

股指黎明前的黑暗风险和机会并存

从 A 股市场的季节性规律看，上涨行情一般出现在上半年，但受到欧债危机蔓延和国内经济增速下滑的影响，2012 年上半年行情料将压后。下半年，历经 3 年多的调整将暂告一段落，股指届时逐渐走强。如果欧美债务危机得以解决，国内经济成功软着陆，中国股市完全有可能走出一波行情，预计沪深 300 指数全年的主要波动区间在 2080 点和 3300 点之间。

估值角度

纵向比较——历史最低

与历史相比，目前我国 A 股的估值水平已经处于最低区域。从市盈率看，所有 A 股、上证 A 股和沪深 300 指数的 TTM 整体法市盈率分别为 13.67 倍、11.54 倍和 10.87 倍（截至 2011 年 12 月 10 日），均处于最低区域，过去 20 年大约有 2 个月的时间低于当前的市盈率。从市净率看，所有 A 股、上证 A 股以及沪深 300 指数的整体法市净率为 2.29 倍、2.02 倍和 1.99 倍，过去 10 年大约有 1 年的时间低于当前的市净率。

图 1 A 股历史市盈率

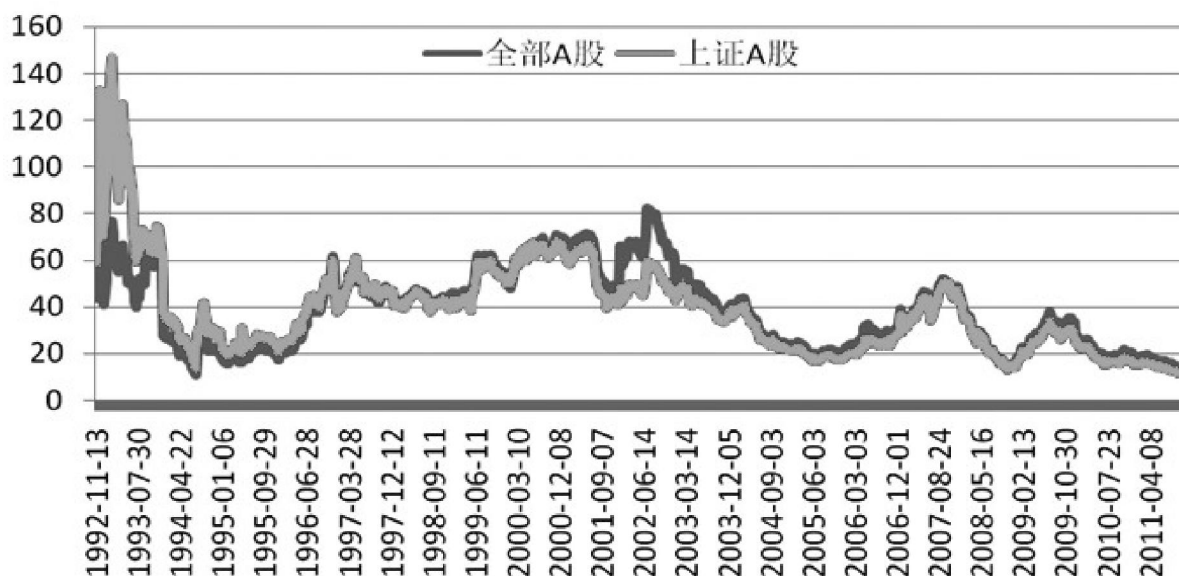
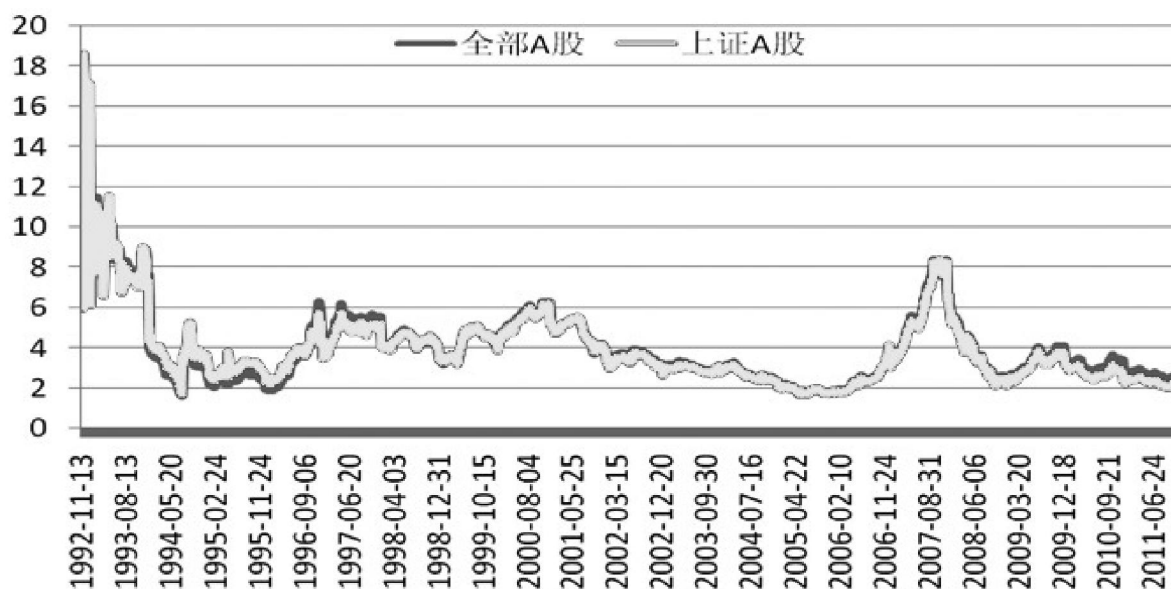


