

# 转折中的期待

二〇〇五年研究年报

· 主编 聂祖荣

新华出版

# 转折中的期待

——2005 年研究年报

聂祖荣 主编

新华出版社

**图书在版编目(CIP)数据**

转折中的期待 2005年研究年报/聂祖荣主编. —北京:新华出版社,2005.2  
ISBN 7-5011-6966-7

I. 转… II. 转… III. 证券市场—研究—中国—2005—年报  
IV. F832.51—54

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 004338 号

**转折中的期待 2005年研究年报**

聂祖荣 主编

※

新华出版社出版发行

新华书店经销

武汉大学出版社印刷总厂印刷

※

787×1092毫米 16开本 24.25印张 416千字

2005年2月第一版

2005年2月第一次印刷

ISBN 7-5011-6966-7/F·1010

定价:38.00元

## 目 录

### 序 言

变革求存——2005 年证券市场展望 ..... 明云成(1)

### 投资策略

价值投资理念的确立及其路径依赖 ..... 聂祖荣(4)

制度重构下的价值重估 ..... 谭再刚等(12)

转折中的期待——2005 年中国证券市场展望 ..... 课题组(27)

2005 年债市投资策略 ..... 李晓昌(51)

封闭式基金转型预期下的投资机会分析 ..... 雷 泽等(63)

### 行业专题

2005 年多重主题下的行业精选 ..... 毛 冬等(78)

“WTO 后过渡期”受益概念 ..... 叶颂涛等(107)

从高重置成本公司中淘金 ..... 李 兴等(124)

油价波动与产业群的敏感性分析 ..... 卞曙光等(150)

3G 网络:2005 年中国通信行业的最大蛋糕 ..... 欧阳刘琳等(169)

国有商业银行上市——2005 年银行业投资策略 ..... 聂祖荣等(179)

油价仍将维持高位 龙头公司最具价值——2005 年石油化工行业投资策略  
..... 卞曙光等(196)

贸易问题和产业整合联袂演绎——2005 年纺织行业投资策略 .....	周祖禹(222)
增速放缓 强弱分明——2005 年钢铁行业投资策略 .....	杨广伟等(232)
具有个体强势特征的上升周期正在展开——2005 年旅游行业投资策略 .....	田世欣(240)
2004 年湖北上市公司研究 .....	课题组(253)

### 投资方法及模型

机构投资者选股策略及市场表现分析 .....	聂祖荣等(273)
“价值投机”时代的相对估值法 .....	周祖禹(290)
VaR 方法在资产管理业务风险控制中的应用研究 .....	郑 伟(310)

### 券商发展问题研究

保险资金直接入市对证券公司的影响与对策 .....	李格平等(319)
国外创新资产管理产品及其对国内券商的借鉴 .....	马 莉等(339)
基于核心竞争力的证券公司战略发展途径 .....	李 波等(347)
构建湖北地方金融控股公司问题研究 .....	李 波(364)

## 变革求存

——2005 年证券市场展望

明云成

2004 年是贯彻落实《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》的新一年,是资本市场历来积累下的问题集中释放的一年,是基础性制度建设不断推进的一年。一方面,国际化的估值理念持续冲击着 A 股市场的估值水平,引致 A 股市场的价值回归;另一方面,价值回归更加深刻地显示出中国证券市场的各种制度缺陷,并且引发股指进一步深幅调整。2005 年仍然是证券市场变革与转折的延续,国际化必将继续成为潮流,而制度重构和融资困境也会同时摆在我们的面前,中国证券市场的运行环境和演绎模式给市场参与者带来空前的机遇与挑战,竞争激烈而且别无选择,唯有变革方能求存壮大。

自 2000 年开始的经济景气在 2003 年以后渐渐进入高速增长阶段,在城市化和重工业化以及消费升级三大主题之下,证券市场随着经济的景气出现了波段行情,这一波段行情最重要的意义在于经济的景气支持了价值理念在中国证券市场的推进,中国证券市场与国际化接轨进入深化阶段。伴随着投资的高涨和煤电油运等资源约束矛盾的突出,中国的宏观经济出现了拐点,在对经济增速回落的预期下,市场自 2003 年以来形成的以行业配置为表现形式的价值投机盈利模式开始失效,这造成了 2004 年 4 月以来市场进入持续的调整期。

