

分析师随笔 | Analyst Essay |

长期估值波动更动人心魄

陈嘉禾

投资要看基本面，这话没错。但是，在很多历史时刻，估值的改变却更为动人心魄。

在经历了整个上世纪70年代的震荡市以后，美股标普500指数在1980年初的估值约为7倍PE，指数的点位大约是100点。而到了20年以后的2000年，标普500指数的点位上升到了1500点，为20年前的15倍，而PE估值也达到32倍，为20年期的4.6倍。也就是说，同期指数的基本面只增长到了20年前的约3.3倍。可以看到，如果标普500指数没有得到这4.6倍的估值增长，那么其2000年的点位将不是1980年的15倍，而只会达到1980年的3.3倍。指数的点位也就不会是1500点，而只会是在基本面增长的作用下爬升到大约330点。

与成熟的美股振奋人心的财富故事正好相反，新兴市场的泰国股市1997年的例子则让人不寒而栗于估值改变的恐怖。在亚洲金融危机以前的1996年，泰证50指数的PB大约为2.3倍，指数的点位则为1100点左右。而短短一年以后，随着亚洲金融危机的蔓延，泰证50指数的PB下跌到了0.45倍，只有危机以前的20%，指数点位也跌到了140点，只有危机前的13%。与此同时，由前列数据体现出的泰证50指数的净资产不但没有下降，反而上升了65%。虽然这种65%的升幅很可能是由于泰国的数据不准确造成的，但我们仍可以看到，投资者在这场危机中损失的、最大大约87%的财富中，有一大部分是由估值改变而带来的。

再看中国的例子。在2000年左右，当时内地一线城市的、扣除了装修折旧和假设潜在25%所得税（以便和股票的收益率进行比较，并对可能产生的房产税进行预扣）以后的房屋租金回报率大约是5%，意味着对应的PE估值为20倍。十多年以后，现在的一线城市同口径的租金回报率只剩大约1.5%，对应PE约为67倍，为2000年的3倍左右。在同一时期，房屋的租金大约也上涨了3倍。由此，房价也上涨至之前的10倍左右。

反观股票，上证综指在2000年的PE大约为60倍，目前的PE则只有12.5倍，只有2000年的20%，而指数点位并未下跌，由此可以推导出其基本面大约增长为原来的5倍。那么，再看未来10年，我们难道能认为房价和股价之间的差异表现会持续下去吗？

从以上的三个例子我们可以看到的一个事实是，长期市场估值的变动幅度经常远远超出我们的想象。回到现实，从最近的反弹来看，代表蓝筹股的上证综指在反弹了约18%以后，其估值也上涨了大概15%，PB从去年11月底的1.43倍上涨到现在的1.69倍，PE则从10.84倍上涨到了12.81倍。18%的涨幅看着不少，可是12.81倍和10.84倍的PE估值，难道真的有很大区别吗？

(作者单位：信达证券)

