

## 中国股市牛市的四大基因

驾驭牛市的重点在于懂得构成牛市的基因

证券时报记者 汤亚平

中国股市,带给人多少故事。新年伊始,记者怀着骑马迎羊的心情连日走访了多家证券营业部,倾听投资者讲述牛市里的中国故事。

### 主人、狗与股市

6年多前,道琼斯工业指数在6000多点。7年前,上证指数也在6000多点。现在道指已经突破17000点,创历史新高;而沪指却一路颠颠簸簸:“一年前曾回到‘Y时代’”不说,爬了7年现在才到半山腰——3000多点。中美股市的差距如此悬殊。其实在过去的7年中,美国经济并没有像股市表现得那样出色,国内生产总值(GDP)增长仅在2%左右;中国经济在这一段时期保持着8%左右的快速增长,而股市却一直低迷。如今中国增速进一步放缓到7.4%,反而“熊转牛”了。

那么股市和宏观经济究竟有无必然联系?

老股民吴先生讲了一个老故事:有经济学家把股市和宏观经济的关系比作狗与主人的关系,狗有时候跑得比主人快一些,有时候又落在了主人的后面,但它总是围绕着主人转,总是在主人的身边。可是,有一天,主人突然发现狗变成了熊,撒腿就跑。这一跑就是7年,熊了7年该转牛了。

### 牛市四大基因

对于牛转熊的原因,股民小王讲了另一个故事:一位人类学家在路上看见猎人赶着一辆装着笼子的牛车,笼子里关着一头熊,便在笔记本上写道:一个动物赶着一头动物拉的车,车上装着一只动物。

专家的解读关键在人,是人把握了稍纵即逝的机遇。正如人类进化一样,只因基因的微小差异,人类拉大了与其它物种的距离,使其在地球上的物种中出类拔萃,成了世界的主宰。牛市很大程度上是人心所向的结果。牛市来啦,想赚钱非常正常,重点在于懂得构成牛市的基因——“四率”齐动。

**基因一:证券化率。**一个国家的证券化水平要与经济总量相适应,通常用“证券化率”指标来衡量。一般情况下,发达国家的证券化率超过100%,美国的证券化率一般在120%左右,新兴市场大约70%~90%。在股市高峰期,美国的证券化率高达179%,日本高达260%~290%。

在2007年末中国股市市值占GDP的比例达到123%,形成牛市的顶端,而在2008年末为38.6%,形成熊市底部。经过最近6年的下跌,到2014年底,中国股市的总市值约为36.41万亿人民币,GDP为63.6万亿人民币,证券化率仅为60%。即使按100%的证券化率计算,中国股市仍有很大的成长空间。

继2013年中国经济总量超过日本成为世界第二经济体之后,2014年11月中国股市终于也赶上来,其总市值首超日本。

**基因二:城镇化率。**2004年中国城镇化率为54.77%,比上年提高1.04个百分点。这个数字在2013年为53.73%,2012年为52.57%,2011年为51.27%,2010年为49.68%。每年提高1个百分点。

在现阶段,我国扩内需最大潜力在于城镇化。据测算,将1名农村居民转变为城镇居民,会使该居民消费扩大3.6倍;将城市化率提高1个百分点,会使最终消费率提高1.6个百分点。城镇化建设进程推进,消费需求就会随之扩大。将扩大内需与我国新型城镇化建设切实结合起来,对储蓄转化为有效消费具有重要的积极意义。

**基因三:利率。**利率就像万有引力影响着物理世界一样操控着金融市场。利率越高,向下的作用力越大。这是因为投资者要求的收益率直接与无风险利率息息相关。其中的道理十分简单:今天投资者应该为明天得到的一块钱付多少钱,只能先参考无风险利率。每当无风险利率变动一个基点,即0.01%,所有投资的现有价值都会



变化。

例如,1993~1996年熊市的原因主要是利率过高,政策偏紧,国有企业大面积亏损,银行不良率过高。1996~2000年“经济往下,股市往上”,出现以改革转型为特征的牛市,期间GDP增速下降50%、股市涨200%,其主要原因是利率从12%下调到5.85%,降幅超过一半。存款准备金率从1997年的13%下调到1999年11月的6%。

从目前的数据分析看,利率市场化以来,尤其是近几个月市场利率保持稳中有降的走势。截至2015年1月13日,3个月SHIBOR为4.91%,比上年同期下降67个基点;7天回购

利率为3.85%,比上年同期下降16个基点。5年、7年和10年期国债到期收益率分别为3.46%、3.53%和3.58%,分别比上年同期下降98个、106个和102个基点。

**基因四:储蓄率。**中国的高储蓄率世界闻名。截至2013年9月,我国居民储蓄连续3个月突破43万亿元,人均储蓄

却不能废除它们。

结果证明,股神巴菲特是正确的。2000年、2001年、2003年的三年美国股市大跌9.1%、11.9%、22.1%,累计跌幅超过一半,而同期巴菲特业绩却增长了30%以上。可见,熊市更显股神本色。

