



李迅雷:2011 年可能出现集体误判

2010 年中国无论是股市还是债市,表现都不佳,尽管经济相当不错,GDP 增长率在 10%以上,通胀率也不过 3.3%。股市下跌的主要原因,应该还是政策趋紧,A 股历来重政策,A 股与政策周期变化的相关性要高于经济周期,而政策往往会采取反周期的方式,因此,经常出现实体经济走好而股市变坏的反常现象。

A 股的格局是大盘股的动态市盈率已经跌至 15 倍左右,几乎是历史最低,而创业板的市盈率在 70-80 倍之间,中小板市盈率在 38 倍左右。中小市值股票的走势缺乏盈利面的支持,中国经济增长减速是必然的,上市公司的盈利增长预期将从 2010 年的 30%左右降至 20%左右。2011 年资本市场面临的困惑至少有三方面:第一,经济减速导致盈利增速下降,一个成长性不佳的市场前景如何?第二,大市值周期类股票估值水平尽管非常有吸引力,但政策趋紧会不会造成未来盈利的负增长,它们会失去估值优势?第三,如果只是选择有政策扶持、防御性较强的新兴产业,面对估值水平已经透支未来,且未来的成长性又不是太确定的中小市值股票,你不担心泡沫破灭吗?

期望 2011 年指数大幅上扬似乎不太现实。因为中国经济高速增长时代已经步入后期,经济增长的速度将逐步放慢,中国已步入资本过剩时代,企业盈利

占 GDP 的比重将下降,“暴利型”上市公司的数量会减少,股市的波动幅度或会收敛。由于有股指期货和融资融券等工具,市场的魅力不减,但投资需要更专业的技巧才能获取超额收益。即便是盈利增长有所回落,也属于中高速增长水平,中国股市依然是全球最有吸引力的市场之一。

增加对被低估的大市值传统行业股票的配置。有不少金融、地产、钢铁、煤炭等行业的股票被明显低估,很多带有 H 股的大市值 A 股股价水平低于 H 股 20-30%。如果认为这些股票是因为国家宏观调控或本身属于传统产业或夕阳产业而只能给予较低的估值,显然是依据不足的。中国的城市率只相当于日本 60 年代末的水平,大量的基础设施建设、房地产等,都需要钢铁、水泥、机械设备等传统产业的支持,都需要银行提供融资服务。无论是新能源、新材料还是其他新兴产业的崛起,都不意味着传统产业衰退拐点的出现。早在 15 年前,央行已经提出要提高直接融资的比重,但并没有明显提高,其背景就是城市化过程中的绝大部分融资无法通过直接融资实现。

中国经济虽然会有短周期的波动,但 7%-9%的增速维持 5 年以上的概率很大,上市公司盈利平均增长率每年上升 10%以上的概率也比较大,这为传统产业市值占总市值 70%以上的 A 股提供了长期的支持。因此,2011 年增加对被

低估的大市值传统行业股票的配置,把投资看作是一种收藏,应该不会跑输 M2 增速。

小盘股已经持续两年走强,但并不是所谓新兴产业崛起使然,更多是新兴市场参与者的投机偏好所决定。对于成长性行业,必须分清哪些成长只是昙花一现,哪些成长性行业中的企业只是融资规模的增长而不能带来盈利增长,哪些企业虽然成长,但股价已经远远透支了其成长预期。目前,小市值股票的泡沫已经不下于网络股时代,但 2011 年是否马上发生风格转换呢?也未必,2011 年上半年宏观政策的收紧还是会持续,只有当下半年政策放松,周期性行业走出低谷,才是风格转换的契机。

2011 年被忽视的机会或许在于投资者的集体误判,即对政策收紧的恐慌,但 2010 年的经济并未过热,过热的只是物价。2011 年潜在的机会或许是市场回归常态,就如货币政策转向那样,即价格回归价值,市场回归理性,而契机是否是 2011 年国际板的推出?共同基金的崛起和 QFII 的进入,都曾给市场带来了倾向价值投资的风格转换,但都好景不长。说明中国资本市场要走向成熟是漫长的过程,但 2011 年肯定是这一漫长过程中得以进步的一年。2011 年追随成长不应忘记估值,而坚守估值却不要被静态的估值水平所迷惑。

