

East Meets West

东边日出西边雨

全球流动性问题是表象
资源重新配置需要时间

这个时代的关键词是“中国”

地产商过分乐观
资本市场太悲观

East Meets West

东边日出西边雨

全

全球资本市场在过去的两个月内如坐过山车般大起大落，印度股市最吸引眼球，市场指数跌停板的消息和警察防投资者自寻短见的消息不时见诸于网络和报纸，同样，香港和内地市场的波动对一些心脏功能稍差的新入市者也算是一种入门试。有关这次震荡，充耳而闻的是有关市场流动性的惊慌。美联储新丁伯南克的用言不慎，商品价格高企导致通胀恶化的担忧。实际上，情况远非如此悲观，由于全球经济基调良好，美联储持续加息以及日本，欧盟相继进入加息周期带来的市场流动性问题，对于一些过度投机的对冲基金而言也许是危机，对于中国包括香港的经济和资本市场而言，西风凋碧树的情形当止于此，更多的是机会。

5月中旬的时候，笔者在香港和几位外资券商的朋友一起聊天，在摩根斯坦利从事债券交易的朋友谈到由于通胀引发的连串加息可能导致资本市场出现流动性问题并引发资本市场大幅波动，笔者当时认可通胀问题将可能是未来经济的持续隐忧，但认为这种影响目前对中国内地和香港资本市场属于短期，并不会改变两个市场的牛市特征。6月中旬，我们在深圳再次聊到这个话题时，其实这个问题已经较为明朗。本文的目的当然不在于去论证市场的方向，而是希望对认识未来影响 A 股和港股市场走向的一些深层经济因素提供一些思路，供投资者参考。



- 全球资本市场在过去的两个月内如坐过山车般大起大落。

全球流动性问题是表象 资源重新配置需要时间 1

全

球资金悬置 (Overhang) 和过度流动性 (Over Liquidity) 在过去几年一直存在, 一方面是自 911 后, 格林斯潘连续减息带来的过度流动性可能, 另一方面是过去几十年全球经济尤其是欧美稳定增长所产生的财富效应。在网络泡沫破灭后的几年中, 由于各国资本市场乏善可陈, 因此, 资金悬置现象尽管严重, 但由于没有过多在全球范围鼠窜的机会, 自然也就没有人们担心的流动性困难。自 03 年, 各国经济和股市陆续复苏, 其中, 新兴市场之首的中国因素开始被资本市场发现和主导, 资源价格轮番上扬, 通胀梦魇, 美联储加息竞猜, 开始成为全球尤其是各路美欧资金主导的自科网股后的新一轮资本游戏。在这一轮资本游戏中, 中国宏观政策调控取向和美联储加息成为影响资本市场的最重要的两只蝴蝶。



伯南克 (Bernanke) 在 4 月 29 日对 CNBC “财经甜妞” (Money Honey) 的选择性披露本身说的是大实话, 因为以金属价格日涨 10% 的速度, 没有一位联储主席会作出不加息承诺或背书, 市场为什么会在伯先生此言之后数周来纠错呢? 原来, 临近 5 月中旬, 市场突然确认力度不轻的中国新一轮宏观调控风雨欲来, 熟悉 04 年宏观调控的人应该知道, 04 年在中国宣布实施严厉的宏观调控后第二天, 国际资本市场同样突然重视美联储加息的忧虑, 环球商品和股市两次因中国宏观调控搅拌对美联储加息忧虑而大幅震荡其实如出一辙。显然, 市场的投机力量本身并没有错, 尤其是在资本市场轻度高烧的时候, 裸泳者只是为自己短期的过度投机付出代价。但对于长期投资者而言, 需要知道的是, 一个长周期的牛市并不会因为这些短期投机因素的发酵而改变。