在证券投资已经成为一种生活方式的当下,重温巴菲特是多么重要。譬如,在中国股市文化中,“炒股,炒成股东”成了笑柄。可是,在巴菲特看来,买股票就是买企业的一部分。他投资股票,完全是从企业所有者角度去看问题的,这和单纯的炒作股票有天壤之别。

再如,巴菲特一贯主张,无论股市还是公司,其内在价值和业绩增长“宁可慢些也要走得稳些”。他告诫投资者不该为了短期利益而牺牲长期利益。当然,这是针对伯克希尔公司的那些控股企业而言的。对于中国投资者来说,短期利益服从长期利益同样也是人人皆知的一个简单道理。A股只有慢牛行情才符合长期利益,才能达到多赢目标。

巴菲特还忠告,成本过高往往是灾难的先兆。他以美国航空为例指出,其营收受到毫无节制的激烈价格竞争而大幅下滑的同时,其成本结构却仍旧停留在从前管制时代的高位。这样的成本结构若不能找到有效解决办法,将成为灾难的先兆,不管以前航空业曾经享有多么辉煌的历史。

超过3万元,为全球储蓄金额最多的国家。实际上,中国高储蓄率中有很大一部分是政府和企业储蓄高导致的。统计显示,从1992年到2012年,中国国民储蓄率从35%升到了59%,其中,政府储蓄率和企业储蓄率翻了一番,但居民储蓄率却没有变,1992年为20%,2012年依然是20%。

对居民储蓄而言,随着直接投资不断扩大,居民大类资产配置向财富管理平台股市转移。对企业储蓄而言,高储蓄率致使经济结构失衡。总储蓄大于总投资,多的部分只能靠出口消化,导致了出口导向型的经济模式。目前正在实施的“走出去”战略,就是出口由产品导向型到资金技术导向型转变。

这对A股市场至少有两个警示意义:一是中国企业,尤其是中小企业融资成本高、税负高在成本结构中占比大。搞活中国股市,就是扩大直接融资,降低企业融资成本;二是普通投资者炒股资金来源复杂、成本高。由于股票市场的资金有巨大的黏性,各路资金汹涌而来;居民大类资产配置势头不减,融资杠杆资金急剧膨胀,高杠杆配资资金暗渡陈仓,沪港通“过江龙”资金推波助澜,还有许许多多小企业也赶超“赚快钱”……要随时警惕过往牛市出现的“资金泛滥”现象卷土重来。

有趣的是,巴菲特还忠告投资者“不必对某一类股票抱有成见”。巴菲特认为,投资者买股票就是要投资该公司。所以,既不要过于迷信某一类或某家上市公司,也不要对某一类或某只股票有偏见。只要符合自己投资理念的股票,并且价格又合适,就可以大胆投入。这话更像是针对中国股民时而“弃大从小”、时而“弃小从大”说的。

随着A股牛市的行情确立,不断涌入市场的内外资金逐渐增多,多元的价值投资理念将进一步深化。未来资金布局可能更趋向于多元化,去年的“二八现象”会逐渐淡化,个股只要有价值,百花齐放才是春。除了价值投资理念外,成长投资亦是主流的投资理念之一。A股市场将逐渐形成资金推动及价值推动、改革驱动及转型驱动,新兴产业及传统产业、非核心资产及核心资产等多元化齐头并进的格局。

■高兴就说 | Luo Feng's Column |

## 牛股万福生科的启示

高兴

抛却新股不算,最近两月最厉害的牛股当属万福生科(300268),2014年12月12日复牌以来,累计上涨180%,本周五才以涨停开盘小跌收盘暂时停歇这一波凌厉的涨势。

这个情景在市场预期之内,又在市场预期之外。事实上,当万福生科连续拉出五个“一字板”无量涨停时,已经有很多指责市场投机、市场不理性的舆论声浪,结果该股继续涨停。到了第9个涨停板时,公司停牌核查股价异动,十余天后以“无应披露未披露事项”复牌,本周一复牌当天股价回落,结果之后继续上涨,本周三、周四更是涨停报收,本周五也一度涨停。

这是一只以财务造假上市而为A股市场所知名字的股票,上月复牌后走出这样超级牛股的局面,可能让部分人眼镜跌落一地。

监管部门应该查查,该股的连续涨停是否有操纵股价的因素,如果找到了庄家,那就找到了一切答案。如果没能找出股价操纵者,那么可能是另一种答案:市场并非不理性,恰恰说明市场是有效的。当然,万福生科在本周复牌后还能三度涨停,从另一个角度体现了A股易走极端的风格。

为什么说市场是有效的?悲观预期时下跌,悲观预期没兑现当然要涨回来。万福生科上市一度涨至17元,2012年9月公告接受调查时股价在10元左右,2013年4月停牌前的股价是5.65元,停牌前的当月一度跌至4.77元,这个跌势本身反映了市场对该股不乐观的预期。

事实上,这个股价当时的下跌

是正常的,当时舆论和市场预期来看,“万福生科或成创业板首家退市公司”等报道不时出现,监管部门也表态要严肃处理财务造假上市。不然,以3400万股流通股这样的袖珍小盘股,按A股的炒作风格,股价如何能跌破5元?

