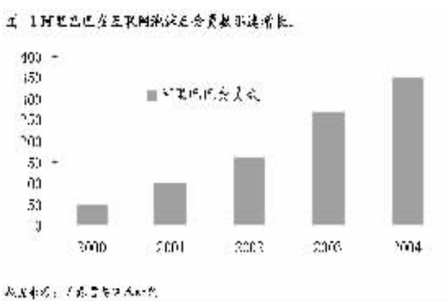
■每周酷图与思考 | Chart and Idea

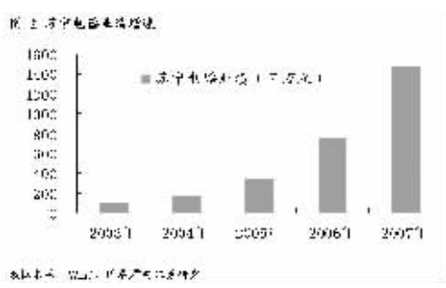
稳健货币政策下 高现金公司更值得关注

国泰君安策略团队

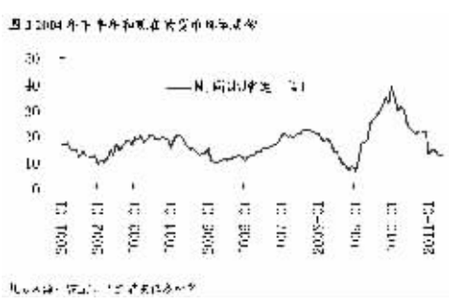
在稳健的货币政策下，市场资金从紧，拥有大量现金的公司自然进可攻（收购竞争对手）退可守（在行业不景气时熬过去），为下一轮经济扩张期做好准备。最为典型的案例，是在互联网盛宴结束前夜获得融资的阿里巴巴和在2004年宏观调控时顺利上市获得融资的苏宁电器。阿里巴巴在2000年初，获得了日本软银、富达、汇亚资金等总数为2500万美元的投资。当年4月，互联网泡沫破灭，纳斯达克指数开始迈入了漫漫熊途。大部分优秀竞争对手灰飞烟灭，阿里巴巴却凭着这笔融资挺过了互联网的寒冬，会员快速增长，剩者为王。



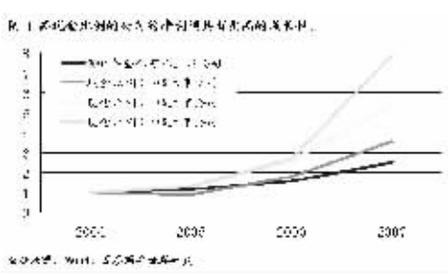
2004年，苏宁电器上市融资，在2004年的紧缩货币环境中获得了最为宝贵的现金资源，并通过不断再融资并购对手扩充版图，最终成为了家电零售商的双寡头之一。



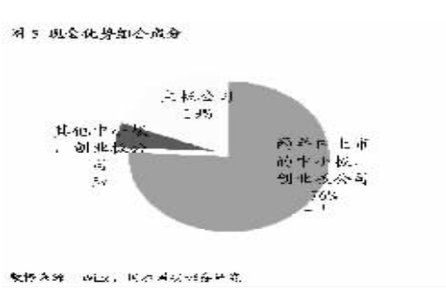
这个规律是否具有一定的普适性呢？如果以货币环境对比，我们发现2004年中期和2008年中期，以及现在比较类似，但是考虑到2008年下半年迅速出台了4万亿的经济刺激方案，而此次调控政府迅速放松概率较小，因此选用2004年中期上市公司数据进行统计。



我们选用“现金比例=（货币资金+交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资）/总资产”这一公式来计算企业现金存量状况。



2004年中期，上市公司平均现金比例为10%。通过比较现金比例>30%、40%、50%和全部可比上市公司来分析现金比例对企业未来业绩增长的影响，我们发现，现金比例和企业下一周期的成长性呈正相关关系，也就是说，在2004年中期现金比例越高的上市公司，其未来3年业绩增速越高。



通过统计可以得到，现金流充裕的公司更容易度过货币环境偏紧的时期，下一轮周期启动时，往往具备更强的成长性。那么，现在市场中，哪些上市公司具备如此的特点呢？我们将现金比例大于50%的公司列出（除去ST股），称为现金优势组合。组合共有243只股票，大多为中小板和创业板股票（占比达到81%），特别是一些新上市的中小板和创业板股票。统计表明，两年内上市的中小板、创业板公司占比超过了75%。