图 2 A 股历史市净率



由于股指期货以沪深 300 指数为标的物,因此我们更关注沪深 300 指数的市盈率和市净率。2012 年如果投资者信心得不到恢复,加上欧债危机又迟迟无法解决,股指还将继续下跌,这个空间会有多大呢?我们不妨假设,即历史上最低市盈率和市净率就是本轮股指行情的下限,这样就能很容易估计出下跌空间。沪深 300 指数的市盈率离最低值仅有 0.61% 的距离,表明后期继续下探的幅度已经很小;市净率离最低值有 16% 的距离,表明仍然存在 16% 的下跌幅度,即在 2080 点附近。

图 3 市盈率离历史最低值的空间

	全部 A 股	上证 A 股	沪深 300	深证主板	中小企业板
当前值	13.67	11.54	10.87	18.25	29.94
历史最低值	11.14	11.47	10.8	8.03	16.2
离最低值的距离	18.51%	0.61%	0.64%	56.00%	45.89%

图 4 市净率离历史最低值的空间

	全部 A 股	上证 A 股	沪深 300	深证主板	中小企业板
当前值	2.29	2.02	1.99	2.77	4.06
历史最低值	1.61	1.68	1.67	1.35	2.32
离最低值的距离	29.69%	16.83%	16.08%	51.26%	42.86%

横向比较——中等偏下

与全球各国的主要股价指数相比,我国 A 股的估值水平又算不上最便宜,只能说处于中等偏下水平。

首先看工业七国(G7):美国的道琼斯工业指数和标普500指数的市盈率都在12倍,市净率则在2—2.5倍,以高科技为主的纳斯达克指数的市盈率和市净率都比较高,分别为22倍和2.5倍;欧洲方面,英、法、德三个主要国家的市盈率都在9倍,而市净率则在1—1.5倍;加拿大和日本的市盈率都在15倍,而市净率则分别为1.78倍和1.05倍。

再看韩国、澳大利亚、西班牙和瑞士:除了目前深受欧债危机影响的西班牙的市盈率和市净率在7倍和1倍之外,其他几个国家的市盈率都在12倍,而市净率则在1.2—1.8倍。

然后看金砖四国:巴西和俄罗斯的估值水平都比较低,市盈率在10倍以下,而市净率则在1倍;经济高速增长的印度,其市盈率在15倍,而市净率在2.6倍;中国上证综指的市盈率在12倍,市净率则在1.9倍,前面三个国家主要股价指数均比中国的估值水平高。

最后看恒生指数和恒生国企指数:二者的市盈率均在8倍,市净率则在1.4倍,比上证综指低。需要强调的是,香港的恒生指数和恒生国企指数都是成份股数量极少的指数,由于主要由大蓝筹股组成,因此通常都有较低的估值水平。