结果,当市场悲观预期反映在股价上之后,万福生科借道司法划转重新回到股市,不但没死,还存在资产注入预期——市场只能这样解读:公司造假上市本应遭受的退市预期暂时消除了,公司法人代表也换了,创业板公司不能借壳,既然复牌了,若要扭亏为盈避免暂停上市,貌似得靠装入其他资产。

恶性财务造假上市而不死,股价又经过了充分调整,复牌后又遇上A股牛市——从以往A股历史来看,即便不是牛市,长期停牌的低价股复牌后一样会大涨,只是涨幅不一定有这么大。正是这种合理逻辑加上补涨概念,万福生科大涨了180%。

这被称为“A股奇观”。这种奇观,不是A股投资者的功劳,事实上在万福生科涨停板上排单的资金占A股每天交易额的比重可以忽略不计,即便盘中多次打开涨停又封住,复牌后股价翻倍时所有交易日成交额累计也未超过2亿元。

如果以后市场对监管预期落空,这类情景还会上演。雷声大雨点小,以后遭受处罚的个股,可能先期跌幅还不一定有万福生科这么大(股价腰斩)。事实上,前段时间遭遇类做庄而被点名的股票,有的跌幅有限,有的跌幅大却反弹了,某种程度上也是一种递减效应。

## 欧元区再推量化宽松 新兴市场资产受益

李慧勇

1月22日,欧洲央行议息会议如市场预期开始实施新一轮量化宽松(QE)。欧洲央行行长德拉吉宣布,扩大资产购买规模,从2015年3月起每月购买600亿欧元资产,持续到2016年9月,或直到欧元区通胀回升至接近2%为止。

欧洲央行同时强调,如果有需要将会持续购债,直到通胀改善。主要再融资利率保持0.05%不变,央行存款机制利率亦维持-0.2%不变。

欧元区QE正式启动,且在购债规模和混合制结构方式上超出预期,利好新兴市场。我们认为,若购债持续至2016年9月,将为市场注入超过1万亿欧元流动性,规模堪比美国第一轮QE,因此将有利于推动欧元区经济的复苏,极大提振全球流动性,资金会外溢至新兴市场与大宗商品市场。

在欧元区最新消费者物价指数(CPI)确认技术性通缩的情形下,推出QE已是必然选择,市场应更加关注QE的规模和结构。随着欧元区2014年12月CPI终值同比下降0.2%,使技术性通缩得以确认,欧洲央行推出新版QE已是必然选择。因此,此次QE的推出已无悬念,市场对此分歧不大,关注焦点应转向QE的规模和结构的超预期。

模拟美国QE的开放式购债计划,规模或超1万亿欧元,刺激显效必能惊艳市场。相比此前市场广泛预期的6000亿欧元的购债规模,欧洲央行最终确定的QE方案在时点和规模上均超出预期,属于我们设定的乐观情形,也符合刺激显效的制度原理。且采用开放式购债方式,强调若有需要将持续购债,直到通胀改善。因此购债时间有可能在原有基础上进一步延长,有利于进一步推动欧元贬值,利好欧洲制造业和出口的需求恢复。

混合型与风险分担的购债方

式,合理的结构设计破除障碍将保障购债顺利进行。购债结构比规模更为重要,前两次的TLTRO投放规模仅完成目标的一半,一部分原因在于没有充分融合所有成员国的利益,而本次购债计划是在多方充分沟通的前提下拟定的方案。

1.混合型购债方式更加复杂和多层次,欧洲央行的购债将基于各国央行在欧洲央行的出资比例完成,欧央行负责购买公债,机构、欧洲机构在二级市场发行的投资级证券由各国央行承担。欧洲央行风险共担的债券只有20%,其中机构债券将占12%,额外资产则占8%,其余的80%的风险将由各国央行承担,避免风险交叉承担。

2.以德国在内的核心国获得较大额度分配,德国一直担心用本国纳税人的资金过多补贴其他小国,这一方式防止了类似问题,以出资比例分配似乎是最为公平的方法。此外,德国12月CPI也下滑至五年最低,工业数据与采购经理人指数(PMI)在下半年持续下滑,欧元区整个经济不运转德国也独善其身,这是欧债计划最终获得核心国支持的主要原因。

欧元区QE正式启动,提振全球流动性,全球放水利好中国在内的新兴市场。QE带动欧洲经济复苏,去年欧盟贡献了中国15.8%的出口额。那么QE能否有实质效果?相对于TLTRO来说,购债直接跳过需求传导的环节,直接压低整根债券收益率曲线,进而刺激实体经济融资与投资活动。美国QE对资金外溢至新兴市场的历史不用多回顾,相较于美国1.7万亿美元QE购买与日本80万亿日元(合5900亿美元)计划而言,超过1万亿欧元的QE计划也算可观,同时看好外溢流入与黄金白银等同时具备避险属性的贵金属,其余大宗商品需警惕美元升值的对价影响。

(作者系申银万国证券分析师)