我们发现，从大盘6月21日从底部反弹至今，现金优势组合的平均涨幅为8.6%，超越大盘6个百分点。市场似乎正在逐渐接受这个逻辑。

■名家 | Columnist

曹仁超：下半年投资选股重过选时

投资市场是疯狂的。股市、汇市、金市、楼市的起起跌跌，既带来机会，但同时破坏力也很强。如何在适当的时机做出正确的决定，需要靠自己的磨炼和悟性，同时吸取别人的经验、观点也是很好的途径。

为此，我们独家采访了有“香港股神”之称的《信报》首席顾问曹仁超，从宏现经济层面可能的变化，谈到对股市、汇市、金市、楼市下半年走势的判断。

股票市场早已成为少数人赚大钱、大多数人输钱的地方。2009年10月起，股市内有衰股、病股、害死人股，同时有好股、不寻常股及一飞冲天股，投资成功与失败由你拣股去决定。买错股应及时止损，长线投资已过时。这是他的主要观点。

《信报》首席顾问曹仁超 本报资料图

证券时报记者 钟恬

下半年GDP增长率或下降

证券时报记者：您在博客中指出，预料下半年中国国内生产总值（GDP）进入增长放缓期，为什么会有这样的观点，能为投资者详细阐述一下吗？

曹仁超：2009年8月人民银行开始抽紧银根，如人民银行迅速将利率推高至中国通胀率之上2厘，6到9个月后经济便冷却。但人民银行这次抽紧银根及加息速度极慢，因此只令股市出现下调，实质经济至今未受影响。估计今年7月中国消费者物价指数（CPI）见顶，下半年人民币利率仍将上升一次、抽紧银根两次，极有可能今年下半年中国GDP增长率出现下降。

证券时报记者：您认为下半年内地的CPI会有什么样的走势？

曹仁超：内地CPI应在今年6月或7月见顶，8月起开始回落。

证券时报记者：如何看待“美国2010年的消费是中国的5倍？即美国如减少10%消费，中国必须增加200%消费才能互相抵消”？

曹仁超：美国人消费增长率今年下半年亦进入回落期。虽然中国人的消费在上升，但美国消费市场是中国5倍（2010年美国GDP为137500亿美元，消费占GDP的79%，即108600亿美元，中国GDP为32000亿美元，消费占GDP的40.6%，即13000亿美元，以表面数字计，美国消费市场是中国7.75倍。扣除物价平减指数，美国消费市场是中国5倍）。如果美国消费回落，中国消费上升，全球消费市场仍回落。

证券时报记者：您说过“虽然股价升降同经济有一定关系，但经济不是股市，股市不是经济；两者既可以背驰，亦可以同步”，那么，您认为下半年内地经济形势和股市走势会是什么样的关系，是背驰还是同步？

曹仁超：股价升跌和经济有一定关系，但不是同步。股市往往走在经济之前（短期内甚至两者可以背驰），因股市只反映投资者对前景预期而非真实一面。

人民币升值压力下降

证券时报记者：为什么您认为下半年人民币升值的速度会进一步减缓？

曹仁超：中国出口增长率在放缓，加上美元汇价渐趋稳定，令人民币升值压力下降。

证券时报记者：我们知道，您不赞成人民币升值速度过快，到目前还是同样的观点吗？什么样的升值速度才是合适的？

曹仁超：人民币升降应以中国人民利益为依归，而非来自美国或其它国家的压力。当中国通胀上升较快时，人民币应加快升值；一旦通胀率上升速度下降，人民币升值速度亦应减慢。

证券时报记者：如何看待近期投资者对美元越来越没信心？

曹仁超：投资者对美元信心的回落，是由2001年9月开始的，目前只是被传媒广泛报道。如看美汇指数，今年美元汇价跌幅不大。

目前黄金只有炒作价值

证券时报记者：现在有很多观点认为，金价颠峰已近，金市将在今年见顶，您也是同样的看法吗？

曹仁超：没有人知道金价何时见顶，猜顶是最蠢的行为（没有人猜中），金价在一盎司1600美元以上已没有投资价值，只有炒作价值。

证券时报记者：您引述Oxford Economics的观点，认为由2011年下半年至2015年，其它资产投资应跑赢黄金，除非出现欧元区内不少国家无法支付国债。那么，欧元区内不少国家无法支付国债的情况可能出现吗？