美

国今年的核心通胀率尽管持续上升, 目前按年计只在 2.5% 左右, 按一般的常识, 利率在 5.25%--5.75% 已经可以足够应付, 也就是说理论上美联储未来加息空间不大, 同时, 美国近期经济参数表现参差, 一些领先经济指标已经显示经济有衰退的迹象, 市场人士已在猜测美联储在加息周期完结后何时将开始针对可能的衰退而减息。这和去年英国的情况比较相似, 英国在利率上升到 4.5% 后, 房地产市场和整体经济降温明显, 为确保经济持续增长, 英国央行在未来利率走向上已趋于谨慎。同样, 尽管欧洲央行和日本央行都已暗示货币政策将进一步收紧, 但全球性的这种货币紧缩只是相对前两年的过渡流动性而言, 日本央行行长明确指出, 加息步伐将是缓慢的。日本经济在恢复实质性增长后, 的确需要结束零利率时代, 缓慢

全球流动性问题是表象 资源重新配置需要时间 2

上升且低企的利率水平不仅无碍经济增长，相反对遏制过度流动性带来的通胀压力有帮助。因此，在全球通胀近期还看不到持续恶化的迹象，利率已达到所谓中性水平的情况下，可以预见，醒目如伯南克应该不会只为证明自己和 CNBC 女名记的几句真言的正确性一味祭出加息诀。

由 于中国仍然在源源不断的输送廉价商品，跨国企业也持续能在新兴市场得到廉价劳动力套利机会，美国财富 500 强主要企业目前的净利润率处在历史最好水平，约 12% 左右，因此对资源价格上扬有相当的忍耐力。目前，1 美元兑 1.1 加元，过去几年加元已经升值近 40%，从汉堡包的比价关系看，美元相对商品货币已被低估，新任财长 Paulson 上台可能是美元的一个转机，此外，从第一次海湾战争的经验来看，美国实际上是高油价的最大受益者之一，美国的财赤有望在高企的油价下得到补偿。因此，在美元相对商品货币可能在不远将来见底，各类商品库存逐步回升之下，除短期投机因素外，各类商品价格再大幅上升缺乏基本面支持。其中，原油价格虽然仍在高位徘徊，但在布什逐步改变石油政策，美国商业石油储备持续上升，地缘紧张因素有望消失的前提下，油价未来也趋于缓慢下跌。这里，比较例外的可能是黄金，目前由于美元地位的下降，以及印度和中国民间对黄金需求的剧增，黄金已经逐步游离出主要商品体系，对美元和通胀的关系已不再简单传统，未来可望反复向上，800 到 1200 美元 / 盎司很有希望见到，但到 2000 美元 / 盎司则几乎不可能。

而 经济增长呢？近日 IMF 预测，今年全球经济强劲增长 4.9%，成为自 70 年代以来最佳的 3 年增长期。因中国，日本及欧洲经济增长强劲，有助持续抵消美国经济放缓的负面影响。笔者学校的大学者萨缪尔森（Paul Samuelson）近日表示，美国经济可能放缓，但不会衰退，美国经济增长若放缓至 2% 至 3%，这可能对世界其它地区来说是好的结果，美国去年经济增长 3.5%。因美国需求降温或将减低通胀压力，并有助于减少全球贸易失衡，尤其是美国创纪录的经常帐赤字。

