聚焦 FOCUS 上交所证券市场形势和证券公司创新座谈会

胡汝银:中国证券市场全球吸引力将不断提升

证券时报记者 黄婷

昨日，上交所召开“下半年证券市场形势和证券公司创新座谈会”，该所资本市场研究所所长胡汝银在会上表示，经济增长方式的转变和经济结构的调整需要充分发挥资本市场资源配置的作用，充足的居民储蓄也面临巨大的财富管理需求。

胡汝银表示，上交所目前已经成为全球排名第二的证券市场，但市场整体规模还远远不够，证券化率只有50%左右，去年全年企业部门通过证券市场的融资仅占20%左右。快速发展的实体经济对资本市场的服务需求与日俱增，目前沪深两市2436家上市公司还不到全国股份公司总数的10%，而同为发展中国家的印度孟买交易所就有5000多家上市公司。另一方面，充足的居民储蓄面临巨大的财富管理需求。根据相关机构的一份研究报告，中国财富市场总值为16.5万亿美元，已位居全球第三，并以25%的年均复合增长率快速增长。在财富管理机构中，商业银行占60%，证券公司仅占20%。这些都为我国资本市场提供了难得的发展机遇和广阔的空间。

胡汝银认为，过去半年多时间里，证监会采取了倡导价值投资、深化新股发行制度改革、完善上市公司退市制度、健全上市公司分红制度、保护中小投资者权益、促进债券市场发展、推动长期资金入市、降低市场税费、推动证券公司创新等一系列改革创新措施。这些措施为证券市场进一步改革和发展指明了方向，夯实了证券市场长远发展的基础，其效果必将在市场未来发展中逐步显现。目前，中国上市公司的治理水平显著提高，运作风险明显降低，这些都将提高中国证券市场的全球吸引力。

A股市场进入长期投资起步区域

英大证券

今年以来央行两次下调存款准备金率，并于6月份降息0.25个百分点。政府亦启动一系列稳增长政策，通过加快项目审批进度等方式为经济增长助力。今年5月份新增信贷7900亿元，超出市场预期。房地产市场出现降价放量，4月份消费者物价指数（CPI）、生产者物价指数（PPI）分别为3.4%、-0.7%，通胀受控。随着时间的推移，我国经济形势将逐渐好转。

从A股资金供需角度来看，A股融资规模趋于下降，2009和2010年为全球新股发行（IPO）冠军，2009~2011年A股融资额分别为5150亿元、10086亿元、6818亿元，今年1~5月份融资额1688亿元，呈逐渐下降趋势。另外，大盘股资源逐渐减少、中小盘股票估值逐渐回落导致再融资及套现的压力减小，再加上监管层鼓励上市公司债券融资等，这些措施都将缓和扩容压力。在资金供给方面，货币政策由偏紧转向稳健再转为宽松，为市场流动性好转提供了基础。另外，去年底以来，二级市场重要股东增持数量开始增加。新股发行市盈率（PE）趋于理性，2010年为58倍、2011年为40倍、2012年一季度为30倍、今年4月已回落至20倍。同时，今年6月1日起减免部分交易规费、长期资金入市启动——广东1000亿元社保基金试水、合格境外机构投资者（QFII）投资额度由300亿美元增加至800亿美元，以及两大证券交易所采取严格措施限制新股价格等政策，将有助于改变2010年及2011年资金失衡的状态，为市场带来一轮新的发展期。

从A股市场表现看，截至6月12日，上证综合指数年初至今上涨4.11%、沪深300上涨8.29%、深圳成分指数上涨9.77%。从估值角度方面，以近段时间的低点2132点计算，全部A股的市盈率（TTM）仅为13.13倍，2012年动态市盈率仅为12.88倍，市净率（PB）仅为1.85倍，且沪深300指数PE、平均市净率（PB）均已低于标普500水平。从纵向比较来看，目前整体估值水平处于历史底部区域；从市场结构来看，大盘股整体估值已经处于历史底部；从股息率的水平来看，按照2010年的分红比率，2011年上市公司业绩同比增长20%左右，大盘成分股的股息率水平已经高于同期一年期的存款利率，投资价值逐渐显现。另外，从一些大盘蓝筹股大股东的增持行为、汇金公司增持银行股来看，大盘蓝筹股目前的投资价值已经明显增强。监管层鼓励蓝筹股投资，推动价值投资，弘扬股东文化等举措，可能会正面激励投资行为。在政策的强烈推动下，2132点成为底部的概率增加了。

