

暴雨后股市将迎彩虹

单磊

今年以来,国内外经济形势难言乐观,A股市场也在不断震荡调整,但我们认为,经过暴风雨般的洗礼后,仍可能迎来彩虹。

货币政策方面。当前信贷需求低迷,货币增速连创新低。经济与物价下行、人民币汇率弹性增强使得后续货币政策空间扩大,无论是下调存准或是降息都有可能。

财税政策与产业政策方面同样存在亮点。近期,政府已意识到当前经济的复杂性和下行压力,这使得扩大信贷、加快大项目审批、推进结构性减税、鼓励消费和小微企业创业、打破垄断鼓励民间投资进入等可能成为下一步的政策亮点领域。

企业盈利速度也在释放信号。2012年很可能是GDP、PPI(CPI)、销售收入、利润增速四个低点的叠加,2013年四个指标的共振反弹是大概率事件,因此对于A股长期价值与表现并不悲观。

从跨类资产收益及风险对比观察,将股市整体PE与一年期贷款利率的倒数相比较可发现,A股已位于深度价值中。历史上该现象出现过两次,都奠定了日后的牛市或反弹。

我们预期,市场在充分消化内外部经济与金融利空冲击、中报盈利下滑等利空因素后重建底部,并在政策温和持续出台背景下获得估值修复带来的投资机会。

(作者系华安基金首席策略分析师)

通胀加速回落 经济正在企稳

魏伟

最新数据显示,5月工业增速小幅反弹0.3%至9.6%,工业回落趋势放缓,主要由于下游地产汽车行业的回升,而中上游依然拖累经济增长。预计6月工业增速将加速探底,但随着稳增长政策力度加大以及下游的持续复苏,二季度工业增速有望成为年内最低点。三驾马车方面,考虑到新开工和基建投资增速的回升,预计投资增速回落趋势将放缓,消费名义增速下滑、实际增速企稳,而贸易增速也将逐步企稳回升。综合来看,2012年下半年,下游需求仍将成为拉动经济回升的主要动力。

从5月宏观数据来看,通胀的加速下行将给予宏观政策以较多的调整空间,降息周期已开启,未来预期降准仍将继续,随着资金利率的下降和信贷的放松,房地产市场正在迅速回暖,基建项目也在加快审批,国内经济正在呈现企稳迹象。但经济是否在企稳后有较强的上升动力,仍需观察。

(作者系农银平衡双利混合基金经理)

做好投资 需先做好自我管理

何云峰

最近与一些上市公司的董事长进行访谈,感触颇深。我们也许可以从宏观和行业层面寻觅诸多优秀企业的成长路径,但却无法精确解释和定量分析同行业中不同企业的经营差异,尤其是在企业行业地位和竞争力貌似差别不大的发展初期更难甄别,而最终不同企业的发展结果确千差万别,相去甚远。管理者的管理能力起了决定作用。管理者的气质决定了其管理的公司能做多,能走多远。

国学大师南怀瑾在《漫谈中国文化》中提到,管理学最重要的是老板思想的管理、情绪的管理。个人管理、自我管理是最重要的。管理者的内在修养和秉性决定了其管理公司的行为方式,从而也深刻影响了其管理公司的发展轨迹。

股票市场的巨大波动性使得投资者的情绪跌宕起伏,如果不能很好的控制个人情绪、做好自我管理,即便是资质优秀的投资者也往往会做出非常盲目和错误的投资判断和行为,而由此产生的不良后果又对其下一步投资行为构成负面影响。因此,要想做好投资,需先做好自我管理。

(作者系易方达积极成长基金、中小盘基金经理)

选股应趋势与价值相结合



卓蔚文

目前国内有2400多家上市公司,涉及各行各业,并触及社会、经济和政治的各个层面。投资者时间和精力有限,如何在复杂多变的 market 环境中保持事半功倍?趋势判断很重要。其中,基于宏观经济发展趋势做出大类资产配置判断,并判断股市基本趋