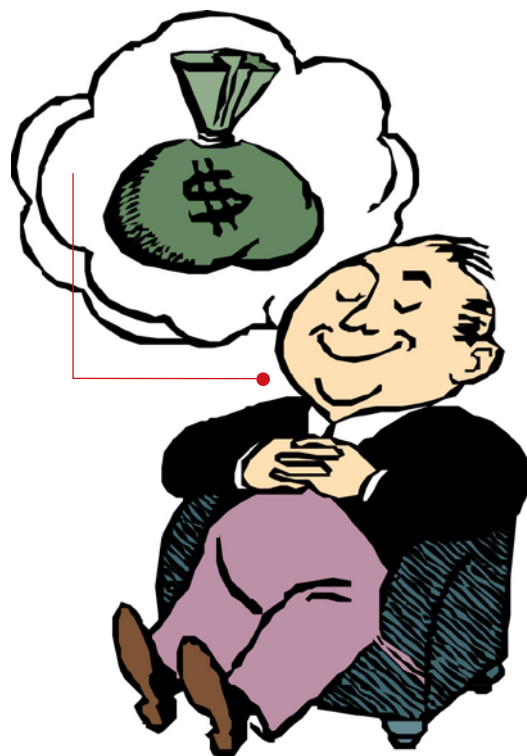


全球流动性问题是表象 资源重新配置需要时间 3

再

看看市场本身的估值吧，据富达基金的统计，印度股市目前市盈率 16 倍，南韩 9 倍，台湾 12 倍，香港 14 倍，因重估盈余的增加，这种 PE 略微低估，但市场在经济增长基调良好的情况下以此低 PE 进入熊市的基础是不存在的。美国股市有一个长周期现象，每隔 20 年一个周期，上一次长期牛市始自 82 年，2001 科网股破灭结束，目前进入有波幅，无升幅的阶段，是否需要等到 2020 年有新的契机突破，笔者不知。相反，金砖四国（BRICs）的经济增长有目共睹，对国际游资的吸引力仍在逐步升温。尤其中国在经济规模和政治环境的稳定性上更显优势，目前在度过制造业繁荣的阶段后，产业升级使得未来服务业的价值和比重在增加。从市场经验看，“通缩猛于虎”，未来金砖四国能在轻度通胀的经济环境中运行有利于资产价格上涨和较长期的股市牛市。

因此，今次，市场的大幅调整仍然属于资本市场



短期过渡投机后的一种修正，一些对冲基金因盲目投机在一些流动性很差的三线股或因衍生工具市场的大幅下跌而出现危机，对新兴市场有一定的冲击，但无改市场的本身方向。常常看到香港媒体或者分析师喜欢用所谓 250 天线牛熊分界线判断市场走向，其实会误人不浅，250 天线是一个趋势指标，但滞后性明显，港股在 04 年的调整中失守 250 天线，但无改牛市性质，相信今次情况相似。投资总希望判断顶部，但并没有百分百的灵丹妙药，还需要回归基本面对未来经济预期和所投资公司成长性有一个基本判断，当然结合一些技术分析指标如市场结构和摆荡指标益处也比较大。过去六周，有近 130 亿美金的资金流出亚洲市场，显然，在市场进入冷静期后，需要的只是时间来重新配置资金。尤其对于一些通过套利（Carry Trade）方式获得资金的对冲基金而言。A 股市场的调整未能触及 50 日均线，非常温和，符合笔者判断的牛市一期的特征，并且在中期业绩期后有望逐步创出新高，今年的实质性阻力在 1900 点附近。港股在改革恒指构成，添加重磅国企如中行，建行，人寿，中石油后，未来两年有望穿越历史新高 20000 点以上。

这个时代的关键词是“中国”

1



笔者 4 年前在波士顿时，中国因素已经成为当时各大公司 CEO 的热门话题，只是这些并没有反映到我们的 A 股市场，到了今天，当吉姆·罗杰斯 (Jim Rogers) 如传教士般的宣传中国股市的价值时，不少人开始恍然大悟。看来中国的故事还是墙里开花墙外香。

最

近，负责管理‘哈佛大学基金’的哈佛管理公司 (Harvard Management Co.) 基于全球市场跑赢美国股市，在第一季度增加在新兴市场的投资，主要包括中国，巴西，南韩等新兴市场，哈佛大学基金有资产 259 亿美金，是全球最大的高等院校基金。其中，新兴市场股票占基金资产 5%。象牙塔里的哈佛用真金白银看好我们中国股票市场的重塑。

招商证券以“伟大的时代”为题分析今后市场的策略，文章对不少普通投资者明白我们目前的市场价值和机会很有意义，值得读读。当然，历史不会简单的重复，我们今天的情况和日本，南韩等有相似之处，但也有很多的差异，差异不仅存在于如漫画家李元馥写的文化传统方面，其它如货币的自由兑换，产业结构，贫富差异，公司治理，衍生工具的发达程度等等，都会对这一轮牛市带来影响，在我们所期待的中国因素中，人民币升值，并购，资产重估，市场增长潜力，金融品种创新，这些都会成为未来市场的主要推动力，并大量吸引国际资金流入。