经历了持续的下跌,当整体市场的估值水平下降到了历史低点附近的时候,引发了市场对于估值标准和方法的大讨论,这是中国证券市场与国际化接轨过程中的一次大反思,争论的焦点在于估值的国际化与本土的定价权。实

际上,估值的标准与方法向国际化的接轨是不可逆转的,只不过是如同用国际的标准来分析中国的具体公司以及设定相应的估值参数而已。

中国股市“政策市”的本质依然没有改变。政府用政策调节股指的动机和行为特征仍十分明显,同时投资者对股市政策还具有依赖性。在市场固有的思维模式下,经济增长速度的放缓加强了市场对政策的渴望。2004年《国九条》的颁布已经毋庸置疑地表明了发展资本市场的重要意义,而正在此时,资本市场再度被赋予历史使命。

中国是一个正在融入全球化进程的大国经济体,其长期稳定发展需要一个稳定的金融体系和融资模式,直接融资或股权融资的比例过低使宏观经济承受外部冲击的能力下降。中国金融业每次重大结构性变革往往是由政府主导推动的,本次结构性变革的深层次原因在于:国内融资模式向直接融资转型已经成为中国经济规避系统风险的必要选择。市场经济体制建立和完善的过程就是将经济风险和金融风险不断向市场主体分散的过程,中国经济在不断地发展过程中,为了更好地应对不利的外部冲击,必须将经济风险转由更多的市场主体共同承担。

加快推进国有银行股份制改造是金融机构体系建设的重要步骤,是进一步发挥国有商业银行重要作用、提高国际竞争力、防范化解金融风险和维护国家金融安全的迫切要求。在仅仅依靠政府财政力量难以完成这个重大的政治任务时,资本市场再次被推上前台。国有银行上市以后通过对现有运行机制和股权结构进行彻底的改造,能够改善商业银行的法人治理结构,减少政府对商业银行的直接干预,接受资本市场的外部监督和市场检验,同国外强大的竞争对手展开市场竞争;另一方面,国有企业体制改革的推进仍然需要证券市场的平台,由此可见,作为特定时期的历史使命,资本市场的发展与中国直接融资转型和国企改革息息相关。

正是看到了资本市场的发展面临着新的转折,在2005年预期经济减速的背景下,我们仍对市场充满着期待。2005年策略选择的困难在于各种决定市场走势的基本因素中存在着极大的不确定性,这包括对宏观经济趋势判断的困难和政策的不可预期性。但是,这其中仍有可以寻找的投资脉络。

就宏观经济而言,城市化引导的工业化进程的内生要求和宏观调控都要求城市化和工业化进程朝着一种稳态发展。这就提出了产业结构升级和结构性调整的要求,对于中国产业结构调整而言,我们一方面要注意工业化进程猛然提速之后的内生驱动受到资源瓶颈的约束,另一方面,从国际的经验来看,工业化进程发展到一定的阶段之后,由于其必然更多地建立起国际化的联

系,从而外力对产业结构调整推动作用是十分重要的,因此,内外力所推动的工业化和城市化增长方式的调整是2005年经济的基本特征。这样,对这种非系统性的带有结构性主题投资机会的深入挖掘可能是2005年市场机遇的主要形式。

从机构发展的角度看,2005年也是一个转折年,2005年将是一个机构投资者大发展的新开端,其与2004年不同之处在于机构投资者多元化的趋势更加明显。基金仍然将维持高速增长趋势,基金品种的多样化会更加显著;QFII将继续发展,其先进理念与技巧对市场的影响力将更加扩大;券商虽然两极分化会导致其力量进一步减弱,但长远来看,问题的解决又将引致其新一轮的发展;社保基金与年金入市规模将稳步增长;这些变化将会引发证券市场资金结构的大调整,2005年的机构博弈将呈现出一种不稳定的平衡状态。

2005年机构博弈将初步进入战国时代。由于机构投资者内部以及机构投资者之间分化趋势较为明显,而其中谁也无法占到绝对优势,谁也无法主导市场,因此,机构博弈带给市场的影响将以一种总体温和、局部激烈的方式来表现。这种博弈对市场的短期以及中期走势将产生一定的影响,而要想彻底打破这种不稳定的平衡,必须是宏观或者政策面发生了一种根本性的变化,而且,这种变化能足以改变市场的估值体系,从而使得机构投资者能够打破原有的博弈格局,并在一种新的估值体系下重新构建其博弈格局。现在来看,政策将为打破市场的平衡格局起到关键的作用,虽然目前其具体形式是难于预期的,但无可置疑的是政策的破题将为证券市场发展谱写新的篇章。