势,是投资之纲。而在区间震荡的 market 环境下,行业选择和个股选择尤为重要。

从当前经济发展趋势看,近两年内出现大熊或大牛的几率不高,区间震荡是大概率事件。随着消费者物价指数(CPI)逐月回落,当前调控政策的导向逐渐从2011年的控通胀转向稳增长和调结构,管理层有资源也有能力稳住经济,保住8%的国内生产总值(GDP)增速。今年国内经济增速“前低后高”是大概率事件,“经济内生力量向下、政策外生力量向上”,政策环境是今年股市的积极因素之一。但不可否认,中国经济的潜在增长率正在下降,下半年经济增长恢复的斜率会很低。长期来看,由于粗放的投资增长模式难以改变、收入分配制度改革难度大、人民币升值和人口红利消失等因素影响,经济增长或进入一个较长时间的下降周期。

其次是资金面趋势。与去年相比,今年的货币政策略有改善。去年货币政策偏紧,央行年内6次上调存款准备金率、3次加息。随着通胀压力逐渐缓解、释放,今年货币政策环境会比去年有所好转。截至目前已两次下调存款准备金率,并自2008年12月后首次降息。与去年资金市场利率高企、市场整体非常紧张的流动性相比,自去年9月起折借利率、十年期国债利率等已明显下行。经济体本身的资金需求下降,而资金存量又大,利率下滑基本确定。

目前来看,股市未来发展存在诸多不确定性。如果经济能稳住、企业整体利润不会下滑太多、国家政策配合,外国经济不再出现更大问题,A股市场会慢慢上涨。随着股市赚钱效应逐渐显现,社会上闲置资金进入股市,指数在这种冲力下上攻2600点或2700点是可能的。

除趋势判断外,价值判断也是投资过程中的核心环节之一。从行业趋势和公司竞争能力出发,在震荡市场中“赚业绩的钱”。现在公开信息非常多,个股业绩大家都会看,但业绩的一致预期会与实际相差很大,也不是一成不变。随着经济环境、行业生命周期不断调整,面对市场一致预期要有独立思考能力。

自去年开始,市场存在一部分声音,认为银行股估值处于历史底部区间,只有10倍估值,而业绩增速却非常高,保持在20%~30%,存在明显低估,因此具有很高的投资价值。但个人认为,这只是表象。从未来趋势看,银行业的息差正处历史高位,

未来在金融脱媒过程中,面临存款成本上升的挤压和贷款端对公贷款竞争压力,这是一个长期的趋势,息差面临下降,同时还面临着坏账问题,其行业未来成长性有限。从目前银行股表现来看,估值正在进一步下降,近期更是出现多只股票跌破净资产的现象,整体没有趋势性投资机会。

今年A股结构性机会较多,不同行业业绩分化严重,即使是同一行业,不同公司表现差异明显。以消费股、医药股为例,这些非周期性板块未来会进入“这个股时代”,所以选股眼光非常重要。

(作者系中欧基金副总经理、投资总监)



投资大视野

银行股批量破净 长期投资价值显现

证券时报记者 方丽 李活活

有着亮丽的财务数据,最低的市场估值,目前银行股在A股非常尴尬—总体1.1倍的市净率,5至6倍的市盈率,多只银行股接连“破净”。相比其他行业,银行股的股价目前堪称“白菜价”。银行股有多大投资价值?近期政策对该行业有何影响?本期圆桌论坛邀请了南方基金首席策略分析师杨德龙、大成基金银行业研究员张正、国投瑞银基金金融行业研究员吴士金,共同探讨这一问题。

银行股低估值 反映前景预期悲观

证券时报记者:近期,多只银行股接连“破净”,业绩优秀的银行股不涨反跌,您如何看待这一现象?