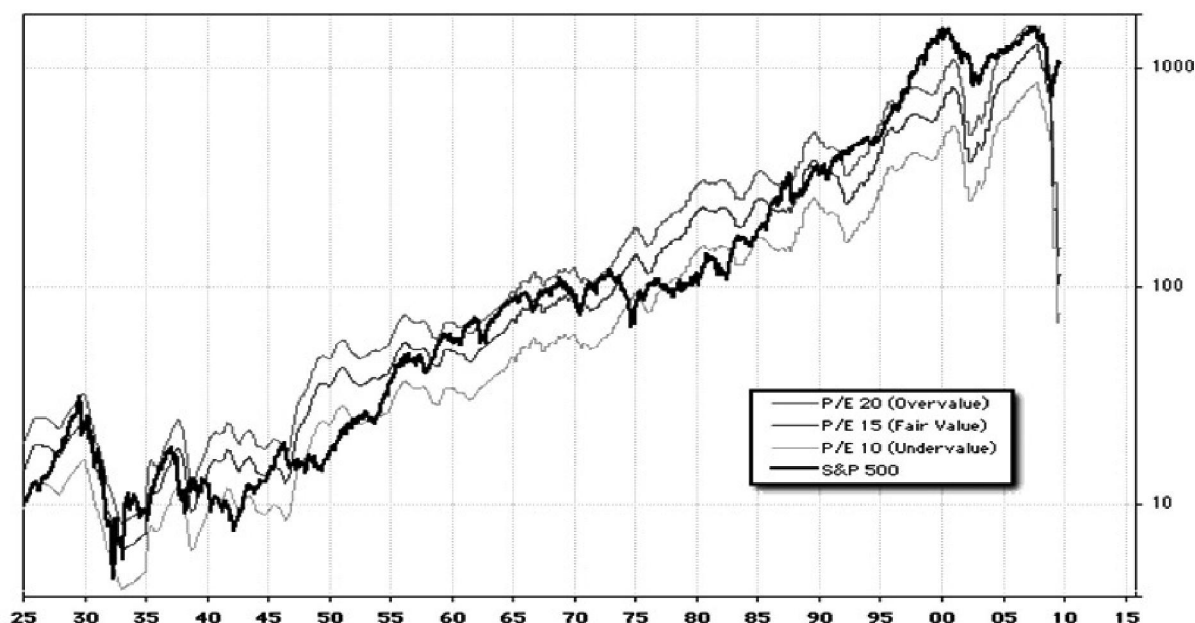
综合来看,我国的上证综指并不是全球最便宜的指数,但是与深受主权债务影响以及增长能力极差的美国、欧洲各国相比而言,每年将近20%的盈利增速又显得我们的估值水平很低。据Wind和Bloomberg的统计,随着企业盈利的上升,2012年上证综指的市盈率将下降至10倍,而沪深300指数的市盈率将下降至8倍。

市盈率有用吗?

市盈率是否有助于股指走势的分析,国内一直存在较大的分歧。否定观点认为,A股是一个依赖于政策和资金的市场,加上近年来实行股权分置改革以及大扩容,市场结构已经发生变化,过去的市盈率没有了参考意义。

国外是否有类似的经验值得参考?为此我们翻看了标普500指数100多年来的市盈率。结果发现,标普500指数的市盈率一直在10倍到20倍的核心区间里波动,均值为16倍,只有在超级大牛市和超级大熊市才会偏离这一核心区间。此外,标普500指数的市盈率在1925年时只有10倍,到2011年,市盈率只增加了20%,至12倍;1925年,标普500指数只有10点,而到2011年,已经上升至1200点,较1925年上升了119倍。由此可见,尽管标普500指数在过去80多年已经发生了巨大的变化(包括成份股的更换、市场规模的扩大、指数的大幅攀升),但市盈率始终在一个核心的区间内波动,这暗示出从大周期的角度看,市盈率对于分析市场走势是有帮助的:当市场很弱,估值很低的时候,如果换个角度看,会发现很好的投资机会;而当市场很强,估值很高的时候,则会发现这时的市场已经存在较高的风险。

图5 标普500指数历史市盈率



统计过去几十年全球主要指数的市盈率分位数，我们发现从低到高的 10%分位数均值在 11 倍，20%分位数均值在 13 倍。而目前大多数指数都低于 20%的下限，甚至有少部分低于 10%的下限，由此可见全球指数都已经进入较为安全的低估值区间。