市场在转折,我们的理念和经营思路也要转变,缺乏单一而有效的盈利模式将是2005年的重要特征,机构投资者自身在价值理念的基础出现动摇之后,寻找新的盈利模式的努力又面临着基本面的不确定性,这使得主流机构不会轻举妄动,而此时,正是机构投资者的多元化为打破原有的秩序提供了必要的条件。对于我们来讲,2005年是真正考验机构投资者的价值挖掘能力的时期,这将进一步强化价值挖掘对于公司盈利能力的提升作用,这就要求我们下决心、花大力气将研究驱动工作深入落实,真正成为长江证券腾飞的翅膀。



## 价值投资理念的确立及其路径依赖

聂祖荣

中国证券市场已经打破了庄股时代的旧秩序,但如何建立一个以价值投资理念为主流的新秩序是中国证券市场每个参与者正在思考的问题。成为价值投资市场是中国证券市场的目标,也是其走向成熟的标志。但是,中国证券市场不可能一夜之间从一个高度投机市场一步跨入价值投资市场,价值投资理念的确立需要一个不断反复的投资与投机交互作用的过程。在价值投资理念真正占据主导之前,中国证券市场必然会出现一个充满矛盾和困惑的过渡期,理念和行为会在不断的冲突和困惑中实现嬗变。这个过渡期,我们称之为“价值投机”阶段,这是由现阶段中国证券市场的内外因素所决定的,是价值投资理念确立的必经之路。经过这一个过渡之后,中国证券市场必将逐步走向成熟,价值投资理念必将成为市场主流。

所谓“价值投机”,是市场在某一平衡区域,投资者通过发现市场价格与价值的差异来获取利润,也就是发现相对于当时的平衡区域价值被低估的公司,通过价值挖掘使股票价格上涨,当股票价格上涨使被低估的价值消失而卖出股票实现收益。价值投机是投机和投资的妥协,是投机向价值投资过渡中不可逾越的一个时期,由于中国“新兴+转轨”的现实,价值投机可能会较长时间存在于我们这个市场中。

近年来,价值投资作为一种西方成熟市场的主流投资理念被引入中国,备受中国证券市场机构投资者的推崇。经过两年多的演绎,不但以基金为首的机构投资者言必称价值投资,甚至连市场中的中小投资者也对价值投资耳熟能详了,价值投资似乎成为中国证券市场的主流投资理念。但2004年4月的宏观调控却导致基金们推崇的价值投资遭遇寒流,中国的价值投资时代真正到来了吗?

## 一、价值投资时代真正到来了吗？

### 1. 庄股时代崩塌

在过去的十几年中，中国证券市场上的大大小小的庄家非常活跃，俗称无股不庄，散户最常用的股票操作习惯就是听消息，跟庄炒作。然而，正所谓盛极而衰，从2000年开始，随着监管力量日益加强，中国证券市场开始了前所未有的打击庄家的行动。以中科系吕梁的毁灭为起点，东方电子、银广夏、亿安科技、蓝田等股票的庄家遭遇了毁灭性的打击，特别是2003年到达一个庄股崩溃的顶峰，在众多庄家们倒下的同时，庄股如同多诺米骨牌一般，纷纷展开高台跳水表演。2004年春天德隆系三驾马车轰然倒塌，是中国证券市场最后一个强庄的覆灭，也标志着“庄股时代”的完结。

### 2. 后庄股时代呼唤新的投资理念催生价值投资

庄家因庄股而狂，终将因庄股而亡。庄股时代的结束意味着中国证券市场风行一时的高度控盘、依靠资金实力操纵股价的盈利模式告别历史舞台，但市场大大小小的投资者需要寻找一种新的盈利模式来实现资金的增值，这时，以基金、QFII等为主的机构投资者飘洋过海引来了西方成熟市场的价值投资。

