

新牛市 新机遇 新挑战

正确认识A股市场的上涨行情

证券时报记者 汤亚平

牛市声音占上风

一周之前,许多人还在争论牛市的可能性,经过本周市场一步步逼空,不仅普通投资者听到了牛市隆隆的脚步声,而且接受采访的分析人士也认为,现在已经不是有没有牛市的问题,而是大牛还是小牛、长牛还是短牛的问题。

本轮行情2000点起步,在稳增长政策下,7月底以八连阳完成了第一波上攻。此后,上证指数在2200点附近进行了一个月的强势整理,但大盘横而不跌,多空处于胶着状态。不少市场人士发出警告:经过了200点的反弹后,股市再次来到了十字路口。可是,对于被熊市压抑了7年的股民而言,200点的反弹幅度显然不能满足他们对牛市的渴望。

8月最后一个交易日,股指意外发起第二波上攻,中秋假期前以六连阳完美收官,并稳站在2300点之上。可以说这是人心思涨、众望所归。仔细分析,第二波上涨的核心推动因素是改革,显然比上一波行情来得更猛烈,形态上已经确认行情由反弹演变成反转。从A股历史经验看,在改革驱动下,制度性红利释放很可能引爆A股一次大级别行情。上涨的逻辑是,此轮央企国企改革从中央到地方都非常重视,并且其路径也逐渐清晰,相关股票大都是前期未动蓝筹股,这次有望迎来超额回报时期。

新牛市新在哪里

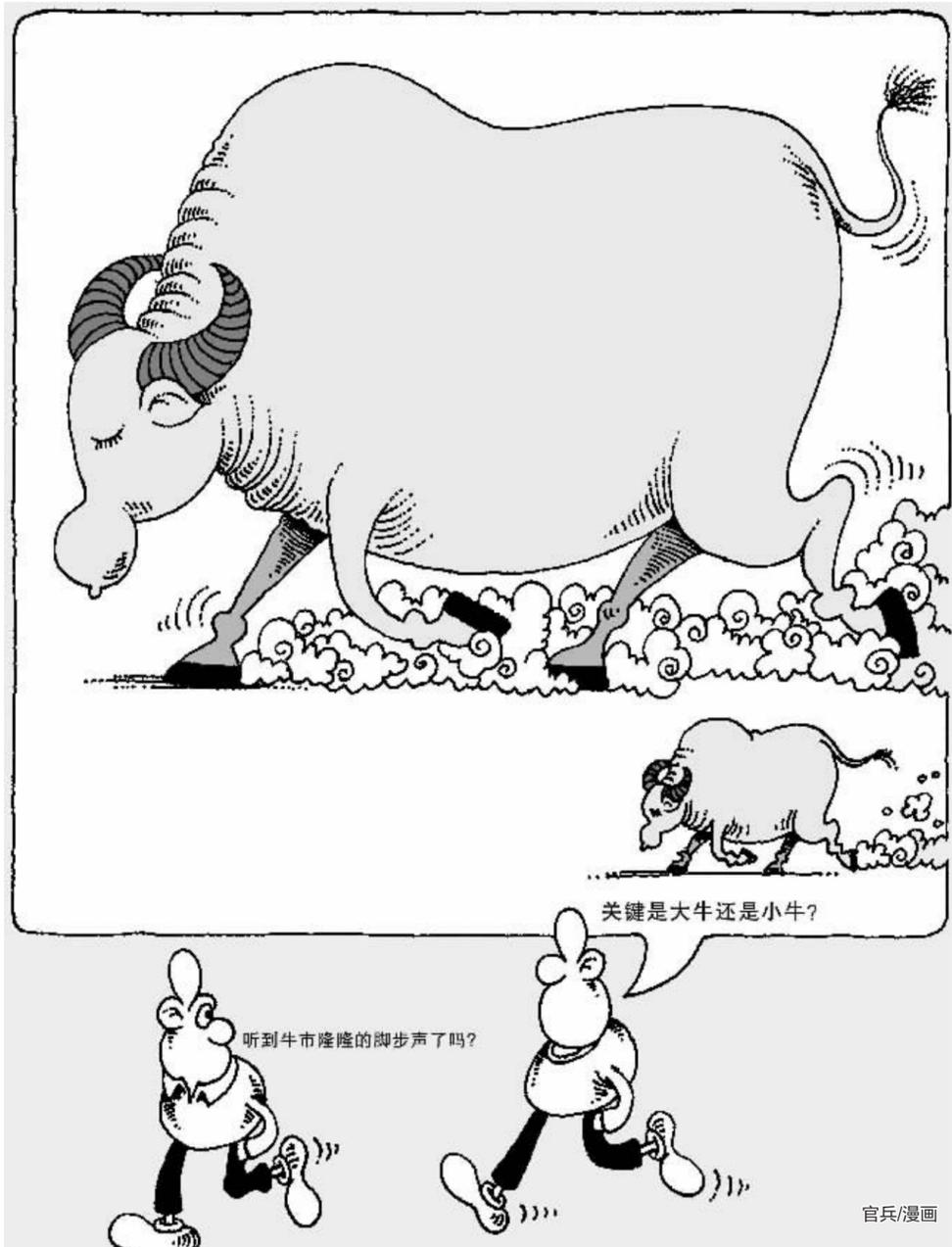
之所以A股走势反反复复,是因为市场对本轮行情性质认识存在分歧。有人把本轮反弹看成是稳增长政策加码,那么在二季度经济企稳初现曙光下,肯定是政策效应减弱,无法将反弹演变成反转;也有人把行情发动背景看成是经济转型,但事实上由转型带来的结构性行情,即“大盘股搭台,小盘股唱戏”已经上演了两年,有代表性的创业板指数仍在历史高位徘徊,行情深化难以维系。只有把行情定性为全面深化改革背景,才可能将行情演变成一轮空前制度红利释放的新牛市。新牛市,新在哪里?至少有以下几点:

