

市场底正在逐渐形成

吴丰树

今年4月份以来A股市场基本上是单边下行,然而,国内经济增长仍将保持9%,整体上市公司盈利增长预计不低于15%。股市的表现与宏观基本面似乎背道而驰。

究其原因,还在于国内紧缩的货币政策。2011年以来,国内通货膨胀水平不断升高,明显超出市场预期,政府采取严厉的数量化调控手段,通过提高存款准备金率、发行央票、窗口指导等一系列手段来控制银行信贷规模的扩张,致使国内货币乘数不断下降,实体经济倍感资金压力。虽然银行名义利率并没有提高多少,但民间借贷和银行理财产品显示,紧张的资金环境已使民间市场实际利率水平不断飙升,当前部分地区一些中小企业的资金成本(年化)已达15%以上,甚至出现了温州企业借贷危机。这种情况客观上导致了国内投资者要求的资金回报率跟随上涨,致使整体股市的估值水平不断下降。

不过,经济有其自身的规律。虽然目前国内的通胀水平还处在6%以上的高位,但正处于见顶回落的过程中。随着四季度经济增长放缓,国内紧缩的货币政策转向的可能性较大,事实上,央行已经部分采取了定向宽松的措施。

当然,全面的货币政策转向还需相当长的时间。政府需要看到经济增长快速回落,通胀水平大幅度降低,局部行业或者地区流动性危机蔓延,就业市场出现比较明显的压力等一系列现象出现,才会有实质性动作。投资者对此需要有一定的耐心。

至于未来经济下滑,则大可不必担心,我们判断已经反映在市场估值当中。当前国内市场无论是整体市盈率或市净率水平都已经达到历史最低区间,即使做国际横向比较也不贵(当然这里存在一定的结构性问题,中小市值股票相对蓝筹有较大的估值溢价),整体市场已经出现了估值底。另外,成交量在不断萎缩,换手率不断创新低,大股东增持和上市公司回购等现象也逐渐增多。可以说,市场底也正在逐渐形成。(作者系华安核心优选基金经理)

经济结构演进 决定投资方向

李洪雨

目前我国经济仍处于快速发展阶段,但结构性变化也是非常明显的。如钢铁、水泥消耗增长率在逐步下降,而科技、可选消费品等仍保持在较高的增长水平,不同经济发展阶段和社会进步水平,对应着不同的社会需求状况及变化,相应衍生出不同的投资机会。

按照马斯洛的需求理论,需求分为五种,从低到高,按层次逐级递升,分别为:生理需求,安全需求,情感和归属需求,尊重的需求,自我实现的需求。每一时期总有一种需要占支配地位,对行为起决定作用。一个国家多数人的需要层次结构,是同这个国家的经济发展水平、科技发展水平、文化和人民受教育的程度直接相关的。在不发达国家,生理需要和安全需要占主导的人数比例较大,而高级需要占主导的人数比例较小;在发达国家,则刚好相反。从人均GDP这一量化角度进行考察,在人均GDP1000美元~3000美元阶段,生存型消费比重逐步下降,发展型、享受型消费比重不断上升。超过人均GDP3000美元以后,以住宅、汽车、通讯和旅游为代表的新兴消费增长点比重继续上升,约占居民消费的1/3左右,这种演变与需求层次理论也是基本对应的。

2010年,我国GDP超过日本成为全球第二大经济体,人均GDP达到4382美元,在全球处于中等水平。在不同领域的消费总量及人均消费量也受人瞩目,有人认为2010年中国已进入消费的黄金十年。

国家“十二五”规划明确将扩大内需,促进消费水平作为重要经济目标,如果能够完善社会保障、优化分配结构的话,我国经济发展模式实现由投资驱动到消费拉动的转变将不是梦想。

(作者系农银大盘蓝筹股票基金经理)

价值投资者没有不出手的理由

莫泰山

今年的秋天对于资本市场来说似乎格外肃杀,环球股市阴晴不定,动荡不已,A股市场表现也不尽如人意,似乎注定了这是一个多事之秋。

欧债危机 以动荡换太平

欧洲的债务危机将如何演化,又将如何收场?结局不外乎三种,一是部分欧元区国家退出甚至欧元解体,一体化进程后退以获生机;二在现有框架内不惜一切代价平息危机;三是以进一步的一体化解决现存问题。