资金需求角度

由于 2009 年重启 IPO 时正好是市场的顶部，很多人认为市场持续扩容是股指下跌的主因，因此本节从市场对资金需求的角度进行分析。我们认为影响股票市场的资金需求主要分为两类：融资需求和交易损耗，其中融资需求源于新股发行、增发以及配股等上市公司的资金需求，而交易损耗则源于印花税、佣金等交易成本。

资金需求的影响因素

融资需求影响因素包括三个部分：

一是经济增长。随着欧债危机的爆发，全球经济前景黯淡，欧元区和英国 11 月制造业加速收缩；我国地产与贸易双双疲弱，通胀又抑制了宽松货币政策的空间，制造业活动也出现了近三年来的首次收缩，预计 2012 年经济增速将明显放缓。融资需求与经济增长存在正相关，这意味着上市公司的规模扩大能力有限，融资需求将有所下降。

二是 IPO 政策因素。中国监管层有通过控制融资规模来影响市场的传统。2008 年融资需求的快速回落除了经济增长放缓外，更多是受到政策的限制。由于金融危机的全面爆发，上证综合指数从 6000 点历史高点直接跌至 1800 点，监管部门为了避免过多的新股融资对市场造成抽血效应，将大量 IPO 押后。监管层换届变动有使 IPO 发行下降的倾向。有公开资料显示，新证监会主席任职后，三季度已上会并原计划在近期招股的大盘股陕煤股份、中交股份，迟迟未得到证监会放行。

三是企业自身的融资意愿。企业通过股票市场融资存在股权稀释的问题。在企业规模无法扩大和利润大幅减少的情况下，企业继续对外融资（尤其是再融资），容易导致每股利润

下降、股权稀释等问题。另外股价处于低位，对外进行融资很可能由于价格过低导致融资不足、成本过高。

交易损耗主要来自于印花税和佣金等交易成本，成交量越大交易损耗越大。就目前情况看，我国处于弱势行情，市场新低不断，量能也不断刷新低点记录。整个证券市场的成交量从 2009 年 53 万亿元下滑至 44 万亿元（根据 2011 年前 11 个月成交量预计所得），跌幅为 24.5%。政策存在不确定性，加之全球经济放缓，投资者不看好后期市场，预计 2012 年将处于低位振荡格局，交易量进一步萎缩，成交量较 2011 年再下跌 10%左右，大约 40 万亿元，相应的印花税和佣金在 400 亿元和 800 亿元。

2012 年资金需求判断

2012 年的资金需求将在 2011 年的基础上继续下降，预计为 5700 亿元。

IPO2000 亿元，其中主板 740 亿元，中小板 500 亿元，创业板 760 亿元；增发股票 2200 亿元，其中定向增发 2000 亿元，公开增发 200 亿元；配股 300 亿元；印花税 400 亿元；佣金 800 亿元。

权重板块角度

由于银行板块和地产板块在沪深 300 指数中的权重占据半壁江山，因此我们对这两个板块做重点分析。

银行板块

（1）房价下跌对商业银行的影响总体上是可控的

先看对商业银行不良贷款率的影响。我们做一个悲观的假设，即房地产开发贷款的潜在损失规模是 2008 年的 3.5 倍。根据 wind 资讯的统计，2008 年房地产业不良贷款额为 700 亿元，以 3.5 倍计算，2012 年由房地产开发商形成的不良贷款额为 2450 亿元。个人住房贷款风险主要集中在 2010 年下半年至今，大概在 7000 亿元，如果房价跌幅超过 30%，这一部分贷款违约率将会大幅上升。不过对于这部分贷款，即使购房者弃房而去，银行仍可将抵押的房子拿去拍卖，所以其潜在损失为房价下跌的幅度超过购房者已付的部分；即使房价下跌 40%，7000 亿元的亏损银行实质上仅承受 700 亿元。

此外，房价大幅下跌会对经济产生全方位的影响，进而对商业银行整体贷款质量产生冲击。相关学者对中国商业银行贷款质量进行研究，发现在数量关系方面，GDP 增速每变化一个百分点，不良贷款率反向变动 0.56—0.7 个百分点，即在经济进入下行期时，上行期积聚的信用风险会在 GDP 增速放缓的过程中逐步暴露。截至 2011 年 10 月底，金融机构各项贷款余额约 54 万亿元，以此计算，不良贷款将新增大约 4536 亿元。