其一,对股市前所未有的信心。每一轮牛市启动都离不开制度红利的释放。新一届中央领导集体发出改革的最强音,全面深化改革的决心之大、目标之明、措施之实,史无前例。与此同时,投资者对新一届中央领导集体、对新一轮改革开放也充满信心。加之政策利好频出,货币总量宽松、资金成本下降、刺激力度加强、央企国企改革步伐加快以及股市相对较低的估值水平等,都在很大程度上提升了投资者的信心,为牛市的到来提供了潜在的助力。

其二,对市场利空的理性反应。尽管近期不断有利空传出,但是都很快被市场消化。譬如7月份货币信贷和社会融资规模比6月份出现大幅下降,8月份的制造业采购经理指数PMI比7月份大幅下滑,7-8月房地产销量阴晴不定等,但股市的反应都是在数据公布当天震荡回升。投资者显然更关注国务院反复强调降低融资成本、央行对棚户区改造提供1万亿元的低息抵押贷款等利好。这种对利空的理性反应,通常是牛市来临的先兆。譬如,降低融资成本最好的方式是“大力发展直接融资”。在企业的所有融资行为中,股权融资无疑是成本最低的方式,如果想要解决企业的融资成本高的问题,大力发展直接融资,也就是通过资本市场融资是绕不开的道路。但前提是采取积极的股市政策,先把股市搞活搞好。

其三,经受住新股发行考验。沪深市场已经有3批新股发行其中2批已经上市,A股不仅面对打新、炒新造成的资金分流冲击,还要面对喜新厌旧的股市文化对老股的冲击。一般来说,只要市场能顶住,冲击力就逐渐减弱,反过来可能产生一波上涨行情,毕竟新股发行上市也为股市带来新资金、新股本、新题材。这也是可能产生一波新行情甚至新牛市的新环境。