机构观点 | Viewpoints |

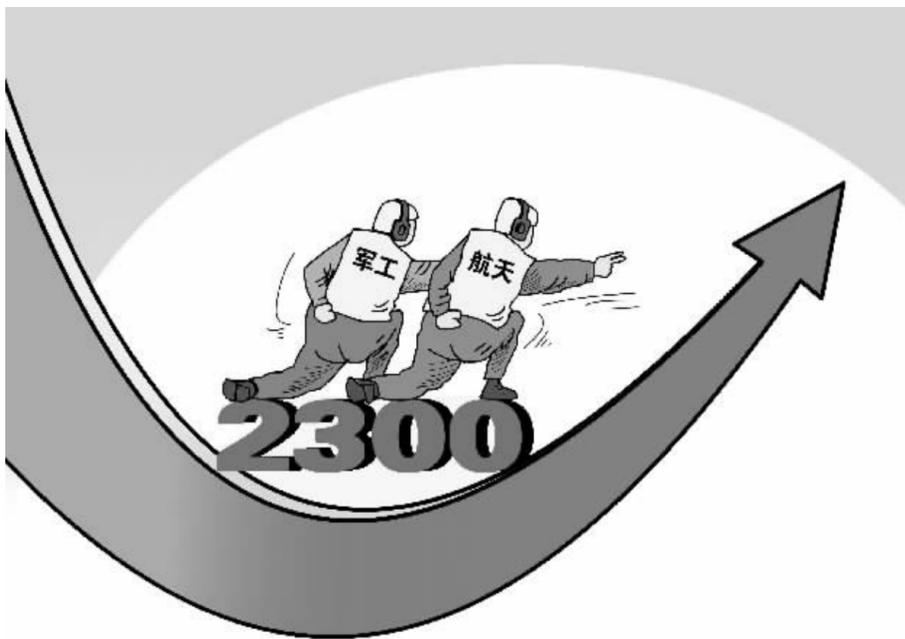
谨慎心理逐渐显现

申银万国证券研究所：周三盘中上证指数一度破位2300点，最低探到了2296点附近。但市场并未恐慌，尾市1小时温和反弹，股指基本上收复当日的失地。

本周三个交易日股指基本上处于震荡整理状态，成交额有所减少，周三沪市成交再次回落到了1000亿元以下水平，大盘短期似乎有休整的需要。同时从盘面上看，虽然局部热点仍有不时闪现，但缺乏大涨的动力，市场谨慎心理逐渐显现。据媒体报道“A股持仓账户连续8周下降，部分投资者苦等市场回调”。等待回调，一方面是想规避短期可能的调整风险，另一方面也说明对中期走势不悲观。本轮反弹上证指数上涨已近两成，且期间没有经过像样的调整，适当休整也属正常。当然，调整或整理的方式多种多样，幅度也许有限，回调可逐渐介入。

(陈刚 整理)

A股2300点构筑起飞新平台



朱慧卿/漫画

证券时报记者 刘雯亮

昨日大盘出现一波三折，盘中触底回升的反转一幕。早盘两市股指小幅低开，盘中一度在房地产、航天军工等板块走强带动下双双翻红，但随后震荡回落，沪指失守5日均线。午后板块集体走弱，带动沪指快速走低并跌破2300点整数关口，创出本周新低。不过，在探低至10日均线后沪指回升，日K线收出一根带下影线的小阳线。截至收盘，上证综指报2320点，上涨0.25%；深成指收报9548点，上涨0.12%。昨日两市合计成交1887.3亿元，比周二萎缩约21%。

值得一提的是，沪深B股市场持续走强，昨日双双再创本轮反弹新高。截至昨日收盘，深市B指大涨3.95%，沪市B指亦有1%的上涨。其中，东贝B股涨幅超9%，领涨B股，万科B涨幅6.8%。从趋势上看，两市B股指数仍然处在上升通道内。尽管当前B股市场问题的解决已经有较

为可行的方案和模式，但经历大幅上涨后，B股市场面临较大的获利回吐压力。

消息面，周二工信部联合发改委等12个部门联合印发《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，对汽车、钢铁、水泥、船舶、电解铝、稀土、电子信息、医药和农业产业化九大行业和领域的兼并重组工作提出了主要目标和重点任务，其中特别明确了2015年要达到的产业集群化要求。受此消息提振，钢铁、船舶行业走强。

盘面观察，板块轮动速度加快。周二表现弱势的航天军工、船舶、卫星导航等概念股有再度走强迹象，其中，航天军工以平均逾4%的涨幅，位居两市板块涨幅榜之首。银行、券商、地产等权重板块近日持续强势，尤其地产板块昨日有沙河股份等4只个股涨停；不过，周二表现强势的农林牧渔昨日早盘领跌，尾市仍下跌1.05%。

期指方面，数据显示，截至

周二收盘，期指主力净空持仓约1200手，昨日该持仓小幅增加至1320手。在A股股指期货历史上，除交割周外，低于1000手的净空几乎没有出现过。对比此波反弹之初，即2012年12月4日，股指在1949点当天，主力净空达逾万手。短短一个多月时间，期指主力净空变化之巨值得投资者关注。

昨日上证综指一度破位2300点，最低下探至2296点左右，但尾市反弹收复当日失地。银河证券发表报告认为，经济增速回升助推A股夯实新平台，支撑A股继续演绎强势行情。未来上证综指将以2300点为新起点，开启新征程。大摩投资的观点则相对较为谨慎，认为短线指数渐显疲态，成交也有所萎缩，市场调整的迹象越来越明显。从1949点反弹以来，股指一直维持强势，回调的机会比较少，一般都是以横盘代替。随着一季度年报大幕拉开，包括两会、一号文件等多个题材，指数或通过横盘整理来消化回调压力。

央行SLO新政出击 不排除先降准再微调

证券时报记者 朱凯

央行上周五宣布启用公开市场短期流动性调节工具SLO，在银行体系出现临时性资金波动时将灵活注入流动性。受到这一预期刺激，市场资金面延续宽松，低评级信用债券亦得到追捧。