在价值投资的指引下，市场的投资行为逐渐趋于理性，从过去盲目“做庄”、“跟风”逐步过渡到对上市公司基本面价值的挖掘上。对宏观经济、行业和公司基本面的分析受到机构及一般投资者的重视，“研究创造价值”、“研究发掘价值”被市场普遍认可，证券公司、基金公司及其它投资机构均设立专门研究部门，并将行业和公司研究作为工作重心，把研究成果作为投资决策的重要依据。在研究的基础上，以基金为首的机构投资者成功地挖掘出汽车、钢铁、石化、电力和银行等“五朵金花”，一年内，五朵金花的最高涨幅超过100%，通过重仓五朵金花，分享行业和公司的成长，基金取得了诞生五年来最辉煌的成绩，2003年全体基金的平均收益在15%以上，远远超过大盘的平均收益。一时间，价值投资的理念得到了广泛的认同，市场上谈得最多的是“大盘蓝筹”和“核心资产”，市场的资金逐渐集中到具有投资价值的少数股票上，使得市场出现“二八现象”、“九死一生”的奇观，同时，基金赢得了中小投资者的青睐，2004年3月出现中国基金史上的奇迹，中信经典和海富通收益成为有史以来超过百亿的开放式基金，不少投资者甚至排着长队参加基金的申购。

### 3. 价值投资遭遇尴尬

然而,好景不长,2004年4月,国家展开宏观调控,汽车等周期性行业纷纷达到行业的景气高峰,随着企业环比增幅的下降,二级市场的股价也坐上了过山车。随着基金们的减仓,昔日的市场宠儿成为弃儿,上海汽车、长安汽车不断下跌,特别是2004年6月17日,51只基金重仓的上海汽车突然暴跌,引发汽车股全线大跌,基金重仓的另一只个股伊利股份,由于独立董事危机,也在同一天跌停。一时间,基金重仓股似乎成了烫手的山芋,纷纷破位,基金净值全线大幅下跌,市场对“价值投资”的种种疑问和质询也纷至沓来。

基于降温中国经济的宏观调控,在不期中让基金的价值投资遭受创伤,价值投资理念遭受市场的不断质疑。在宏观调控面前,价值投资的大盘蓝筹为何如此脆弱?价值投资的买入并持有策略为何在宏观调控下不堪一击?价值投资,是否应该施行波段操作,以避免调控损失?刚满周岁的价值投资遭遇前所未有的困惑和尴尬。

### 4. 价值投资的基本范畴

价值投资最早源于格雷厄姆的《证券分析》。格雷厄姆在《证券分析》中指出,“投资是基于详尽的分析,本金的安全和满意回报有保证的操作。不符合这一标准的操作就是投机。”也就是说,价值投资是通过通过对股票基本面的经济分析,使用金融资产定价模型估计股票的内在价值,并通过对股价和内在价值的比较去发现并投资那些市场价格低于其内在价值的潜力个股,以期获得超过大盘指数增长率的超额收益。在一定程度上,我们认为价值投资与其说是一种理念,不如说是一种方法。价值投资者最常用的估值方法是通过贴现现金流(DCF)、红利模型等方法计算股票的内在价值,将之与股票的市价进行比较,从而决定相应的买卖策略。价值投资重要的盈利模式是通过不断的现金分红获取持续稳定的回报。在具体的操作策略上,价值投资主张买入并长期持有的策略,不主张频繁的进行换手。

价值投资哲学虽然源于本杰明·格雷厄姆,但却是因沃伦·巴菲特成功的实践而发扬光大的,闻名于世。巴菲特认为,成功投资的关键,取决于企业的实质价值和支付一个合理划算的交易价格,而不必在意最近或未来股市将会如何运行,因此,在评估一项潜在交易或是买进股票的时候,投资者应该先以企业主的观点出发,衡量该公司经营体系所有质与量的层面、财务状况以及可以购买的价格。巴菲特进行投资成功的秘诀就是独到的眼光和耐心,他平

均的持股时间为17年,在价值投资理念的指导下,巴菲特投资参股的可口可乐、美国运通、吉列、迪斯尼、时代·华纳、所罗门公司等都为其带来了丰厚的回报。正是由于巴菲特等大师们的成功实践,价值投资逐步成为西方成熟市场的主流投资理念和方法。

## 二、价值投机——价值投资时代的必经之路

随着中国证券市场国际化的进程不断加快,价值投资作为国外成熟的投资理念必将成为中国的主流投资理念,但是,由于中国的证券市场只有短短13年的历史,中国证券市场存在太多的制度缺陷有待弥补,投资者的观念需要不断进化,上市公司的质量难以满足价值投资的要求,中国证券市场不可能一夜之间从一个高度投机的市场一步跨进价值投资市场,价值投资的确立需要一个不断反复的投资与投机交互作用的过程,在价值投资真正占据主导之前中国证券市场会出现一个充满矛盾和困惑的过渡期,理念和行为会在不断的冲突和困惑中实现嬗变。

