板市场的股票，就转移到创业板去。这些原因，都使得创业板不

能与成长板上等号。还有代表指出，目前创业板股票上市多是好事，可以寻找好的公司去申购。

与会代表普遍认为，小盘股仍可成为好的投资标的，但在不在板块，而在个股。有代表认为，小盘股的调整还远远未到位，一旦有资金大量出逃，还有下跌空间。但这种下跌不是泥沙俱下、鱼目混珠地全盘下跌。创业板和中小板中有些个股，跌到目前这个价位还不够，但也有具备成长性的优质个股，可以跟踪观察，比如消费、流通、现代服务等行业，未来发展空间还很大。

另外，有代表指出，投资者还需有一双慧眼，判断高增长的公司盈利是什么原因造成。比如有些公司是一些偶然因素造成盈利高，有些公司是一定期限某种特定增长模式的受益者，有些公司则是加大风险情况下形成的高增长，这种高增长最终不会持久。

投资银行股需放长线

一位与会代表认为，投资大盘股时候还未到，主要是资金跟不上。在市场上，机构资金是导火线。由于目前信贷紧缩，市场资金不够，使大盘股处于不上不下的尴尬状态。

但也有代表对大盘股持乐观态度，其以银行股为例，国有银行的各项财务指标都没有什么好挑剔。虽然近期有市场利率化试点的传言，但这对试点银行来说并不一定是坏事。他认为，如果不怕寂寞的话，长期投资“左侧买入”银行股绝对是没问题的。

国际板推出不会导致A股失血

证券时报记者 陈霞

继中小板、创业板之后，国际板是中国资本市场扩容的又一重大里程碑。政府希望将上海建成中国的国际金融中心，将中国资本市场面向国际市场开放，建立国际资本交易平台成为建立中国多层次交易平台的必然要求。

对国际板的建立，政府筹划已久，最新的动向是2011年5月的陆家嘴论坛中，证监会主席尚福林表示积极推进国际板建设。证监会办公厅副主任王建军表示国际板在规则的制定、技术准备、监管等方面都有了较大的进展。

国际板推出后，将会增加股票的供应量。但在市场资金有限之下，使得股票数量大于资金需求，将会造成市场资金紧张。从这点来说，国际板对市场的确实有一定的资金分流效应。

目前来看，国际板推出需要解决哪种货币成为计价货币、外汇如何进入国内市场，还有交易所与券商基金联网测试，以及证监会也要成立针对性的国际板发行委员会等多项政策制度的制定以及变革，不是短时间可以推出的。与会代表称，在国际板推

出时间无具体预期、且多项相关政策制度未得以解决之下，近期A股指数持续下跌，导致投资者对国际板推出产生悲观心态，更多是弱市下投资者对市场信心不足所致。

与会代表同时认为，就中长期来看，国际板的推出有利于完善我国多元资本市场结构，加快资本市场的国际化，引进国外上市公司优质的管理制度，规范我国资本市场的估值水平，减少市场的大幅波动，扩大我国资本市场的国际影响力，加快人民币国际步伐和分流充裕的流动性。

也有投资者担忧，国际板推出后，诸如世界500强企业以及红筹股来国内上市，会造成资金更倾向于投资这类企业，导致国内上市公司被冷落。针对这个担忧，与会代表表示，由于资金有风险和收益偏好的倾向性，因而关注标的亦不同。以汇丰来说，因为其业务发展已到极致，盈利模式开发极度成熟，这就造成了其成长空间有限。相比之下，国内银行均处在起步发展阶段，未来空间巨大。相应的，其成长潜力和盈利能力亦很大，投资者可获得的资本收益也会更大。所以，并不会造成国际板上公司门庭若市、现有公司坐冷板凳的情况。

政策底看不到 估值底 踩棉花”

证券时报记者 谭述

针对近期股指持续低迷的表现，与会专家整体保持相对谨慎的态度，主流观点集中在对政策拐点和估值修复的判断上。多数专家认为，由于通胀预期尚在持续，因此货币政策仍将维持上半年的紧缩基调，且出现政策拐点的条件并不具备。另一方面，来自自主板、中小板、创业板的估值调整远未结束，新的估值体系没有确立。目前，所谓政策底和估值底尚难以判定，因此来自股指的调整或将持续。

有专家认为，从金融学的角度看，当真实的市场利率到达最高点时，股市才能不延续调整。反观全球经济和金融，美国加息的时间在去年三四季度已经提前到来，包括中国在内的新兴经济体早已被迫加息。有专家预计，中国通胀或在今年6、7月见到第一个高点，10、11月或现第二个高点，本年度再出现一次加息和三次提准的概率偏大，因此，本年度

政策拐点出现的可能性不大。虽然也有专家认为，若经济下行，下半年我国宏观政策的放松不是不可能，但对经济的远期忧虑无法放在眼前消化。

经过连续调整，创业板平均市盈率已降低到45倍，中小板的平均市盈率在37倍左右，A股主板的平均市盈率已在20倍左右，这样的估值水平是否已经见底？针对这一现象，专家着重对估值体系作出评价。有声音认为，中国上市公司的估值首先应剥离通胀因素，当前的市场调整是还原真实价值的过程。也有专家认为，不同的市场因其定位和一级市场定价的制度性原因，其估值本身应该区别看待，比如创业板和中小板同主板区别等。由于当前我国股市正在适应转型中的经济，其估值体系也在新的调整和发展中。因此，当前的平均市盈率尚难言见底。专家提醒投资者，应仔细辨别公司的盈利和成长是由哪些因素构成，去杠杆化后的成长或许更加真实可靠。无论是主板、中小板还是创业板，同样可以诞生“伟大的公司”。