欧美日等全球主要经济体，早已如火如荼推出了货币量化宽松政策。去年末至今，美国道琼斯工业指数上涨约4.64%，英国富时100指数上涨约5.08%，日经225指数上涨约0.88%。今年以来，A股上证综指从2269点走高至昨日2321点，累计涨幅约2.28%。尽管局部仍存在不确定性，但全球经济总体复苏势头已占据了主流。

无论中国央行SLO新政是否可称为“中国版QE(量化宽松)”，仅从促进未来市场资金面的预期稳定来看，无疑是积极和正面的。某东南亚外资银行投资管理部负责人对证券时报记者称，最近一段时期债券市场趋于火热，供给相对偏低使得二级市场现券收益率走低，就连低评级的信用品种也是如此。一位不愿署名的

券商策略分析师表示，今年上半年，股市、债市同时向好的可能性越来越大，除了资金面预期较为稳定外，宏观经济总体趋好也是重要推动力。该人士指出，投资预期出现了转变最为关键。

不过，流动性极度宽松也难以重演。杭州联合银行金融同业部总经理陈琰表示，央行公告明确指出这一措施仅在流动性临时波动时使用，这其实恰恰表明今年全年资金面不会过于宽松，更不要说泛滥了。而与此同时，实体经济对资金的需求尚未完全恢复，新的一年，经济将更重视对结构的调整。

证券时报记者了解到，在近期召开的华东地区部分银行分支行长新任“务虚会”上，有调查称江浙一带中小企业的资金需求依旧低迷。现在的问题不是钱多钱少，而是实体经济的生产投资意愿有多高。企业主们宁愿将厂房出租，也不愿意大量开工。

兴业银行资金营运中心策略分析师郭草敏表示，央行SLO新政其实也不算“新”，早先在特殊时点央行也会定向回购注资，只不过透明度不高。而且与欧美QE等

相比也有较大区别，我国更多体现为一种被动投放，而非欧美等国的定量定额投放。

主要应看货币投放与企业加杠杆之间的关系。多轮QE之后，美国企业进行长期投资的意愿也没有立刻起来。我国还存在较大程度的产能过剩，这部分的消化过程不可忽视。”郭草敏说。实际上，工信部等十二个部委日前联合发布的《重点行业企业兼并重组指导意见》，恰表明了我国产能过剩现象仍较为严重。

北京一家国有大行货币市场处负责人告诉证券时报记者，央行SLO举措也可以反过来看，毕竟在操作手法上既有逆回购投放，也可有正回购回笼。不排除央行在春节前下调一次准备金率，并在随后通过SLO正回购对流动性加以管理。据他观察，往年居民现金兑取高峰多出现在春节前的两、三天，瞬间资金缺口会超过万亿。

陈琰表示，先降准再微调的可能性也不能排除。从上周宣布至今央行并未有实际举动，这是因为资金面并未出现较大波动。而考虑到春节因素，先投放再逐步回笼，也可以掌握更多主动权。

南方基金杨德龙：2013年波动不小涨幅不大

2013年中国经济能否继续高速增长？哪些投资机会值得关注？1月23日，南方基金首席策略分析师杨德龙做客证券时报网财经社区(cy.stcn.com)，与财苑网友展开交流。

杨德龙表示，我国经济将在2013年实现温和复苏，各项经济指标将逐步好转。与2012年每个季度经济增速均低于年初预期相比，2013年每个季度实际增速有望不断超出年初预期，预计全年GDP增速将回升到8%以上。在全球经济低迷的背景下，中国出口仍不会有起色，但内需的增长可以抵消外需的下降。而高铁、水利等基础设施投资增速有增无减，投资仍是推动中国经济的重要动力。

城镇化的推进和高端人才的人口红利将是推动中国经济未来十年保持持续增长的两大动力。杨德龙表示，一方面中西部二三线城市的城镇化刚刚起步，将有力推动经济的增长；另一方面，低端劳动力的人口红利已经结束，用工成本大幅增加，但以大学生为代表的高端劳动力严重过剩，正好为中国产业升级和结构转型提供了充足的高素质人才。

从股市上看，经济的持续好转将改善上市公司盈利增长状况，加上蓝筹股依旧估值低廉，杨德龙认为，今年将出现几波像样的反弹行情。A股走势可能类似于2012年，全年中有多波快速反弹，但随后将伴随快速回落，最终涨幅并不大。对于2013年市场的反弹高度不能盲目乐观，突破3000点的可能性微乎其微。因为大小非减持始终是压制市场反弹空间的不利因素，如果市场出现大幅反弹，大小非减持将大