退一步的方案从逻辑上有合理之处,淘汰掉实力较弱的成员,可以让欧元区“丢掉包袱、轻装上阵”。但这一方案并非上策,一是希腊等危机国不会主动申请退出;二是爱尔兰、西班牙等“第二方阵”也不希望看到退出的发生;三是欧盟现行条约中的条款,并没有允许其他成员国联合将其中一个成员国勒令退出;四是希腊的退出会大大影响欧盟的一体化进程,削弱欧盟的政治影响力,这非欧盟所乐见。

维持现状看起来更现实,但可能低估了欧洲核心国的智慧和未来迈向进一步一体化的雄心,毕竟“危”中有“机”,此时或是推动一体化的天作良机。2001年12月,时任欧盟委员会主席Romano Prodi就曾指出,欧元的运行将迫使我们引进新的经济政策工具。以目前的政治状况,还无法对此做出提议,但未来的某一天,危机会降临,而新的工具会诞生”,今天看来,这一说法卓有远见。

因此,进一步一体化或许是未来欧元区更有可能的选项。一方面,希腊等国在危机过后,会更加励精图治,这将有效消除欧盟一体化的短板;另一方面,危机也有助于在欧元区形成共识,通过改革、通过进一步一体化来寻求出路;而雄心勃勃的德国和法国,不会坐视欧盟一体化变成烂尾工程,而会致力于美好远景的达成。

另外,统计数据显示,欧元区2011年预算赤字接近GDP的4%,债务的平均水平占GDP的比率约为84%,把欧元区作为一个整体

看待,仍然是比较健康的。如果欧元区能够同心协力,应对这场危机应该绰绰有余。

欧债危机问题的解决,可能需要以一个动荡的过程,来换取太平的结局。首先,德法等欧洲核心国会思威并重,让希腊等国领略市场的无情和危机的深重,但最后一刻依然会出手救助,同时附加较为严格的条件。其次,在救助方面,德法领导人将面临国内重重政治压力,如果民众的压力持续,不排除德国领导人选择一个“祭奠的羔羊”,让德国民众明白选择不救助的代价沉重。我们都不愿看到这一进程,但它确实很可能会发生,尽管我们现在不知道这只“羔羊”是什么,或许是一家机构,或许是一期债券违约,或许是市场惨烈的下跌。所幸的是,近期民众的压力似有减退迹象,市场也已付出了一定的代价。

波动是通往盈利必经之路

近期A股市场的下跌,主要原因不在于海外,而来自中国经济自身

内在的问题。如果把中国经济比做一列火车,它已高速奔袭超过30年,目前正在逼近弯道,不仅需要刹车降速,还需要完成复杂的变轨操作。例如,要将后继无力的“外需”引擎切换为“内需”引擎、要将已过度消耗的核心零部件房地产的水温降低,以免零件失效,车毁人亡;又例如,要脱掉几节因作为“世界工厂”而赶制但已破旧不堪的车厢,因为中国终有一天会交出低成本“世界工厂”的接力棒。如此复杂的操作,在降速情况下能够完成已经不易,如果寄希望于在高速情况下“漂移”过弯,肯定危险丛生,无异赌博。如果以上判断成立,房地产调控仍将持续,或许会进一步深入;货币政策或短期微调,但在今后相当时间内都将维持中性偏紧的基调,难言放松;上市公司的整体盈利增速也将同步放缓。

这个降速转型的过程不会太短,目前A股市场的下跌已多程度上反映了降速转型的预期,还须观察,市场在超跌后会有反弹,估计股指在相当时间内都将维持平淡。不过,展望未来,如果我们不自乱阵脚,

操控得当,中国强劲的内需终将脱颖而出,彰显成色。对于经济转型和低迷的A股市场,我们不仅需要耐心,也需要信心,方能守得云开见月明。

股指将在相当一段时间趋于平淡,上市公司业绩的内生增长将成为创造盈利的重要渠道,而相关投资标的的选择,需要清醒的思路和前瞻的眼光。例如,要选择那些转弯过程中不会被甩下的公司,选择那些转弯过程中能占据有利地位的公司,选择那些转弯完成后得益于新引擎推动的公司。只要肯下功夫,认真求证,还是可以发现一些以低于10倍的市盈率交易,但未来几年能够稳健增长20%以上的龙头优势企业。价值投资者似乎没有不出手的理由,不过出手之前,我们要有足够的心理准备,降速转弯的过程中,难免颠簸,对于一个中长期投资者,如果希望在中期内取得较好的投资收益,就要接受这种波动,因为这是通往盈利的必经之路。

(作者系重阳投资高级合伙人、总裁、投决会副主席)

医疗器械业的出路在于技术创新

证券时报记者 杜志鑫 张哲

经过近一年的调整,目前医药股估值已降至25倍左右,许多医药个股估值处于历史底部,而中国的医疗器械行业相对发达国家而言,仍有较大的发展空间,如何看待医疗器械行业的发展空间,如何把握医疗器械行业的投资机会?证券时报记者就此专访了新财富最佳分析师、中投证券医药行业首席分析师周锐和汇添富医药保健基金基金经理助理周睿。

证券时报记者:在中国经济转型的背景下,医药行业的发展前景怎样?未来医药股在股市总市值的占比会否大幅增长?