### 1. 价值投资的困惑和无助

目前的中国证券市场正处于一个新旧交替的时期,国际化进程的不断加快,使得崇尚价值投资理念的力量在逐步增强,但国际化驱动下接轨论使得市场的定价参照体系发生了的混乱,新股询价制度为主的发行制度市场化的改革还未正式推出也造成股票定价的紊乱。投资与投机的冲突,国际化和本土情节的交织使得我们在投资理念上陷入前所未有的困境。

#### (1) 新旧理念的交锋

“庄股时代”的完结虽然意味着一种盈利模式的谢幕,但由于惯性的作用,市场的思维 and 理念依然难以在短期内完成转换。即使思维转变,行为也未必就能在短期内实现转变。过去十年来跟庄的操作习惯使得市场中的大多数投资者依然渴求短期的暴利,投机的力量依旧是这个市场中重要的一极,这也是“9.14”超跌反弹行情存在的原因。价值投资固然逐渐深入市场的每个角落,但投机同样在不少投资者思维中根深蒂固。两种理念的冲突使得我们踟躇难行。

#### (2) 市场功能的错位

中国证券市场从出生就面临着一个市场定位难题。作为一个证券市场应该是个优化资源配置场所,是个投资市场,然而国家却赋予它太多、太重的职

责,特别是近年来,羸弱的市场始终处于不断加重的功能和有限的政策扶持的矛盾之中。一方面,证券市场要承担为国企解困、为银行改革化解金融风险的历史使命,甚至成为平衡各方利益主体的场所;另一方面,目前的政策扶持力度极为有限,在全体投资人最为关注的股权分置问题上,能够充分考虑广大中小投资者利益的双赢方案迟迟难以推出。股权分置的现状使流通股东付出过高的成本,也使目前二级市场流通股定价偏高,股票的投资价值难以显现。市场基本制度建设的不完善令价值投资进退维谷。

### (3) 价值投资基石的匮乏

价值投资的基础是有一大批能够稳定成长、持续分红的上市公司,这是西方成熟市场经过几百年的发展形成的市场基石,但遗憾的是短短 13 年的中国证券市场类似可口可乐、吉利、沃尔玛这种分红能力强的优质百年公司实在是凤毛麟角,少之又少。由于目前中国经济处于高速发展期,每个行业和企业对资金的渴求十分紧迫,出于企业发展的需要,利润主要用于投入再生产,而不是用于分红,这也是造成中国上市公司分红少的制度原因,同时,我国目前上市公司盈利能力普遍不强,也不注重对股东的回报。据统计,近 3 年来,上市公司流通股的年平均分红收益率仅为 0.9% 左右,甚至远低于一年期银行存款,如此低的投资回报是难以吸引机构投资者把红利作为主要的利润来源的,像佛山照明、格力电器等每年都不断分红的价值型公司不过 1300 家上市公司中的 1/10。土壤的贫瘠难以生长价值投资的参天大树。

### (4) 市场之手与政策之手的摇摆

“新兴+转轨”的特殊阶段使得中国市场经常处于政策调控和市场调节的夹缝中。行政调控与市场手段齐出,发行制度市场化与“通道制”的并存是我们这个新兴市场的一大特点。虽然,我们正在向国际化、市场化和规范化迈进,政策市的色彩正在逐步淡化,但毋庸置疑,我们依然是个政策市。两种思维、两种手段的同在使得整个市场无所适从。

### (5) 二个悖论的存在

无限的扩容和有限的市场承受力、不断增多的机构投资者与相对缩小的优质大盘公司成为中国证券市场的两个悖论。每一次股市的涨跌都有扩容的身影,扩容成为市场的双刃剑,为了扩容必须活跃市场,增强市场的承受力,活跃的市场却又因扩容陷入低迷,低迷后因融资需要又再度活跃市场。扩容和

市场承受力应该相互匹配才能让这个循环不断演绎,但无限的扩容和有限的市场承受力打破这个平衡,形成市场的一个悖论。另一个悖论源自投资者的增加和合适的投资对象的稀缺。一方面,随着管理层超常规发展机构投资者的推进,使得机构投资者的力量不断增强,他们需要更多符合价值投资理念的投资对象,然而,优质、大盘的行业龙头公司较为稀缺,市场要求更多的优质公司上市来打破这个悖论。从市场层面看,就是崇尚价值投资的基金们用手中大量的资金去追逐市场稀少的筹码,从而出现“二八、一九”现象,同时,由于大量资金的推动,少量公司的股价已经远远超越了其内在价值,价值投资正在走向价值投机。