杨德龙:近期银行股下跌反映了市场对经济下行的担忧。市场担心实体经济下滑,企业经营出现困难,导致银行产生呆坏账。此外,随着市场流动性下降,银行股市值过大,持续盘整后也会出现下跌。

张正:银行股的持续低估值反映市场对银行未来增长前景的预期极度悲观。一是对以平台贷款和房地产贷款为代表的资产质量的担忧,市场认为银行资产规模和利润快速增长的同时也潜藏着巨大的风险,因此对高业绩没有太大反应。二是金融脱媒和利率市场化的潜在冲击,市场认为银行基本面进入下行通道,净资产收益率(ROE)水平会不断下降,未来利润会逐步受到挤压。加之,2008年金融危机后,诸如新资本管理办法在内的严格监管环境也对银行经营形成较大挑战,导致银行估值中枢不断下移,频繁的再融资使得市场选择以低估值反向遏制银行的再融资行为。

吴士金:造成银行股低估值和股价压力的原因主要有四方面:(1)未来银行业的息差处于收窄趋势,尤其是利率市场化的推进以及其他融资渠道的培育,会加剧息差收窄的过程;(2)在银行业总资产规模超过100万亿,存量货币规模接近90万亿的情形下,资产泡沫和高通胀迫使未来的货币增速放慢,从量的角度不可能再延续过去十年年化接近17%的高速扩张;(3)更重要的是,国内银行业十年来并没有经历过真正的宏观衰退期,资产质量可能在较差的宏观环境下曝光;(4)信贷较多地投向公共领域以及缺乏经济性的准公共领域意味着长期的风险,未来银行不可避免的要为一些投资项目埋单,这一块恰好是市场最看不清楚的地方。

证券时报记者:在银行面临的各种隐忧中,有人认为地方融资平台的贷款风险是银行业资产质量面临的最大挑战?您对此如何评估?

杨德龙:除再融资外,地方融资平台的问题是压制银行股价的重要因素。去年审核的地方融资平台的规模大约是10万亿,但加上隐性负债,真实规模是多少还没有定论。过几年,如果有一部分地方融资平台的贷款成为坏账,可能由银行承担大多



吴比较/制图

银行股未来投资策略的判断取决于市场对宏观经济的判断。短期内,银行股仍有一定的调整压力,但考虑到估值已经非常低,中长期的投资价值已显现。

银行股仍处调整格局 具备防御配置价值

证券时报记者:谈谈您对银行股未来走势及投资策略的判断,现在是否是银行股买入时机?

杨德龙:短期看,考虑到经济面没有改善、银行息差减少等不利因素,银行股还有继续下跌的可能,但空间不大。长期看,只要经济不出现大的系统性风险,银行股还是有配置价值的。对于大资金来说,当前很多银行股的分红收益率已达到4%以上,超过一年期定存利率,如果追求稳定的回报,逢低买入银行股是不错的选择。

张正:银行股未来投资策略的判断取决于市场对宏观经济的判断。短期看,银行股的防御价值仍在,本轮非金融性企业去杠杆、去库存的压力或将高于2008年,未来非金融类上市公司盈利预测将进一步下调,届时业绩相对确定的银行板块吸引力会有所提升。在整体经济形势偏弱,企业盈利没有出现明显见底回升时,市场对银行资产质量的担忧无法根本消除,银行股也难现趋势性上涨。在部分银行破净的极低估值下,参考国外银行业的历史,即使拿经历银行危机国家的商业银行做比照,A股银行价值也被绝对低估,追求稳定回报和现金分红的长期配置资金可以重点关注。

吴士金:目前银行业仍依赖资本扩张—股权融资—资本再扩张的粗放经营模式,上市银行面临上述三大中长期问题,也无法绕开再融资的压力,因此,当前银行股的低估值是市场对银行业中长期前景的客观反映,银行股可能在未来较长时间面临着股价围绕净资产的现实压力。目前银行

股息率较高,适合注重分红的稳健投资者低位参与。

证券时报记者:此次降息让银行的“息差”收入缩小,考虑到后市降息预期和利率市场化,银行股是否还将继续调整?