周锐:受中国老龄化、生活水平提升、政府持续投入等因素影响,医药行业是我中长期增长最确定的行业,如我国医疗卫生费用占GDP比重约5%,远低于美国的16%。2007~2010年末,医药股占A股总市值的比例分别为1.56%、2.48%、2.78%、4.41%,2011年10月14日占比为4.02%,预计该比例将稳步缓慢提升。

周睿:我们中长期依然看好医药行业的发展前景。首先,一直以来驱动行业发展的因素都没变,例如人口老龄化、罹患慢性病人比例不断增加、老百姓的支付能力提高等。其次,新医改推行后政府投入了近百亿资金,医保覆盖率和水平快速增加,这些对医药行业长期发展都是利好。借鉴海外经验各行业发展市值占比发展经验,从中长期发展来看,医药股在股市总市值的占比有望持续增长。

证券时报记者:经过今年的下跌之后,医药行业的估值水平是否合理?

周睿:医药板块经过近一年的调整,估值的泡沫已大为缩小。目



前来看,如果结合行业增速来看市盈率水平,市场已经进入了可投资区间,虽然医药行业相对大盘估值而言有溢价,但与行业历史水平纵向比较已经很低。

周锐:经过今年的调整,医药板块整体估值水平25倍左右,许多医药个股都处于历史底部区域,配置的安全性正不断提升,随着今年逐渐接近尾声,估值切换将逐步展开。医疗器械公司的估值水平比医药板块稍高(注流器械公司估值35~40倍),主要是医疗器械不受药品降价影响且上市公司业绩增速较快。

证券时报记者:中国目前医疗器械行业处于何种发展阶段,与发达国家相比,未来的发展方向在哪里?

周锐:国内医疗器械行业经过近30年发展,取得了初步成绩,但与世界一流公司相比(收入规模、技术、业务范围等),要走的路还非常长。国内医疗器械行业各细分领域的发展情况也不一样,

如常用医用耗材和大中型医疗设备领域国内企业相对成熟,在国际市场上的竞争力也较强;在心血管支架和创伤骨科等领域,虽然本土企业在国内市场已占主导,但海外市场才刚刚起步;还有些领域处于初始起步阶段,如心脏起搏器和人工耳蜗等。

国内医疗器械行业的出路首先是技术创新,把高端市场从跨国公司手中逐步抢过来;另外,要走依托本土市场走全球化道路,毕竟海外市场空间巨大。

周睿:中国医疗器械行业目前还处于成长期,尚处于进口替代的过程中,我们与发达国家相比,行业还有非常大的成长空间,主要体现在:首先在国家加大对卫生事业的投入和日益增长的居民健康需求的背景下,医疗器械行业需求增长非常快;其次我们在技术层面与海外企业差距较大,进口替代空间很大;最后政府在医保支付方面,对医疗器械的政策支持力度偏弱,在海外,医疗器械可以进入医保范围,

预计国家会在这个方面加大补偿的力度。

证券时报记者:从投资上来讲,应该如何把握医疗器械行业的投资机会?投资逻辑和投资路径是什么?

周锐:医疗器械行业细分领域众多,尽可能选择空间较大且增速较高的细分领域,如家用医疗器械,骨科等植入性医疗器械;在个股选择上,在中高端领域要看企业的创新能力,中低端领域要看企业的横向扩张能力,因为医疗器械行业处于高速增长阶段且未来成长空间巨大,龙头股往往是相对较好的选择。

周睿:如果说2010年是医药股的盛宴,2011年更多需要精选个股,因为个股分化剧烈,需要寻找更具确定性的股票。从医疗器械行业来看,我们更看好具有品牌影响力、具有渠道优势或者可以生产替代进口产品技术驱动型公司。今年年底到明年一季度,医药股将面临市场的估值转化,或将迎来跨年行情。