这个时代的关键词是“中国” 2

在 太多的看好因素前，仍然值得警惕本次对过度流动性，房地产高热，和产能过剩的宏观调控结果，不然，美联储最担心的通胀或许会首先在中国成为问题。事实上，在我们真正认识到适度的 GDP 瘦身可能更有利经济健康前，国际资金仍然会对赌中国因素，近日，在对冲基金对石油和有色金属的围剿逐渐收锣之时，农产品的故事即将登台。应该说，除非较大的天灾，全球范围农产品的供需结构并未改变，但近期，世界范围对用玉米和甜菜提炼乙醇石油的兴趣日益升温，显示乙醇石油可能成为新故事的导火索。如果只是美国倡导乙醇汽油，全球对冲基金兴趣不会太大。但故事的主角在加入了中国这个关键词后，估计罗杰斯背后的基金们又该笑坏啦。显然，我们并没有技术，成本，资源和规模经济的任何优势，盲目上马和推广此等项目，会不会又是捡了芝麻丢西瓜？原油价格上涨，可以牺牲中石化的利益，有色金属上涨，完全竞争的下游企业自认倒霉，但如果农产品再次因为我们自己提供的中国题材全面价格上涨，那么，可能迅速升温的通胀，被迫持续的加息，以及第三次宏观调控，对这一轮的牛市冲击会不可谓不大。目前，相比制造业，中国金融产业尤其是期货行业市场化程度实在太低，使得这个市场不少元老不是改行，就是步入文山会海，令人唏嘘。



券商类股份目前显然跑得过快，中信证券让中国人寿以近 40% 的折让价入股抱团取暖，说明中信现价短期被高估，中信的快速上涨不能只用良好预期解释，也未必真是普通投资者偏好，不排除是一些市场奉为楷模的基金左右手互搏所为。中信过去半年上涨超过 200%，目前往

绩市盈率 100 倍，06 年预期市盈率超过 50 倍，虽然今年明年利润有机会上升很快，不过由于股本大幅扩张，同时拟参与风险高的自营，看来各位股民除了继续参与搏傻游戏外，

很难相信在目前价位能获得持续满意的红利回报。过去的三年牛市中，在风险控制和盈利稳定性上都可以作为中信标杆的美国几大券商的股价上涨幅度只在 40% 到 70% 之间，目前高盛的市盈率 14 倍，美林 16 倍，摩根斯坦利 17 倍。一些研究报告喜欢用某公司 08 或 09 甚至 2012 年的规划或者成长率进行预测本身并没有问题，因为各种估值方法都有相当的主观性，但如果市场主流资金也用这种超长预期合理化其短期投资行为，那肯定高估的是我们的智力，低估的是经济的不确定性。

这个时代的关键词是“中国”³

何来定价权？

铁矿石玩完了，我们再次听到有关定价权的争论，罗杰斯看好旅游，旅游股就涨停，其实本土分析师们对这个行业的理解和分析显然远远超过跑马观花的罗杰斯，但主流资金未必领情。看来如果市场缺乏基本的独立性，仍然喜欢闹哄哄的击鼓传花式游戏，何来定价权？市场舆论常常将投机过度的案例放到游资或者私募基金身上，不过这次躁动的旅游股其实都是基金重仓股。实际上，就笔者认识的一些经过国内股市磨练而在香港，内地从事私募基金管理的朋友来看，由于深知基金持有人是真正的米饭班主，常常花费极大功夫寻求和跟踪能够穿越周期，价值优良的公司，可以说，他们在投资理念，公司内部控制，及投资回报上比之公募基金毫不逊色。相反，一些公募基金在市场上追涨杀跌，翻云覆雨的表现倒比较像索罗斯所称的“噪音投资者”。