杨德龙:央行本次降息的同时,扩大了存贷款利率浮动区间,有利于逐步实现利率市场化,但客观上,减少了银行的息差收入,对银行利润产生不利影响。随着利率市场化的逐步推进,银行之间的竞争必然加剧,银行的息差收入将明显减小,国内的银行可能要靠像国外银行那样更多的依靠中间业务和提供金融服务来获得收入。短期内,银行股仍有一定的调整压力,但考虑到估值已经非常低,中长期的投资价值已显现。

张正:静态测算,此次降息仅对2012年盈利产生3%的影响,但银行业业绩增长的挑战在于持续降息,明年净利润个数增长的概率在加大,但当前市场更关注银行的资产负债表,即使明年银行净利润负增长,银行股当前的估值也足以消化负面影响。利率市场化,未来一到两年不会再出台更加激进的动作,利率市场化的实质是金融体系的市场化,重点则是信贷领域的市场化,利率市场化仍将是一个逐步推进的过程。

吴士金:这一次存款上浮标志着利率市场化迈出重要的一步,在经济下行周期和降息周期中,银行景气度也明显处于下行阶段,需求端贷款利率的下滑将会延续,如果考虑到潜在经济增速下降的因素,疲弱的实体经济不可能长期支撑过高的融资成本,未来需求端利率水平的下滑甚至有长期化趋势。因此,银行股仍处于调整格局当中,更多的是防御配置价值。

美联储QE3落空 基金经理谨慎看市

见习记者 吴昊

上周,美国联邦公开市场委员会(FOMC)并未推出第三轮量化宽松政策(QE3),而是选择将扭曲操作(OT)期限延长至年底,多位基金经理表示并不意外。

长信基金国际业务部投资总监薛天认为,“美国没有推出QE3符合之前预期,扭曲操作(OT)期限延长至年底对美国长期债券利率有向下的压力,有利于企业融资,对经济起到正面作用,但不如对风险资产的正面作用大,原因在于其产生的流动性很大程度上不能进入实体经济。”

纽银基金基金经理李健表示,“QE3没有推出并不意外,美国国债收益率维持在比较低位水平,风险资本会流向美国、德国这些低风险国家,实际上美国流动性已有保障,是否推出QE3不会有太大影响。”

薛天表示,“仍不排除今年推出QE3的可能,美联储已做好在就业市场复苏持续低于预期的情况下采取进一步行动的准备,至于QE3今年是否会推出要看美国经济如何演化,特别是美国就业数据是否恶化。”

薛天认为,美国此次没有推出QE3跟希腊危机缓和有一定关系,支持援助的政党上台后避免了希腊经济崩盘。但希腊可能最终会退出欧元区,风险在于希腊经济基本面较差,乃至南欧的经济都不具有竞争性。主要是生产率不高,工资成本过重,又有巨大公共债务问题。

华宝兴业海外投资管理部总经理周欣表示,“西班牙作为欧盟第四大经济体,国内经济前景暗淡,失业率高企,地产泡沫相较美国和爱尔兰更大。G20峰会对欧洲援助的资金短期内能安抚市场情绪,但中长期还要看欧债国家自身执行紧缩政策的力度及经济恢复的程度。”

李健表示,“短期内国内经济增速下行,可能到第三或第四季度才会触底,虽然5月外汇占款为正,实际上热钱还在流出,国内市场流动性会恢复到比较紧张的水平,因此7月降准预期较大。”

薛天认为,“欧债危机对国内市场更多是心里层面因素影响,虽然中国是一个很封闭的市场,经济恶化会增加投资者对风险的厌恶,引起国内外风险资产普遍下跌。”

周欣表示,“除非国际经济出现‘黑天鹅’事件,否则中国股市重现2011年下半年暴跌的概率不大,毕竟2012年下半年政府对经济的调控态度与去年同期完全不同。”