融通基金: 继续等待市场坚实底部

融通基金研究部10月份行业配置报告指出,由于上市公司盈利增速仍在高位、通胀仍在高位、基金仓位仍在高位、风格估值差异仍较大等市场性问题还没有得到很好的解决,从中长期看,中国经济增长动力还在寻找中,市场坚实的底部还需要等待,第四季度市场存在反弹空间,不过操作难度将会较大。

融通基金表示,市场底部往往来自于短期资金的恐慌离场和长期资金的坚定入场,就目前情况看,真正能吸引长期资金的资产盈利预期和隐含收益率水平都未真正下降,市场结构难以支撑坚实底部的出现。进一步讲,由于后金融危机影响,一方面投资者情绪容易按图索骥,提前反映悲观情绪;另一方面,产业资本也容易出现风险约束,在经营、投产方面较谨慎,因此,经济、通胀和企业利润率从高点回落可能都是一种渐进而缓慢的过程。从股价目前运行的态势看,有可能出现“黑天鹅”事件,不过,市场通常会在“黑天鹅”出现前大幅下跌,“黑天鹅”出现时否极泰来,风险的释放可能会快于正常水平。从市场的内在规律看,经济和行业对股市的支撑可能出现在四季度。(方丽)

基金经理信心抬头

融智评级数据显示,中国对冲基金管理10月A股信心指数为115.74,超过中性观点临界值100,表明基金经理对10月A股市场持中性偏乐观态度。证券时报记者走访中发现,相当一部分基金经理认为,目前市场已可看到些许政策曙光。

据悉,国庆节期间公开市场净投放1390亿元,市场间利率连续几日小幅下行,市场资金面已略显宽松。另外,中央汇金公司在二级市场自主购入工、农、中、建四大行的股票,释放了积极信号,令A股市场强劲反弹。

海富通国策导向基金拟任基金经理牟永宁表示,A股市场经过这段时间的持续下跌,底部已隐约浮现,短期内出现反弹是大概率事件。投资成功的关键,是看你能不能在低位准确捕捉到投资机会,能不能抓住受益于国家政策的行业和相关个股,特别是那些符合国家长远经济战略和规划的行业和个股,未来有很大的成长空间。

牟永宁认为,应重点关注“十二五”规划为主线的四大投资主题。一是要关注区域规划,全面掌握区域经济发展的战略、空间布局以及结构调整的重点和方向;二是要关注服务业、现代能源产业与综合运输体系建设,包括海洋经济发展中的热点行业和个股;三是要关注扩大内需战略;四是要关注加快建设资源节约型环境友好型社会的行业转型机会。(程俊琳)

四季度提前布局 债市明年或迎收获季

证券时报记者 李添彦

在流动性紧缩、城投债信用风险等多重因素影响下,前期债市出现暴跌行情。四季度债市能否否极泰来?国投瑞银优化增强债券基金经理李怡文接受证券时报记者采访时表示,随着通胀趋势性见顶回落,流动性若不再大幅紧缩,债市将面临较好的市场环境,四季度更多是为明年行情提前布局,明年或是债市收获的季节。

李怡文认为,在目前时点上,

由于城投债已遭遇投资者大幅抛售,收益率上升到非常高的水平,不再是市场所担忧的最主要问题。城投债的主要风险是流动性风险和估值风险,系统性违约风险并不大,解决城投债问题,关键还需跟踪流动性何时出现逐渐改善的势头。

李怡文表示,转债市场相对前期而言更为乐观些。在目前价位,采取卖出行为不太可取。从最近走势看,市场对通胀下行已有一定的预期,这在利率产品上已有所反

应。按照传导原理,收益率下行应该会从利率产品传导到高级产品上。目前市场上的可转债,尤其是大盘转债,虽然其收益率比上纯债,但收益率已处于4%以上甚至5%的较高水平。未来或许会有小幅下跌风险,但相比纯债,这种下跌风险可控。李怡文表示,自己的策略是不会卖出,至于什么时候大规模买入还需再观察。

在李怡文看来,流动性如果不再大幅收紧,债券市场将面临较好的市场环境。她认为通胀出现趋势性下跌的概率正在加大,最近两周

大宗商品除了黄金,包括铜、锌、农产品等都在调整,这说明输入型通胀压力正在减弱,将有助于减轻通胀压力。从目前形势来看,未来通胀下行或许会超过之前预期。

具体到操作策略,李怡文表示,总体来说,会先考虑利率产品,再看信用产品。利率产品最近下降10多个基点,对债券市场今年的行情而言已属理想。在信用产品上会关注高评级、久期相对较长的信用产品,这种产品的空间可能比十年期国债更大一些。