总体来讲，A股经过4~5年的调整，目前无论是点位还是整体估值水平均处于相对较低的水平，2012年在全球流动性局面好于2011年、我国经济走好导致预期向好、欧债不会出现极端情况的前提下，A股市场将逐渐步入长期投资的起步区域。

蓝筹股必须有所作为也大有可为

东方证券

在当前券商创新和经济转型形势下，蓝筹股必须有所作为，也大有可为。

通过美国和中国的对比，可以发现A股蓝筹股的几个特点：首先，市场估值较便宜，投资价值凸显。2012年的预测市盈率，沪深300是9.1倍，上证50只有8.4倍，仅高于银行板块的5.6倍，低于次低板块建筑的9.9倍，也低于全部A股的10.6倍。低市盈率显示出显著的投资价值。

证监会一直鼓励价值投资、理性投资，得到了投资者的响应。今年以来，蓝筹股的收益处于中游水平。截至6月13日，上证50累计收益8.48%，沪深300累计收益8.96%，低于深证的10.59%，高于上证的4.43%。

蓝筹股的贝塔系数较高，一定程度上反映了经济放缓。经历了近一年来的紧缩，地产和宏观经济中的泡沫被挤去不少。目前，温和的保增长政策持续出台，经济企稳可期。在这样的背景下看，蓝筹股确实处在一个估值低点，未来将可能随着经济企稳而回升。

同时，蓝筹股分红比例逐年提高，但仍有较大提升空间。研究发现，过去5年里，A股市场分红的公司绝对数量和相对数量都逐渐上升。2010年实现分红的公司达到1300多家，占所有公司数量的65%。然而，实现连续5年分红的公司只有377家。

对每年实现分红的企业统计发现，从2008年以来，年均股利达2.2%左右。但如果放宽统计范围到指数包含的全部个股，上证50同期综合股利约2.02%，上证综指约为1.87%。股利数字比同期道指的年均2.80%仍有差距。

针对A股蓝筹的特点，要继续提高蓝筹股投资价值，建议从下面三个方面着手：第一，推动蓝筹群体向服务业和高科技升级；第二，提高分红比例，回馈股东、吸引增量资金；第三，坚持产品创新，打击投机和扰乱市场的行为，营造推崇价值投资的氛围。

从2005年至今，A股蓝筹的净资产收益率水平平均在18%左右，而道指是27%左右。从中长期看，中国经济正处在进入调结构的深水区，物流、餐饮、资讯、互联网等服务型行业和高科技行业将涌现出越来越多有影响力的高质量公司。如果在上市审核上善加引导，将促进社会资源合理配置、推动产业转型，也推动蓝筹股自身进化。

在美国，风格稳健的公募基金和养老金是蓝筹股的忠实拥趸。通过持续稳定的分红，蓝筹股将具备固定收益的属性，成为保守资金的选项。如果在持续稳定的基础上，还能维持较有吸引力的股利，将能够有效吸引社保、保险、企业年金等体量较大的保守资金。

倡导企业坚持分红、多分红，既要从意愿入手，也要从能力入手。一方面，要坚持促进改善企业治理、提高盈利能力，让企业有能力维持稳定的业绩；另一方面，要让市场真正看到蓝筹股对增量资金的吸引力，看到坚持分红带来的估值提高。

股市具备小牛市基础

国泰君安

展望下半年，随着通胀压力降低，维持经济的稳定和结构转型成为首要任务。如能在经济转型中塑造新的增长动力，那么股市将孕育着中长期的投资机会。

就短期股票投资来讲，需要关注两件事情：第一，经济转型中会发生哪些现象，出现哪些问题，如何深刻把握背后的经济实质；第二，经济转型对股市影响的逻辑以及如何把握转型带来的投资机会。

从2008年底应对金融危机保增长，到2010年下半年抑制通胀，再到今年稳增长和结构调整，中国经济进入了一轮中长期增长新动力的塑造阶段。年初以来，财政政策以结构性减税为主，提高经济主体资源配置地位；货币政策以稳步推进利率市场化为主，推动金融企业的产品和价格竞争，释放经济增长活力。对外经济也进入了人民币国际化和汇率波动自由化的深化阶段，对外经济关系进一步开放。政策的大方向已定。