## 2. 投资策略彰显价值投机

真正的价值投资在操作策略上多采用买入持有的策略,一旦选好价值被低估的公司就买入并长久持有,不轻易卖出。然而,我们目前打着价值投资大旗的机构投资者在操作策略上却多采用波段操作博取差价,通过资本利得而不是上市公司的分红实现自己的收益。在2003—2004年的行情中,基金精心选择、重仓持有的“五朵金花”出现了相当高的换手率,据我们的统计,汽车股在这次行情中的换手率普遍超过200%,银行股的换手率在200%左右,钢铁、石化股票的换手率也达到150%以上。从这么高的换手率来看,意味着投资者持有这些股票的平均时间不到3个月,通过高抛低吸,获取股票的价格差,这种波段操作的策略明显有悖价值投资的理念,实际就是一种价值投机。

## 3. 价值投机——中国证券市场现阶段投资理念的必然选择

最近市场关注最多的焦点就是估值的标准,认为中国股市的市盈率太高,国际化就是中国的估值水平向香港H股(15倍)、美国股市(18倍)看齐。难道国际化就意味着股市的市盈率一定要与香港、美国市场接轨吗?中国目前市场是一个“新兴+转轨”的市场,而欧美国家是一个成熟的发达国家,不同的经济发展时期、不同的证券市场发展阶段,硬用市盈率这个指标进行强行接轨似乎过于机械化了。

我们认为在估值方法上应该虚心学习西方发达国家的先进方法,同时采取拿来主义,在具体使用中注意到不同发展时期和阶段以及不同行业和公司适用不同的方法。但在估值标准和水平上却不应该机械地向H股和美国股市看齐,中国有自己的经济发展时期,中国证券市场有自己特殊的历史阶段,中国是一个高速成长的经济体,高成长需要高溢价,只有以成长作为对上市公司

的估值偏高的补偿,才能体现出价值投资的真正精髓。对中国股市的估值必须充分体现中国经济和中国股市的特点。决定中国市场估值标准和水平的因素是多方面的,估值标准的确立是一个长期的摸索过程,而且标准本身也在不断变化之中。国际化是一个趋势和潮流,但国际化并不意味着中国股市的股价硬性与国际接轨,国际化更多的是指投资理念和投资方法的接轨。

无论从价值投资的现实基础,还是从价值投资的理念和操作策略分析,我们觉得价值投资并没有真正到来,准确地说,我们这个市场盛行的是一种价值投机。比前10年进步的是价值投机本身是真实价值显现的内在动力之一,不是虚无的报表重组和资金操纵。价值投机是市场在某一平衡区域,投资者通过发现市场价格与价值的不符合来获取利润,也就是发现相对于当时的平衡区域价值被低估的公司,通过价值挖掘使股票价格上涨,当股票价格上涨使被低估的价值消失而卖出股票实现收益。价值投机是投机和投资的妥协,是投机向价值投资过渡中不可逾越的一个时期,由于中国“新兴+转轨”的现实,价值投机可能会较长时间存在于我们这个市场中。

### 三、价值投资——成熟市场中的主流投资理念

虽然中国现阶段盛行的是价值投机,但并不意味着价值投资遥不可及,随着中国资本市场国际化进程的加快和中国经济的高速发展,价值投资必将成为未来中国市场的主流。

#### 1. 经济基础夯实价值投资

从中国经济的发展周期分析,经过2002年以来的恢复性增长,中国经济逐步从高速发展的恢复期步入平稳增长的繁荣期。无论是整体经济还是单个企业开始从注重发展速度转向注重经济效益,企业也从资金饥渴缓慢过渡到资金的平衡期,更加注重持续发展和经营能力,作为上市公司开始把注重股东回报放在一个较为重要的位置。繁荣期的经济很容易产生类似于可口可乐这样的大笨象型企业,他们在平稳发展的基础上,具有充沛的现金流,注重通过现金分红实现股东的回报。这类企业的增多使得价值投资具有十分坚实的经济基础和更多的投资对象。