伟

大的时代，总是希望有一个堂堂正正的牛市。牛市的美妙旋律在于螺旋中上升，五月份式的狂牛乱奔在初牛出栏（牛市



一期)的时候是正常的，仅仅一个中工国际也还不会坏了这锅汤。但未来的市场中如果频频寅吃卯粮，这个牛能长多大笔者就不得而知。美国股市在上一轮大型牛市之前的70年代末，大量公司市盈率低至6,7倍，传统公司被私有化或者被杠杆收购的故事屡屡发生。同样，目前中国股市的一线蓝筹和不少成长股的价值面临同样的低估情况，徐工和双汇收购案使得投资者重新审视上市公司的潜在资产价值。投资者应该主要买入并持有此等好公司，简单投资，轻松分享中国的经济增长和资产升值，同时，像远离毒品一样，远离过多内幕交易，不平等关联交易和过分概念性的公司。对笔者而言，近期还是看好现金流稳定，增长预期明确并具有核心竞争力的品牌白酒和中药企业比较实在。另外，对于航空业，一个在全球范围常常消灭股东价值的行业，在我们上市的航空公司管理层不再忙于采购新飞机而是真正关心股东回报和公司价值之前，暂时还看不到投资的理由。

地产商过分乐观 资本市场太悲观 1

今年的国六条出台，我们没有看到如 2004 年一样，地产大佬们如任志强，潘石屹通过媒体 PK 各路民间豪杰，相反，本月王石在上海的地产博览会率先对中央政策表示支持。不过，万科在 04 年作了老实人后，显然这次对房地产调控的力度同样拿捏未准，在国六条正式登台前夕，万科，首创等地产商频频高调收地，而据媒体披露，这些土地根本不可能在两年内开发完成，显然，地产商仍然需要等待与政策的博弈。

就近期来看，国六条和九部委 15 条细则，这两只靴子的力度都不轻，主要城市如北京，上海，广州，深圳，成都等都出现成交量急剧下降的现象。房价则表现参差，北京，南京等城市“37 号文件”出台后，大面积房价甚至继续上扬。6 月 20 日，深圳发布“深 10 条”地方细则，在各方观望，成交量急降之下则是各类单位售价均轻微下降。眼下，“90 平米，70%”成为地产界两大关键词。在笔者看来，廉租房新政有如 97 回归后港府推出的“每年 8 万 5 政策”，对未来楼市的影响不可谓不小。

伴随楼市降温，是股市的如火如荼，资金流股市，长远或者间接有利楼市降温，但目前还是让不少投资人有点烦，因为，听说一些投资人把身家赌在了万科上。未来的一年，投资地产股，至少还有几个不确定性。

第一：未来的利率走向，谢国忠认为中国今年还应该加多两次息，央行则眉头来眼去不置可否。其实，以中国目前的经济结构和发展速度，长期保持低息本身并不正常，相反让过多资金沉淀在毫无生气的混凝土中，消耗民间人士大量的消费力。目前，利率逐步升至 3.5% 附近是需要的，加息并不一定增加内需压力，在美联储连续加息后也不会过分增加热钱流入压力，相反对抑制投资冲动有必要。第二：资金链的博弈结果究竟是大鱼吃小鱼，还是大鱼也被鲨鱼吃。第三：由于地产商的结算期往往滞后一年左右，因此，因更改规划和市场成交量缩小对地产股业绩的真实影响何时见底现在判断还早了一点。