另一方面，今年以来经济数据表现出几个新特征：M_1增速持续保持低位，工业增加值增速下滑，经济增速也明显回落。伴随这一过程，房地产销量却平稳回升，近期房价在上海、北京等地略有回升。工业企业投资意愿降低和利润下滑并没有明显影响到居民收入预期和消费倾向。这些表象与以前的经济周期特征不同，当人口红利不再，经济的增速回落并不会造成就业压力，居民的收入预期稳定，消费升级带动第三产业发展需要大量的劳动者，经济自身进入了充分就业带动就业的消费主导期，这一阶段也被称为经济增长的“白银时代”。这一阶段政府在充分释放经济活力的同时，逐步提高民众的福利水平，保持社会分配公平，就可大体保证经济的稳定。

从工业角度讲，由于人口红利的消失，中国在国际分工中以低劳动力成本谋取优势的时代将过去，城市化和工业化从过去的加速期进入平稳增长期，工业面临着需求增速回落和成本推动的结构转型，整体投资意愿降低，部分产能过剩行业进行产业整合和产品升级。企业盈利增速也进入了一个缓慢增长阶段，但这一阶段的产业整合并不会带来大量的企业倒闭和失业增加，产业的整合将体现为资产负债表的收缩，而不是企业破产。主要是前阶段经济增长中，各企业都获得了大量盈利，企业的关闭只是资产收缩而不是破产倒闭。所以政府也可以放心地让企业自主选择新的投资方向和经营规模。

我们认为：转型期中，经济具有充分就业带动就业的良性增长基础，工业企业适应成本和需求变化调整经营而出现的投资低速增长并不影响经济大局，中国将进入稳定增长时期。就股市来讲，我们并不认为转型期可能出现的阵痛会造成股市的持久低迷。由于转型期消费增长的稳定性，股市具备小牛市格局的基础。就下半年来讲，随着稳增长政策力度的加大，经济会逐步找到稳定增长的基点，股市会延续上半年小牛市格局，更上一层楼。从投资逻辑来看，可以关注以下几个方面：

1、利率市场化的进程会进一步加速，能够跑赢通胀的金融创新产品将会继续扩大规模；非银行金融企业将获得第二次发展机遇。

2、随着稳增长政策推出，投资相关行业将止住下滑态势，行业龙头公司将进行整合和产品研发创新，将逐步出现一些投资机会。推荐高铁、城轨投资相关公司、工程机械。

3、随着房地产中长期政策的日渐清晰，房地产的预期将更加稳定，需求将进一步回升，我们继续坚持去年三季度以来对房地产企业的推荐。

4、就经济转型来讲，大部分行业进入了大型化阶段，规模效益特别明显，蓝筹股的投资价值越来越明显。

5、消费的稳定增长是经济稳定的重要表现，随着稳增长政策推出，下半年消费类股票也将迎来估值切换的行情，重点推荐食品饮料和医药。

影响市场的重要因素正在转好

招商证券

目前，通胀压力明显减弱，货币政策环境比去年有所好转。去年中国经济和股市最大的压力来自于通胀以及相应的货币政策紧缩。但是今年年初以来，通胀压力明显缓解，5月份CPI已经回落至3%，预计下半年会回落至3%以下，银行间市场的利率水平普遍明显回落，资金面的压力得到政策改善。

同时，“稳增长成为宏观调控的首要目标，市场对经济增长的信心有所恢复。去年年初以来，中国经济增长速度逐季回落，去年经济增长10%左右，今年年初经济增长8%左右，二季度的增长水平可能只有百分之七点几，很多企业和行业明显感受到经营下行压力，在这种情况下，中央及时调整政策基调，一季度国务院强调要预调微调，二季度温总理明确提出要把稳增长放在更加突出的位置，投资者对经济增长的信心有所恢复。

估值方面，“股票市场的估值水平处于历史底部附近。截至上周末，全部A股的市盈率只有13.7倍，按2012年业绩预期的动态市盈率只有11倍，估值水平处于历史上的底部附近。横向比较，A股市场和国际重点市场譬如美国、德国、日本、韩国、香港等股市的估值相比基本相当，或略有溢价，整体上看，估值水平已经不高。

当前证券市场改革有序推进，市场制度逐渐完善。年初以来，在证监会主席郭树清的领导下，资本市场的一系列制度性改革正在快速有序推进，同时倡导价值投资理念等，投资者信心有所恢复。

总体上，今年和去年相比，市场的几个重要影响因素有向好的方向转变的迹象。

股市不确定性中蕴涵投资机遇

中金公司

尽管A股在2012年面临着诸多挑战，但部分风险因素已经被估值水平不断的下降所反应，市场情绪开始偏向预期政策面转暖。同时，从中长期来看，市场制度层面的变革将培育A股较好的投资机遇。