曹仁超：欧元区内不少国家无法支付国债是今年金价上升理由，情况是时好时坏而非一下子塌下来。

证券时报记者：您说“以美元计，表面上经济看似仍处通胀期，如以金价计，全球早已进入通缩期”，这是个很有意思的观点，能为投资者详细解释一下这种现象吗？

曹仁超：1966年至1982年，美国政府透过美元贬值去支持经济，2000年起故技重施，让全球持有美元者共同负担美国的开支。今天最大负担国是中国，透过美元贬值，中国手上的美元在过去10年失去40%左右（每年以3%速度下跌）购买力。

楼价硬着陆不会在内地发生

证券时报记者：您说“抛售一线城市房地产进军二线城市房地产，早已是内地投资地产股的共识”，这也是您的投资建议吗？

曹仁超：内地一线城市楼价已停止上升，二线城市楼价仍在上升。以过去股市经验来看，这是见顶的讯号，个人应用股市经验去分析内地楼价，不知准不准确。

证券时报记者：为什么您认为楼价硬着陆不会在内地发生？

曹仁超：内地人均收入正从2500美元一年走向2万美元一年，期间楼价是不会大跌的（上述经验来自日本、中国台湾及香港。）只有在人均收入停滞不前期，当地楼价才会大跌，例如1990年起的日本，1997年香港及2007年起的美国；因此估计内地楼价在2011年不会出现硬着陆（除非国家政策失误）。

“买入后持有”策略已死

证券时报记者：您认为内地股市，在今年下半年仍处于“牛市二期”吗？

曹仁超：A股早已进入牛市二期，直到有一天升穿2009年8月高点进入牛市三期为止。由于A股仍处升市二期，个股有作为，整体股市升幅不会大，直到进入牛市三期。

证券时报记者：您指出，“买入后持有”策略已死，那么，下半年投资者应摒弃长线投资策略吗？

曹仁超：选择性投资是牛市二期策略，如果自己不懂拣股，应该去买基金，由基金经理代劳。

证券时报记者：为什么您认为“上半年二线股大升大降的情况，相信下半年仍会继续”？

曹仁超：客观形势仍未改变，目前个别股份仍存在大升大降条件。不但下半年如此，相信明年第一季仍如此。

证券时报记者：面对“股市内有衰股、病股、害死人股，同时有好股、不寻常股及一飞冲天股”，能否结合下半年的经济形势，教散户应如何炼就一双慧眼来拣股？

曹仁超：下半年内地经济仍是好也好不了、坏也坏不了。拣股非三言两语可教晓，上述亦是大部分散户在牛市二期表现很差的理由。要投资纯利按年上升的股份，因纯利看涨，股价必升，抛售纯利前景欠佳的股份。

■链接 | Link

曹仁超投资观点

1 今年6月的内地制造业指数已跌至近50水平，加上2011年第一季日本GDP已出现负增长、美国今年第一季GDP只上升1.8%、欧元债券陷入危机，预料下半年中国GDP将进入增长放缓期。

2 有了日本前车可鉴，中国政府不应让人民币大幅升值，以免太早进入GDP低增长期，相信下半年起人民币升值速度会进一步减慢。

3 中国改革开放政策已推行30多年，目前进入类似上世纪80年代的香港情况。250多个城市、7亿人口由高铁连接起来，内地消费市场正以惊人速度发展，既是商机处处亦是危机处处。投资决策已不如从前那么容易，但不代表没有商机。

4 Oxford Economics研究表明，从1970年至2010年黄金与通胀及通缩关系看，无法证明黄金可以对抗通胀及通缩。再根据以往表现，Oxford Economics进一步认为，由2011年下半年至2015年，其它资产投资应跑赢黄金，除非出现欧元区内不少国家无法支付国债。换而言之，2011年下半年起黄金并非绝佳投资对象。在投资组合中，黄金应占5%，高于此水平不值得鼓励。

5 今年4月起一线城市房价进入呆滞期，随着中央大力开发中西部，例如重庆、成都、武汉等，抛售一线城市房地产进军二线城市房地产，早已是内地投资地产股的共识。相信楼价硬着陆不会在内地发生，但会进入调整期，例如一线城市楼价下调10%到15%，二线城市楼价上升10%到15%；内地地产股进入个别发展期，互有升降。