其四,股市新思维碰撞。证监会新闻发言人邓舸近日表示,资本市场各



项改革措施的效果开始逐步显现,下半年的任务之一就是推进股票发行制度改革。

注册制改革后监管部门和发审委将只对发行申请文件和信息披露内容的合法合规性进行审核,不判断发行人的持续盈利能力和投资价值,改由投资者和市场自主判断。

A股有望演绎超级慢牛

与美国为代表的国际成熟市场比较,A股始终没有摆脱牛短熊长命运。沪港通开启了A股和国际市场直接对接的通道。投资者寄望沪港通开启股市的新时代。

当前,沪港通向成为资本市场的关注热点。一方面,海外人民币资金开始“屯兵备战”。7月香港人民币存款增加1.2%,至9368亿元人民币,

结束连续2个月的减少。7月开始美元对港元多次触及7.75,香港金管局也不得不多次入市干预;与此同时,人民币也呈现出较为明显的升值走势。据瑞银估算,海外投资者理论上可持有的股票市值高达9000亿元。

另一方面,A股大资金加速进场。据中登公司公布的数据显示,今年前7个月两市共增加了1128户超亿元级别资产账户,其中仅7月一个月就有386个超亿元级账户出现,也就是说有超三分之一的“超级大户”是在7月份入场。虽然这其中有一些是来自大小非减持,但也可以明显看出产业资本及个人超级大户源源不断在进场的事实。

沪港通包括沪股通和港股通双向流动。在试点初期,沪股通的股票范围是上证180与上证380的成分股,即沪股通初级阶段的投资标局限于蓝筹股,以及上交所上市的A+H股。这种设计与国际

投资人的风格是相通的。成熟的国际机构投资者随沪股通进入A股市场,一定是从全球配置的角度,从A股市场和其他股市价值比较角度出发,以相对长期持有的方式投资于蓝筹股的。合格境外机构投资者(QFII)近年来的投资风格十分清楚地体现了这些特点。

投资理念与国际接轨,最终将体现在沪港通后外资对A股蓝筹有更大定价权上。境外资金持仓市值增加到全部A股流动市值的近10%,就具有明显价格影响力;而当进入A股的国际资金占比达到A股实际流通市值20%甚至1/3后,就会成为该市场重要组成部分,投资理念将与国际成熟股市更接近。价值投资、长期投资、现金分红等将成为主流投资理念,而炒新、炒小、恶炒、短炒的投机行为将逐渐被市场主流所遗弃。可以预见,金融开放政策必将成为A股步入长期慢牛的重大推动力。

枪声已响,转身的不仅是风险偏好

国泰君安证券研究所

失衡中孕育机会。索罗斯说过,金融市场在不均衡中运转,造成市场参与者的市场预期与客观事物出现不可避免的偏差,寻找市场中出现的过度非均衡倾向,是发现投资机会的捷径。2013年A股主板与创业板的背离,正是风险偏好失衡的表现。

由于“隐性担保”和刚性兑付原则在2013年出现极端化倾向,非标资产的高收益率推高了全社会无风险收益率。极端条件下,高风险偏好者只能加入“勇敢者游戏”,在二级市场中追逐年回报率接近30%,甚至更高的标的。非标资产的膨胀令系统性风险加大,蓝筹股估值也在这个过程中被过

分低估。伴随着非标资产的不断扩张,全市场风险定价体系扭曲,投资者风险偏好失衡。在刚性兑付有序打破的过程中,投资者风险偏好将重回平衡。2014年只是一个开始。

打破均衡有助于建立“新估值常态”。美国次贷危机后股市重建的核心逻辑在于去杠杆。伴随次贷资产的风险集中爆发和无风险利率的下行,美国股市一路走强,屡创新高。美股是建立“新估值常态”的范本。中国在危机后先经历了一个加杠杆的过程,非标资产在此过程中大规模扩张,风险定价体系发生错乱。2014年起开始的信用违约事件标志着去杠杆的开始,能否有序打破均衡是“新估值常态”建立的重要前提。

