

策略研究

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

陈嘉禾 执业编号: S1500510120010
+86 10 63081251
chenjiahe@cindasc.com

相关报告

策略月报

2010.1 大盘股的相对性机会
2010.3 从全球视角看中期板块配置
2010.4 策略三驾马车之风格转换、
动量和通胀
2010.5 房价跌物价涨, 蓝筹行情等
趋势
2010.6 投资社会进化论
2010.8 我们不缺流动性
2010.9 盘整难以成为市场常态
2010.11 岁到金秋论得失
2011.2 房地产的接力棒
2011.5 消费投资双杀下的蓝筹价值
选择

投资札记 信达看盘

100706.水因地而制流
100728.温故而知新
100804.一根阴线代表不了中期趋势
100816.资本市场的摩厦预测
100827.全球变暖下的农业忧患
101011.我们的预期错在哪里
101021.加息与股市似有还无的关系
101026.日心说与对主题投资的思考
101104.鸡蛋的故事与创业板的估值
101123.熊出没请注意
101217.CAGR30%是个什么概念
110117.警惕缩量的中小盘股
110118.在紧缩和结构高估中前行
110127.优生排序: 你被骗了吗?
110210.从春节效应想到的

请务必阅读最后一页重要的
免责声明

如果估值不曾改变

策略月报 2011 年 6 月 2 日

摘要

- 就估值而言, 目前的 A 股主板指数已经进入了一个安全、但还不是彻底安全的区域, 而小股票指数则还远未达到安全区域。在这种情况下, 仅凭“估值足够低”这样一个逻辑就去抄底, 显然其推理还是不够缜密的。
- 目前小股票受制于五个主要负反馈因素阻击, 主要包括: 盘整导致赚钱效应丧失、监管干预、供应增加、业绩低于预期、流动性逆转。我们再次强调我们对小股票的风险感到的担忧, 并建议对该板块保持低配。退一步说, 即使未来市场能够有所表现, 已经红火了两年的小股票, 其风险收益比又能高到哪里去呢?
- 蓝筹股方面, 面对 PE 只有十多倍、PB 两倍多的蓝筹、特别是金融股来说, 房地产仍然是当前市场和经济面临的最大的风险。如果未来房地产价格下行、行业投资停滞, 对经济的增长、股票利润的获取将带来重大的打击。就目前的形势看, 这种因素利空要多于利多。
- 对于 6 月份的行情, 我们仍认为利空多于利多。我们认为上证综指将保持弱势震荡的行情, 运行区间预计为 2500 点至 2900 点之间。同时, 我们认为中小板综指延续 5 月行情, 继续跑输主板指数的概率依然很高。

目录

1. 估值够低了吗?	3
2. 如果估值不曾改变	5
3. 小股票的五根稻草	9
4. 房地产仍是最大的风险	11
5. 学郭橐驼做投资	13

图表

图表 1: 年初至今沪深 300vs.中小板综指	3
图表 2: 全球主要市场估值一览	4
图表 3: 历史股价和 PB(mrq): 上证综指	5
图表 4: 历史股价和假设 PB 恒定股价: 上证综指	5
图表 5: 历史股价和 PB(mrq): 深证综指	6
图表 6: 历史股价和假设 PB 恒定股价: 深证综指	6
图表 7: 历史股价和 PB(mrq): SPX	6
图表 8: 历史股价和 PB(mrq): SPX	6
图表 9: 历史股价和 PB(mrq): TOPIX	7
图表 10: 历史股价和 PB(mrq): TOPIX	7
图表 11: 历史股价和 PB(mrq): KOSPI	7
图表 12: 历史股价和 PB(mrq): KOSPI	7
图表 13: 历史股价和 PB(mrq): TWI	8
图表 14: 历史股价和假设 PB 恒定股价: TWI	8
图表 15: 历史股价和 PB(mrq): FTSE	8
图表 16: 历史股价和假设 PB 恒定股价: FTSE	8
图表 17: 历史股价和 PB(mrq): HSI	8
图表 18: 历史股价和假设 PB 恒定股价: HSI	8
图表 19: 各主要市场对应加权净资产年化 CAGR 增速及对应区间起始年份	9
图表 20: 中小板综指 2008 年至今走势	10
图表 21: 中小板综指 vs.R007, 2009 年至今	11
图表 22: 房地产投资资金来源总额年同比增速 vs.合计货运周转量同比增速	12
图表 23: 房地产投资资金来源总额年同比增速 vs.合计客运周转量同比增速	12
图表 24: 房地产投资资金来源总额年同比增速 vs.M1 同比增速	13