地产商过分乐观 资本市场太悲观 2

这

一轮地产的狂热始自人民币开启升值之门。因此，我们看到外商是一贯的好胃口，大摩，麦格理，高盛，AMB，凯雷等不时整栋收购房产是本土地产商的地产世界杯新闻，外商投资从过去以买入甲级写字楼扩展到所有领域，更多收购正在酝酿中。外商似乎对五年售楼要交交易税毫不理会，因为他们打算持有五年以上。外商在 05 年等候上海楼市调整后开始发力，06 年在人民币可望加速升值下加速收购，据统计今天外资在中国房地产投资只是投资日本房地产金额几个百分点，而中国经济长远吸引力显然大于日本。这些都让外资排着队与本土地产商结盟。不过，外资产管理的也多是别人的钱（OPM, Other People's Money），外资投地产项目，就如同进行风险投机一样，也有所谓的基金封闭期，5 年不止，恐怕也很难超过 10 年。本土地产商的满腹发展大计被深圳一个小小“房奴”挑落马下，听说下一步将是针对外资进入房地产的限制，结果又将如何影响这盘棋，实在应该耐心观察。



不过，即使考虑所有的最坏可能，房地产目前也并不是火坑，不然国务院也不会抢着让保险公司往里跳。说房地产行业仍然是一个朝阳产业，相信不会有多少人反对。

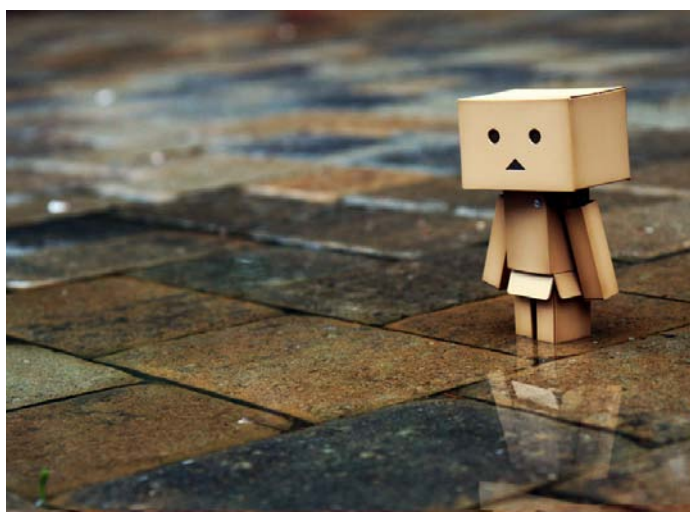
在这个游戏里，如果资金准备充裕，以及利润率和增长率预期合理，房地产仍然是未来一个高利润行业，尤其是对一些土地成本低廉的开发商如华侨城，雅居乐等，万科可能受到的冲击相对会更大。



地产商过分乐观 资本市场太悲观 3

在 强有力的政策调控下，地产商如任志强，潘石屹的所谓地价太高和强烈的需求推动房价上扬的观点比较的脆弱，2001年股市见顶前，股票市场对上市公司的评估也象如此这般良好。显然，中国社会目前的资金显然还不足以支撑股市，楼市两个牛市，风水轮流转，这可以从两个龙头万科和中信的价值看出，中信证券目前市值 480 亿，去年利润 4 亿，今年预测 10 亿，万科市值 220 亿，去年利润 14 亿多，今年预测 20 亿，看来市场投资者用脚分出了两个行业及两个龙头企业眼下的高低。不过，如果你又认为应该弃地产股如敝履，那再看一组数据。

宏都航空在写完这篇文章的 6 月 28 日收市市值 100 亿，接近或者超过华侨城的 120 亿只需要两个涨停板，五个涨停板则超过深发展，如果你选择作股东，会认为哪一个公司更符合价值投资或者买得安心？宏都航空目前绩市盈率 180 倍，06 年一季度业绩 1 分钱，没有人能准确告诉我们未来属于公司生产的教练机几时升空，不过听说这个股票基金云集，当然没有基金会告诉你他们在这个价位仍然会买入（或许有），但可以肯定的是他们多因为看好而没有卖出。基金们都喜欢扎堆可以开出任意球的小盘股，而不是中国石化，招商银行等等，那你应该明白为什么咱们没有定价权啦。地产股同样，咱们在等待香港市场的外资同行先出招。



瑞象免责声明：
本版文章内容纯属作者个人观点，仅供投资者参考，并不构成投资建议，投资者据此操作，风险自担。