综合而言，如果房地产领域消费不佳，房价大幅下跌，银行的不良贷款将增加 8000 亿元，从而使得银行的不良贷款上升至 2.5%以上。

同时，商业银行已经做好了风险准备。由于近年盈利良好，目前商业银行已计提充足的贷款损失准备来抵御风险，从拨备覆盖率（贷款损失准备/不良贷款）就可见一斑。截至 2011 年三季度，银行的不良贷款拨备率已达 270%。即使在最恶劣的情况下——预计的房地产开发贷款 2450 亿元、个人住房抵押贷款 700 亿元以及其他 GDP 减退造成的不良资产 4536 亿元，也能够完全被商业银行目前计提的拨备覆盖，不会对商业银行产生根本性冲击。况且实质上如此悲观的假设是难以出现的，据银监会公布的数据显示，房地产开发贷款的平均抵押品比例高达 189%，即使房价下跌 40%，仍相当于贷款原价值的 110%，所以实际不良贷款最终需要核销拨备的部分也会较少。

（2）地方债风险是场政治博弈

地方债务的风险点主要表现为对高额的土地出让金存在较大依赖性。目前地方政府融资平台贷款的还款来源主要包括：平台公司自身现金流对债务本息的覆盖、地方政府可支配收入、国企资产变现。监管层对这轮平台贷款的态度是非常谨慎和重视的。通过一年多的清查整改，目前全国平台贷款基本上得到了分类处置，通过增加抵质押、注入资产等方式落实风险缓释措施。2011 年一季度已确认现金流达到全覆盖、拟退出平台贷款管理作为一般公司类贷款运营的平台贷款 2.8 万亿元，涉及平台 2900 家。总体上看，平台贷款风险状况有所好转，平台高增势头得到有效遏制。

从上市银行 2010 年年底公布的四类融资平台贷款情况看，无现金流和半现金流覆盖的融资平台贷款约占 30%，融资平台贷款余额约 3 万亿元，即可能的不良贷款约 9000 亿元。按此规模估算，整个行业不良贷款率仍可控制在 2.5% 以内。考虑拨贷比由 2010 年年底的 2.2% 提升至 2015 年的 2.5% 以上，按年均 0.1% 的拨贷比提升幅度计算，商业银行的盈利虽受到一定影响，但不至于亏损。

此外需要注意的是，地方融资平台贷款问题不是一个简单的经济问题，而是一个社会问题。如果地方政府大量违约，不仅会造成银行的损失，甚至会引起社会动荡。中央政府出于维持社会稳定和树立主权信用的目的，不会放任问题扩大化。

房地产板块

在限购、限贷等一系列政策的打压下，房地产调控的效果终于在 2011 年下半年显现，主要表现在房价环比上涨的城市个数减少、下跌的城市个数增加。我们认为房地产存在泡沫，但还未到快速破灭阶段。纳瑟姆曲线表明城市化与房地产业发展存在着内在联系：城市化发展持续推动房地产业，当城市化率达到 30% 时，房地产出现第一个拐点，进入高速发展阶段；当城市化率达到 70% 时，房地产出现第二个拐点，进入平缓发展阶段。我国 2010 年城市化率达到 47.5%，预计 2015 年达到 51.5%，2050 年前后有望达到 70%，房地产行业远未到达长期衰退阶段。当初日本的房地产泡沫发生在城市化进程接近尾声时期，而我国目前处于城市化进程的前期增长阶段，不会出现和日本类似的泡沫破裂事件。

结论

通过对综合估值、市场资金需求和权重板块三个方面的分析，可以看出 2012 年股指虽然继续受到宏观层面压制，但国内爆发恶劣系统性风险的可能性较小，不会对银行、房地产等权重行业形成严重影响。从估值上看，目前的股指已经显得很便宜，尤其是在明年企业整体盈利仍然有 10% 到 20% 上升空间的前提下，下跌幅度已不大。从长远角度来看，股指将步入价值投资阶段。明年市场对资金的需求也有望下降，从而有利于市场的企稳。总体来说，预计沪深 300 指数 2012 年全年的主要波动区间在 2080 点和 3300 点之间。