三声枪响确认了纠偏过程已经明确

开启。非标资产风险暴露后无风险利率明确进入下行通道,风险溢价也随后下行(第一枪);PSL的推出让市场坚定了利率下行的趋势,稳增长解读也进一步使风险偏好回暖(第二枪);7月份信贷数据表明了政府去杠杆化的决心,商业银行的资产配置将从非标端进一步回归到信贷端,无风险利率下行趋势确认(第三枪)。

再平衡过程中大盘蓝筹向“新估值常态”回归。在纠偏过程中孕育着难得的投资机会。风险溢价和无风险利率的双双下沉,将带来整个主板市场的估值中枢上升,在估值切换的过程中将享受超额收益。枪声已响,转身的不仅是风险偏好,还有随之而来的大盘蓝筹股估值向常态的回归。

高兴就说 | Luo Feng's Column |

耶伦的炒股经



高兴

美联储主席耶伦这段时间的故事告诉我们两点:一,她是个言行一致的人;二,稳健型和激进型的风格并无高下之分,而美联储主席炒股也不一定跑赢她所批评的对立面。

最近,美联储主席耶伦披露了她的身家财产,家庭财富为千万美元级,作为投资者中的一员,她也持有股票,包括康菲石油、辉瑞制药等,还有一些基金。据说,耶伦所持资产的价值在2013上涨了8%。

市场人士特别注意到,耶伦未持有社交媒体股和生物技术股。这里有个典故。7月15日耶伦在国会就经济与货币政策发表证词,对股市等资产进行了分析。这是美联储主席罕见地对股市发表明确的看法。耶伦说,从整体看,房地产、股票、公司债已有相当大涨幅,但仍基本与历史水平相符,虽然美股没有泡沫,但生物科技、社交媒体行业中小盘股的动态市盈率与历史水平相比较,涨幅过大,明显被高估。

美联储罕见地提醒板块个股的风险,股市立即作出了反应。汇集大量科技网络股的纳斯达克指数,以及一些代表小盘股的指数应声下跌。市场也注意到了重点,虽然耶伦点名的是生物科技、社交媒体两个板块,而且是点名其中的中小盘股,但是市场都收到了信号:耶伦是以市盈率来作为判断风险高低,是否高估的标准。

美股正处于一波大牛市,泡沫显而易见,牛市本身就是泡沫的代名词,市场只是存在对泡沫多大的分歧而已。一时泡沫恐惧症在数天内泛起,高估值个股人人自危。首当其冲的科技股是特斯拉,这是价格

高、估值高的双高股票,目前市盈率为265倍,这么离谱的估值完全可以划入严重泡沫范围。于是,耶伦演讲前一天,特斯拉大涨近4%;耶伦一说话,特斯拉作为高估值股票的典型当天即下跌超过3%,并且连跌3个交易日。遭受耶伦证词影响之前,特斯拉股价为226美元,3天跌到213美元。但是,周四晚间特斯拉股价以291美元再度刷新了历史最高点。也就是说,当耶伦看空高估值股票后,特斯拉这半个月又上涨了约三成。而生物科技、社交媒体板块的上涨势头也延续至今,龙头股本周创出历史新高。

以市盈率来控制风险边际,并非只是耶伦的职务判断,从操作看,也是她个人的投资判断。耶伦投资的康菲石油,市盈率为12倍、市净率1.8倍(特斯拉市净率36倍);辉瑞市盈率为13倍、市净率2.4倍;都属于估值合理的股票。

从走势看,自7月中旬以来,康菲石油下跌约10%——跑输特斯拉40%,辉瑞下跌1%;从今年以来的收益看,耶伦在康菲石油上仍赚取了13%,辉瑞亏损3%左右。

这就是开头讲的故事,耶伦言行一致,避开她认为的高估值股票,持有稳健品种。同时,她被认为是高估值的风险品种,受批之后的表现反而比她的稳健品种要好很多。但这位女经济学家并非浪得虚名之辈,她按自己的方式也取得了正收益。投资有很多条路径,找到属于自己的风格,稳健也好、激进也好,先要适合自己,稳健性的投资者突然转换跑道做激进的投资,也许会连稳健的收益都输没了。

末了,为什么美联储提示风险后,一些高估值的股票只是做了短时间的调整就不继续创新高呢?其实这才是真正的牛市,牛市就是资产泡沫不断放大的过程,特别是牛市后期,那些缺乏想象空间、没故事可讲、没有眼球经济可造的股票,跟那些讲未来的股票怎么有可比性呢?