量涌现。对于近期的操作，杨德龙表示，本轮反弹由于股指上涨过快，短期在2300点附近可能面临调整压力。考虑到本轮反弹启动较快，很多资金踏空，在市场回调后将吸引部分踏空资金入市，预计春节前还会有反弹机会。投资策略上保持一定灵活性，择机在调整中增持绩优蓝筹股。

根据测算，2012年非银行上市公司业绩增速为-15%，2013年则预计为8%左右。杨德龙表示，周期性行业在估值弹性和业绩增速上都好于防御性行业，因此在股价反弹上也有更大反弹幅度。周期股中可以关注汽车、工程机械、证券、房地产等板块的机会。

杨德龙认为，金融地产今年仍可以重点配置，虽然经过了一波反弹，但估值水平还是很低，盈利增长仍属于领先的行业。业务创新给券商带来了新的盈利增长点，也带来了股价上涨的催化剂，在今年仍会有反复上涨的机会。房地产方面，由于前两年调控的影响，购房需求压抑较多，2013年将释放出来更多成交量。在业绩推动和估值提升的双重带动下，地产板块将在今年继续领跑大盘。

对于创业板，杨德龙认为风险大于机会，今年将严格执行退市制度，引导资金流向绩优蓝筹股，应防范创业板中有业绩陷阱的个股。在中小板中，可以挖掘基本面不错的成长股，在反弹行情中，成长股仍会受到资金的追捧。

注：更多精彩内容请登录财苑社区(http://cy.stcn.com)

财苑社区 | MicroBlog |

徐怀谈股(网友)：周三大盘本在调整中，但因为午后民生银行的再度拉起，最后指数又翻红啦。银行股是目前多头的一张王牌，这张王牌在本周连续打了3天，周一平安银行、周二宁波银行、周三民生银行。可以说，连续三天银行股的强势，已经让市场投资者认为只要银行股不倒，大盘也就没事。

但我们也看到这批银行股的走势近阶段都非常陡峭，平安银行是近90度角的拉升，民生银行是近70度角的持续攀升，这都为后面该板块的继续上扬带来了不少的麻烦，毕竟涨多了就有风险。而当市场已把银行股板块当成了多头最重要的一面旗帜，一旦该板块中枪倒下，预计行情回调的深度和时间的跨度都会超出预期。所以，主力短期天天拉银行股不让指数跌下去，反倒让大盘的风险有增无减。

朱人伟(财经名博)：从A股历史来看，市场在历年春节前后一般都是以上涨行情“跨年”。目前离春节还有两周时间，从现在一口气涨到过年的可能性非常小，目前量能也不支持多头持续发力，也就是说只有“蹲下去”，才能“站起来”。因此可以预计，从现在到春节这段时间内，大盘先抑后扬的概率较大。

潘一荣(网友)：近期市场反复震荡的目的是什么？就是为了把不稳定的中小散户给震出去。预计近期震荡幅度还会加大，不排除突破2335点后会有向下调整(也可能不突破)，

而向下的支撑位在2265点或2250点附近，极限在2240点附近。在操作层面上，周三还满仓的投资者周四要分批减仓了，若有新高要减到5成以下，等再次跌破2270点之后再选好个股分批参与。中线可以2235点为止损位继续持有。

股太极(网友)：绩优股是这波行情的坚强基石，还得上涨！说实在的，玩银行的主力实在是高！目前2300点的平台到底是高台跳水平台，还是飞机场的跑道？我想只要不放出巨量，就说明高潮还在酝酿，还没到最后一刻，风险还不大。

董的风(财经名博)：市场趋于谨慎，盘面上的喜剧情节越来越多。总体说来，指数目前并无系统性风险，唯一担心的就是高位钝化的技术指标需要修复，现在看来走的是强力修复方向。故而操作上，可以耐心等待有业绩有内涵的股票，切忌无谓恐慌。

FC夏天(网友)：技术上，日K线MACD继续背离，且绿柱放大，显示上涨动力有限。从60分钟线看，股指每次触及MA55就被快速拉起，但目前该线已经走平，支撑力度大不如前，一旦击穿则表明调整开始。

(陈刚 整理)

以上内容摘自财苑社区(cy.stcn.com)

期货手机报 资讯早知道
手机资讯产品——全年3800元/份
订阅：第一期试用半年680元 半年1980元/份
比邻财经网 浙江路 021-61763378