(摘自《21 世纪网》)

描述市场很简单 而预测很难

如果问一个投资者,昨天的市场为什么是这样的、抑或是那样的,他可能会说出很多的理由,似乎这是世界上最简单的事情一样。但如果问同样一个人,明天的市场会是怎么样的,然后再在后来印证他的预测,那么也许会发现,预测明天的市场竟然是如此之难,似乎是世界上最困难的事情。

的确,我们总是能够很清晰地描述昨天的市场,但在预测明天的市场时又常常感到无力和无助。为什么针对同一事物的分析,昨天和明天会有如此巨大的差距呢?这种逻辑显然是讲不通的:如果在昨天削一个苹果需要花十分钟,那么我们预期明天削一个类似的苹果同样需要十分钟并不是很难。

显然,在预测市场方面,投资者们一定有什么东西错了。那么是什么呢?我以为,错的不是对未来市场预测的困难性,而是总结过去市场的简单性。

维特根斯坦在他的《哲学研究》里对语言表述的准确性做了分析。他指出,一般来说,我们总认为自己的语言是精密的;的确,通过语言我们能够在大多数时候准确表述我们的意思,而听到的人也会明白。比方说,一个建筑工人对另一个人说:“石板!”另一个人就会把石板搬过来。

但是,“石板!”这个语言的表达精确度其实有赖于很多外在的因素,比如建筑工地,比如工人们正在工作(考虑一下他们晚上在酒吧里的时候突然说出“石板!”能达到的效果)等等。因此,语言其实是在特定的环境下所表述的对需要表述的事物的几个总结性概括,其有效性高度依赖于环境、人们对语言的已有认识(“石板!”这个词的有效表达需要依赖人们至少能够领会“石头”和“板材”两个概念)等等,而不是语言本身。

那么,回顾来看我们对过去市场的总结,也就会清楚为什么总结总是如此容易,而预测总是如此之难。总结是在当时的特定环境下说出的“石板!”,而预测则好比在一个新的环境中说出同样的词。我们的总结总是挑出了过去经济环境中的几个(最多是几十个吧,但和实际经济、社会所拥有的要素数量相比,仍然是九牛一毛)要素和当时市场之间的关系进行总结,而这种总结是在当时的经济格局、政策导向、投资者心理等等的背景下做出的。显然,把这些孤立的要素生搬过来用以预测未来的市场,无怪乎“最简单的事情”变成了“最难的事情”。

那么预测未来市场这件“最难的事情”有没有解答呢?当然有。对于主观的投资者来说,这需要对事物进行更加辩证、更加依赖历史统计而非简单主观经验的考量。对于量化投资者来说,则需要对更多的市场数据进行挖掘、检测,而非相信仅根据一个市场的数据所得出的模型(以量化研究员为例,一个成熟的模型最少要经历十个以上成熟、非成熟市场总计数百年的历史检验以后,才会得出结论)。而在这些都完成之前,我们需要做的,首先是明白我们对过去总结的局限性,从而在把事情真正总结清楚之前,至少先避免损失。

(摘自《证券时报》)

应健中:集体误判的根本原因

市场格局已经发生了变化了,盯着上证指数预测股市,这是集体出错的一个根本原因。

每年机构们对来年股市进行预测,在以往每年的本专栏中本人都要点评一下这个话题,每年都发觉机构们的预测不靠谱,而 2010 年的错误更甚。2010 年开盘 3289 点,去年底机构们最低看 2800、最高看 4500,结果开盘指数几乎

就是全年的最高指数,最低跌到 2300,这是谁都没想到的。更没想到的是,大多数机构认为 2010 年是个倒“V”字形走势,上半年有行情,下半年没行情。但股市似乎就是与分析师们作对,上半年没行情,下半年有小行情。