6 股票市场早已成为少数人赚大钱、大多数人输钱的地方。2009年10月起，股市内有衰股、病股、害死人股，同时有好股、不寻常股及一飞冲天股，投资成功与失败由你拣股去决定。买错股应及时止损，长线投资已过时。目前A股估值直逼历史最低水平。每到这个时候，就是寻找翻倍牛股的大好时机……

7 谁说“选股不炒市”不重要？趋势（trends）才是最重要因素，而非价值（value）。例如2000年投资苹果股票同投资微软，今天分别亦十分大！今天苹果市值3300亿美元，是否又到了盛极而衰的日子呢？十年人事几番新，变幻才是永恒。 （钟恬 整理）

国金证券：通胀为欧美解决债务问题之终南捷径

证券时报记者 陈英

2011年上半年，全球经济在延续不平衡复苏格局的同时，整体复苏步伐趋缓。一方面，欧美主权债务问题对全球经济复苏形成拖累；另一方面，能源价格飙升加大全球经济滞胀风险。多家研究机构认为，展望2011年下半年，全球经济有望保持温和复苏势头，但仍面临诸多挑战。

在国金证券最新的报告中，分析师刘锋认为，在一个经典的经济危机过程中，债务呈现如下转换规律，即在危机前首先会看到私人债务的大幅度增长；危机发生后，私人债务开始下降进入去杠杆化的过程，与此同时，公共债务开始增长。结合这个观点，看本次主权信用危机背景下，欧美的经济体无论大小，几乎都正在经历后危机时代的公共债务增长的阶段，一些国家甚至出现了实质性的违约风险。报告认为，公共债务的高企，对于经济增长和主权信用的影响都是非常负面的，为了降低公共债务，可供选择的政策路径，有违约、经济增长、财政紧缩、金融管制/通胀。其中，“金融管制/通胀”是美国和欧洲大国历史上常用并得益的政策路径。所谓“金融管制/通胀”，是指政府采用强制或市场的手段，使得基准利率低于通胀水平，从而事实上系统性形成对政府的补贴，稀释财政赤字。

数据显示，2011年上半年，美国经济复苏放缓程度超过预期，下行风险有所增大。美国第一季度和第二季度国内生产总值（GDP）增长率的实际值和预估值分别为1.9%和2.0%，均远低于2010年第四季度3.1%的增幅。展望下半年，美国经济复苏仍面临着多重困难，美国主权债务风险不断上升，使其财政整顿和削减赤字已经成为必然，财政刺激政策的退出，也将对美国下一步经济复苏形成考验，但主权债务违约可能性不大。

刘锋认为，目前，美国即将提高政府财政赤字上限，本质上就是又一次“金融管制/通胀”政策路径的选择。美国政府提高财政赤字上限的后果，势必要靠美联储继续扩大其资产负债表来支撑，这就使得美国财政赤字上限的每次扩张都会变成货币的扩张，从而在事实上形成货币的“量化宽松”。美国现在的经济数据也显示出，事实上已经存在了通胀和基准利率的负利差，显示出美国已经走在了“金融管制/通胀”的政策路径之上，这样的政策已经在美国经济中开始发生影响。美国这样的政策路径选择，势必使得美国的通胀在可预见之中长期未来保持较高的水平。由于这样的政策路径结构非常大，可持续性也比较强，从而将深远影响到大宗商品、稀贵金属、货币。

与此同时，2011年上半年欧洲经济整体维持复苏趋势，第一季度与第二季度欧元区经济增长率的实际值和预估值分别为2.5%和1.8%。继希腊、爱尔兰之后，葡萄牙成为因主权债务接受外部援助的第三个成员国，西班牙、意大利主权债务风险迅速上升，如若PIIGS五国最终无一幸免，欧债危机将进入更为严重的新阶段。

刘锋在报告中指出，英国是另一个货币政策目标和财政政策目标有重合的国家，英国未来通胀也有较大可能维持较高水平。欧盟的货币政策相对独立，未来欧盟应对通胀会更主动。美国选择“金融管制/通胀”的政策，将尽可能防止流动性的溢出从而影响其政策效果，对美贸易顺差最大的中国将继续在对外贸易和人民币汇率方面受到美国的压力。主权信用危机将继续困扰欧盟诸国，但欧盟诸国在事实上形成违约的可能性不大。在国债集中到期时段，欧洲诸国主权信用的危机往往会成为关注点。希腊依然是公共债务违约风险最大的国家。