牛市不看估值。熊市其实也不怎么看估值,即便估值再低,也能跌,只有熊市才有“破净”一说。把握趋势而动,才是炒股第一要。

随着沪港通正式实施进入倒计时阶段,香港股市近期强势走高,一举创出6年多的新高。然而,即便在这样强烈的牛市氛围下,个别恒指成分股却依然倍感寒意,笼罩在熊市的阴影之中,那就是金沙中国(HK.1928)和银河娱乐(HK.0027)——两只博彩股。

本周,金沙中国大跌逾5%,银河娱乐也下跌了3.4%,而恒生指数却大涨了488点,涨幅近2%。如果从更长的时间来看,博彩股的逆势下跌还要更为明显。

自2008年金融危机之后,博彩股走出一轮波澜壮阔的大牛市。其中,银河娱乐股价从2008年11月的0.5港元附近一路上涨至今年年初的84.50港元,6年多时间累计涨幅高达168倍。而2009年11月才上市的金沙中国,也从8.78港元最高上涨至68港元,涨幅674%。今年年初,这两只个股双双见顶回落,股价缩水超过三成。

这两只博彩股近年来的巨大涨幅主要得益于业绩的高速增长。以银河娱乐为例,2009年公司营业额为122.32亿港元,净利润11.58亿港元;2013年营业额增长至660.33亿港元,净利润100.55亿港元,较5年前增长了8.68倍。8月19日,银河娱乐公布2014年半年报,实现营业收入384.07亿港元,净利润59.72亿港元,同比增长28.5%。在如此靓丽业绩刺激下,银河娱乐当日大涨3.43%,但此后便一路下跌至今,创出近3个月的新低。

投资者对一家公司的业绩增长视而不见,大概只有两个原因:一

牛市氛围下的博彩股

证券时报记者 万鹏

这是这家公司估值过高,股价严重透支未来的业绩增长;二是市场普遍预期,这家公司目前的业绩增长难以持续,甚至即将出现下滑。目前,银河娱乐市盈率23.7倍,金沙中国也只有22.45倍,而纳斯达克博彩股美高梅市盈率却高达85.85倍。由此来看,预期业绩下滑才是港股博彩股逆势走低的主要原因,而澳门博彩环境发生的微妙变化,国内反腐力度的不断加大,反腐时间拉长或许是投资者看淡博彩股的主要理由。

今年7月份开始,澳门政府开始“治赌”,直接针对内地中国人,缩短了他们澳门签证的逗留时间;银联则强化对非法套现的打击,不准在赌场增设新的银联刷卡机,这为全澳门的赌业敲响了变革警钟。8月下旬,中央政治局常委、中央纪委书记王岐山在政协常委会上明确提出“作风建设永远在路上”。

上述信息对投资者的预期带来显著冲击。如渣打银行内地及香港股票研究部门负责人圣福特就表示,澳门赌场存在高监管风险,中国内地整体加强对进入澳门人员和资金的管理,再加上流动性趋紧也影响了博彩收入的增长。他认为,去年反腐行动对澳门博彩业并没有影响,现在情况发生改变。今年下半年,博彩业收入增长情况将转坏。

作为沪港通的受益板块,澳门博彩股是内地投资者十分青睐的标的。投资者应该如何面对这些A股市场的稀缺品种呢?银河娱乐掌门人今年8月下旬在一次媒体采访中说过这样一句话:“不要将所有筹码都押在博彩业上,这是最危险的赌博。”相信这句话同样适合于博彩股的投资者。