思路错了,预测肯定是错的。那么,思路错在哪儿?错在死抱着上证指数。股市发展 20 年了,上证指数与赚钱的相关性越来越弱了,中国股市早

就过了齐涨共跌的阶段,特别是从去年 7 月启动的 IPO,政策的阳光雨露洒向了中小股票,叫中小板也好、创业板也罢,其实都是半斤八两,都是小盘股,这批股票才是金矿。如果死盯着上证指数并且死抱着上证指数的权重股金融股地产股,盼着市场的“二八”翻身,自己不翻身,惨矣。

对今年走势的判断,也是同样的道理,再看上证指数一点意义都没有,

上证指数只是那些大盘权重股的代表,说明不了什么。随着市场的发展,上证指数的作用被弱化得越来越厉害了,只要 IPO 的基调不变,只要政策的阳光雨露依然洒向这些中小企业,今年小盘股的热点还将维持下去。

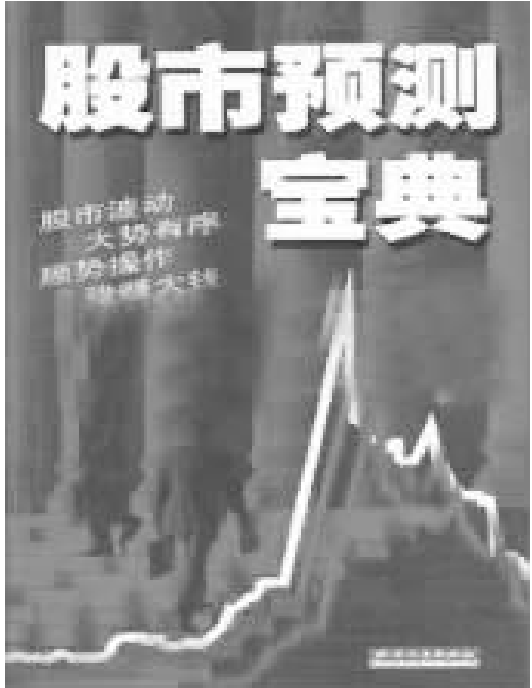
的确,小盘股公司良莠不齐,甚至于有的混迹上市。但事实上,只要这些企业圈到了钱就没有什么风险了。那些被紧急叫停的倒霉公司才存在真正

的风险,如果圈钱失败,估计这些公司难以混过 5 年。而一旦上市成功了,成功圈到钱的企业有什么风险呢?即便瞎折腾,至少 5 年之内还不至于死掉。股市是一个化腐朽为神奇的场所,这也是 20 年股市的最大功绩。

市场格局已经发生了变化了,盯着上证指数预测股市,这是集体出错的一个根本原因。

(摘自《证券市场红周刊》)

市场预测 该不该相信



简单又正确的预测,几乎每家每天都在潜意识中运用过,而对于股市的预测多数投资者和专家并不能准确地把握,那么对于市场的预测究竟该不该相信呢?

对于市场一段时期走势的预测举个例子就像是在开车,其途中会有很多的不确定性,预测成功的基础是这些途中不确定性不会发生,而不会发生的标准就是股价运行准时准点地到达预测位置,当股价运行不能准时准点地达到指定位置时,就说明途中发生了你所不知道的意外事件。

对于市场长期走势的预测就属于乘车,其途中会有更多的不确定性,只有当走势与你预测十分接近的时候,才能够正确预测。所以能准确预测某一点的走势要比预测某段时期走势容易得多,而正确预测市场某一段走势要比正确预测市场长期走势要容易得多,而预测的正确率取决于你的信息提取统计的简单化程度。但是即使是这样也没有人能达到 100%的准确预测,因

为在步行时还可能有意外的事件发生,不过这种事情只是小概率事件罢了。

但这并不意味着预测结果毫无价值,恰恰相反:通过观察预测失误的潜在区间,你可以调整自己的预期,避免做出过分自信的决策。事实上,即使你怀疑预测不准确也没关系。从整体来看,这些预测将有助于指出本年你能合理预期的最好结果和最坏结果——并告诉你你是否应该对未来抱有信心。

而一个折中的方法,就是取不同预测结果的平均值来看待预测。一般而言,来自不同渠道的预测者所获取的资讯以及使用的预测方法都不尽相同,因此其失误往往可以相互抵消。假设有两个预测,一个说股市会上涨 20%,一个说会上涨 4%,结果股市涨了 12%。第一个假设过于乐观了 8 个百分点,第二个假设过于悲观了 8 个百分点,而两者的平均值刚好是 12%,虽然两个预测都很不准确,但其平均值却刚好分毫不差。(摘自《每日新报》)

叶檀 2011 证券市场什么不能碰？



在 2011 年的证券市场,哪些领域是危墙?