首先，部分风险因素已经被估值水平的不断下降所反应。当前A股整体市盈率接近历史最低水平，部分蓝筹股板块估值水平已经低于2005年和2008年时的最低水平，显示投资者对未来经济和盈利下行风险已有较为充分的预期。市场风险偏好很低，风险溢价很高，意味着当前估值水平具有一定安全边际。

其次，从企业盈利的情况看，从2010年一季度至今，A股盈利增速已经连续8个季度下滑，而从2007年一季度盈利增速见顶至2009年一季度盈利增速见底同样也是8个季度，也就是说当前A股已经经历了一个较为完整的盈利增速下降周期并步入筑底阶段。虽然本次盈利筑底所需时间可能略长于过去，但从同比增速看，下半年A股盈利同比增速见底并略有反弹将是大概率事件。因此，我们判断市场下半年对于经济增速触底回升的预期将逐渐升温，从而为A股带来一定的上升机会。

再次，从宏观政策面上看，市场当前对于信贷政策的放松和房地产政策的放松都开始转向乐观。虽然从理性的角度看，就目前的情况而言，信贷政策和房地产政策的大幅放松仍是小概率的事件，但考虑到预计经济增速下滑在二季度将接近甚至达到7.5%的容忍度下限，下半年包括降息和降准在内的政策进一步调整仍有很大可能性。同时，随着“稳增长”政策力度加大，三季度货币信贷增速有望出现阶段性反弹。这些举措都有望使得市场资金利率水平有所下降。我们认为，这一因素能够推动股市三季度出现估值修复10%~15%左右。

最后，不容忽视的一点是，市场制度变革对于A股的影响显著增加。一方面是证监会对于股市制度改革推进的步伐显著加快，短期内就陆续出台完善了包括引入长期投资者，完善新股发行、退市、分红等在内的各项制度，并加大了打击内幕交易和炒新炒差等违规和非理性交易行为的力度。另一方面，A股交易行为中出现了越来越多的套利交易。随着资本市场制度的完善，股市在金融资源配置和投融资活动中的地位将得到很大的强化。我们认为，金融创新是资本市场实现更重要的资源配置功能的先决必要条件，而且金融创新本身也会进一步加大市场的深度和广度，引入更多的资金，从而为股市的中长期健康发展打下坚实的基础。

未来股市将呈震荡向上格局

中信证券

总体来看，下半年美国经济基本面微弱复苏，欧洲经济基本面触底是大概率事件。对于市场关心的欧元区危机，我们认为，爆发系统性风险的可能性非常小。

在海外下半年爆发系统性风险可能性很小的情况下，国内经济呈现弱复苏或者至少“L”形走势则是大概率事件：即今年二、三季度经济依赖政策支撑，四季度至明年一季度经济依赖库存出清推动的自主性复苏，而明年一季度政府换届“两会”后一些中长期的实质性改革措施会陆续推进，利好中长期经济走势，股市从预期到基本面也将陆续得到支撑。

支撑该判断的论据有三个：首先，在以效果确定力度的风格下，宏观经济政策放松对需求面有持续的支撑和拉动效果；从最近的降息来看，已经包含利率市场化这样的长期改革的实质性措施。其次，工业行业在今年三、四季度之间会陆续从主动去库存阶段切换到被动去库存，而其生产恢复的时机会更早一些。再次，在降息及其预期，以及差别化购房政策的影响下，房地产行业去库存的速度会加快，投资增速最快应该在9月份左右见底回升。

去年以来，在国内经济软着陆的大背景下，实体经济资金需求下降，而资金供给相对宽松，导致全社会资金面的相对宽松和利率整体下行；进入降息周期后，我们整体判断下半年流动性仍将保持宽松，利率下行是大概率事件。虽然股市在今年下半年资金供给层面整体偏好，但其资金需求也在增加，主要来自限售股解禁的压力明显增大等。

综合考虑以上方面，我们预计全部A股上市公司2012年盈利同比增长4.7%，二季度同比小幅增长3.3%，三、四季度分别为6.4%和9.8%。其中，银行业2012年同比增速为13%且逐季下滑。

从短周期来看，按照投资时钟理论，股市在经济底部、利率下行及风险偏好提升环境下相对吸引力进一步上升，配置价值将缓慢提升，但这个过程可能非常缓慢，且易受各种不利事件的扰动，表现在股市上则是震荡向上的格局。在这一格局下，结合基本面中长期改革的基调，我们建议投资者先持有价值型的周期股，再逐步切换到有业绩支撑或政策利好的成长股。