#### 2. 制度建设进一步催生价值投资

目前为市场所诟病的就是中国上市公司只注重融资圈钱,不注重股东回报。在国外成熟市场中,分红派现一直是衡量上市公司经营状况的一个直接

判断标准,持续分红派现的公司能够得到市场的认同,所以公司很注重对股东的现金回报,一般在上市时就对收益的分配方式和分配比例进行承诺并予以实施,对吸引长期投资者和减少市场投机行为有重要作用。现金分红也是价值投资能够在西方长盛不衰的制度基础。随着管理层酝酿推出上市公司强制分红制度,不但切实保护了投资者利益,而且使投资功能开始回归股市,使得更多的投资者开始把现金分红作为自己的投资回报,不再仅仅追求股票的差价。我们相信随着上市公司强制分红制度、上市公司法人治理等相关制度的出台,中国证券市场会构筑价值投资坚实的制度基础。

### 3. 长线合规资金的入场铸造更多的价值投资者

在过去的中国证券市场,由于市场的参与主体主要是券商和民间私募基金,其中大量的资金来源于银行。银行资金的非法入市造成股市一年一个周期的怪圈,一般而言,行情更多在资金充裕的上半年展开,而在资金回笼的四季度大多清淡。短线资金造成股市的波动性大,持续性差,市场崇尚投机短炒,这也是投机理念横行中国10年之久的原因之一。随着国家超常规发展机构投资者的大力推进,以基金为首的阳光资金已经开始占据市场的主流,目前超过3000亿的基金已经达到整个市值的28%左右,基金的理念和行为开始左右市场。近期,管理层已经放开了保险、社保和企业年金入市的管制,这些真正意义上的长线合规资金的入市无疑是价值投资忠实的拥护者,也进一步增强了价值投资在中国市场的影响力,而且,由于长线合规资金的进场和短线违规资金的离场是同步进行的,此消彼涨,也将进一步加快价值投资主流地位的基础。

此外,2003年年底开始进入中国的QFII,在经过一年的试水后,资金量已经增加到30亿美元。随着资金实力的不断增强,QFII对市场的影响将不再局限在心理层面,将逐步体现在操作层面,无论是选股标准,还是操作策略都将对市场产生深远的影响,QFII们将逐渐从引导市场转向主导市场。而在投资理念上,作为价值投资的身体力行者,进入中国市场后必将使用自己最熟悉的价值投资理念和方法。以基金为首的国内机构投资者使用的投资理念和方法本来就是与QFII同根同源,理念的统一使得中外机构投资者具有很好的沟通基础,在方法和策略上很快能够融合统一,再加上经过剧烈震动后,券商的逐步成熟和稳健,社保、保险和企业年金入市,几股力量的汇合加快了价值投资在中国主流地位的确立。



## 制度重构下的价值重估

谭再刚 伍朝晖 朱心力

过去14年我国资本市场的发展历程表明,资金推动、政策刺激和经济增长交替成为驱动市场行情的主动力。2002年国有股减持和流通成为影响市场的主要因素;2003、2004年则明显由经济增长驱动市场,通过宏观经济和行业景气度的传递,机构投资者发掘出汽车、钢铁等价值型品种,获得了超越市场的收益。然而,2005年,随着经济增长速度的放缓,仅仅依靠经济内生性增长难以追求超额利润。我们认为,对于一个成长中的资本市场,制度变迁的动力可以给投资者带来更多的期待,源于制度层面的重构可以降低市场的系统风险、提升企业的投资价值,进而带来市场价值的重估和溢价。

### 一、寻找市场发展的新引擎

纵观我国资本市场的发展脉络,整体性行情的催生不外乎三个条件:一是资金推动;二是政策刺激;三是经济增长。事实证明,2001年大调整以来,单纯依靠资金推动已经难以主导市场,头疼医头的“救市”政策也效力递减,我国经济在经历2004年宏观调控之后将回归平稳增长的轨迹,上游产业的产值和利润等主要经济指标的增速趋缓,只能为我国资本市场营造一个平稳缓慢的价值增长基础,相对而言,制度变迁的动力可以给投资者带来更多的期待。

#### 1. 宏观经济的超速增长回归平稳

我国经济在经历2003年和2004年上半年的高增长后,随着宏观调控措施逐步到位,未来增速将呈稳步回落的趋势。根据宏观调控的进展,预期2005年经济增长率在8.5%左右,固定资产投资将下降到20%以内,银行货币信贷也将控制在央行的目标之内,经济增长将更加平稳,企业的盈利状况难以出现