一是地产,二是金融,三是东部苟延残喘的中低端制造业。

调控中的地产

无论房地产市场对于中国 GDP 有多重要,所有理智的人都已经认识到房地产对中国金融与实体经济的风险,如果中国融资抵押担保、资金的流动之源全部来自于房地产,如果中国的 GDP 来自于水泥砖块,中国就是下一轮资产泡沫与产业空心化的圣殿。因为全球金融危机而中断的房地产调控在后金融危机时代卷土重来,绝非无数个蜻蜓点水式的经济小调整中无关紧要的一环,而是中国十二五经济结构转型的核心。

见机早的房地产企业已经开始主动减速。今年 1 月 12 日,万科董事长王石公开表示,万科 2011 年的销售额不能超过 1400 亿,换言之,今年万科的销售额增长率将控制在 40%以内。销售领跑的房地产企业主动降速,是为了获得持久的收益,以应对随时袭来的调控。成为 2009、2010 年楼市激素的二三线城市已有透支之虞,实行房产先行的局面不可能持续,今后二三线城市的房地产价格将处于严密的监控之中。

买单阶段的金融业

金融业则处于买单阶段,前两年救市超发的货币在这两年通过各种手段回

收,其中包括发债、再融资、加息等等手段。

对金融行业来说,加息与抑制贷款规模扼住业绩增长的咽喉。新兴市场经济体增长与通胀并存,通胀压力急剧上升。俄罗斯联邦国家统计局 1 月 11 日公布的最终统计数据显示,2010 年全年俄罗斯通胀率为 8.8%,印度与俄罗斯不分伯仲,中国的通胀预期也在节节上升,可能在二季度达到高峰。

即使再不情愿,即使地方投融资平台存在巨大的还款付息压力,央行也不得不加息,否则,食品价格继续高涨原材料价格上升吞噬企业的利润导致失业率上升,埃及就是前车之鉴。中国央行开启加息周期,央行三次加息,这远不是终结。麦肯锡公司最近发布的一份研究报告指出,全球延续 30 年的低利率时代已经过去,未来 20 年内,来自中国和其他大型新兴经济体的投资需求将超过全球储蓄,从而导致实际利率上升。

产业转移中的低端制造业

东部地区缺乏进取精神的中低端制造业是后金融危机时代新浮出水面的危

墙,代表事件就是与中西部争夺农民工。

民工荒是产业转移的正常现象,目前全球产业转移主要在中国进行,中低端制造业从东部转移到中西部是大势所趋,是全球战略转移的成果,可以形象地称之为“将工厂开到民工的家门口”。2010 年全球最大、效率最高的代工企业富士康的大搬迁就是象征性事件。在过去的十几年时间里东部沿海地区一直在重复国外订单多了抢民工、订单少了赶民工的戏码。

拼人力资源的吃苦耐劳,东部拼不过中西部;拼土地等市场资源的廉价,东部拼不过中西部,但东部沿海地区以往的出口积累为品牌与创新打下了基础。东部沿海地区的代工经济是没有前途的,没有利用自身资金充足、观念先进、技术领先的资源禀赋。让我们对于在代工泥潭中挣扎的东部企业挥一挥手,说声再见。

最后,并非最不重要的是,在中国投资领域确实会天上掉组类馅饼,但通常精确地掉到某些特殊的人群口中。因此,这叫内部人士溢价,投资者有必要谨记,当你惦记馅饼时,你只是在给权贵与内幕人士抬轿子。(摘自《中国证券网》)