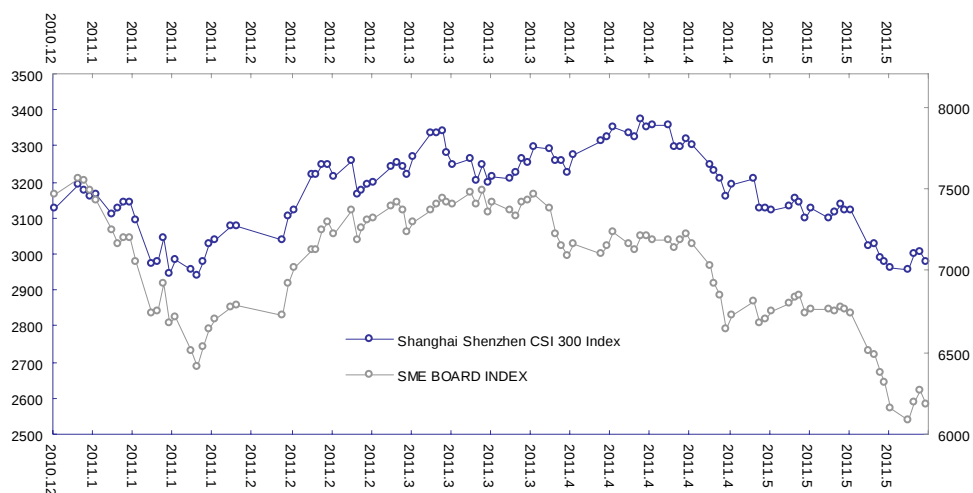
1. 估值够低了吗？

中河失船，一壶千金。贵贱无常，时使物然。 - 《鹖冠子·学问》

慢慢磨死人，那么现在的估值到底算不算够低呢？

在 2010 年跌了一年以后，2011 年的市场继续下挫，大盘指数基本上延续了去年的下跌，中小板、创业板指数也多多少少把去年的涨幅基本赔了出来。于是我们不断接到投资者的询问：“现在估值够低了吧？”言下之意，如果估值够便宜了，管它什么趋势、宏观经济、流动性，我们就要买啦。

图表 1：年初至今沪深 300vs. 中小板综指



资料来源：信达证券，Bloomberg

当然，估值够不够低，和股市会不会反弹，本身就是两个命题 - 2007 年 12 月中到 2008 年 1 月还反弹呢。但是这里也存在一个极端情况，就是“如果估值足够低，那么股市即使不反弹，也不会下跌了”。所以，搞清楚现在市场的估值到底够不够低，也是有一定意义的 - 起码如果我们发现它不够低以后，就不会再以“估值不可能再便宜了”的理由去买入股票。另一方面，这当然也不妨碍我们以“趋势转好”为理由做出同样的动作。

如果看蓝筹股的 PE 估值，即使和发达国家、地区的股市相比，现在也确实是比较便宜了。即使考虑到这些国家、地区的股市在金融危机后的反弹幅度高于 A 股的主板指数，A 股主要指数的 PE 还是偏低 - 至少不算太高的。

但问题是，相比之下，A 股主要指数的 PB 仍然不够便宜 - 也就是说其相对低廉的 PE 是建立在过去 12 个月高 ROE 的基础上的，尤其是金融股的高 ROE。而且，作为参照物的外围市场，其当前 PB 在其历史上并不算最低廉的，除了美股外，大致处于

中等水平。也就是说，这个参照系仍有向下的可能。总结这两个角度来看，A 股主要指数的估值确实已经不贵，但如果说它是地板价，还是牵强的。

图表 2：全球主要市场估值一览

		2009.12	2010.12	当前	2010年	2011年	PE	PB	总市值
		2009-12-31	2010-12-31	2011-6-2			ttm	mrq	USD bn
中国	上证综合指数	3,277	2,808	2,723	(14.3%)	(3.0%)	15.23	2.33	2,762
	深证成份指数	13,700	12,459	11,590	(9.1%)	(7.0%)	18.57	2.91	257
	沪深300指数	3,576	3,128	2,979	(12.5%)	(4.8%)	16.15	2.46	2,560
	CSI Smallcap 500 Index	4,485	4,937	4,439	10.1%	(10.1%)	40.40	4.04	490
	台湾证交所加权股价指数	8,188	8,973	9,016	9.6%	0.5%	16.00	1.92	844
	海峡时报指数	2,898	3,190	3,156	10.1%	(1.1%)	10.58	1.61	412
	孟买SENSEX 30指数	17,465	20,509	18,609	17.4%	(9.3%)	16.87	2.95	628
	韩国KOSPI指数	1,683	2,051	2,124	21.9%	3.6%	0.95	1.37	1,091
	泰国证交所指数	735	1,033	1,066	40.6%	3.2%	13.56	2.02	284
	菲律宾综合指数	3,053	4,201	4,247	37.6%	1.1%	14.97	2.36	93
	越南证交所指数	495	485	436	(2.0%)	(10.1%)	9.18	1.64	27
	日经225指数	10,546	10,229	9,562	(3.0%)	(6.5%)	17.48	1.24	2,378
	香港恒生指数	21,873	23,035	23,277	5.3%	1.0%	12.24	1.77	1,599
	恒生中国企业指数	12,794	12,692	13,033	(0.8%)	2.7%	11.87	2.06	639
亚洲	标普/澳证 200指数	4,871	4,745	4,626	(2.6%)	(2.5%)	16.24	1.96	1,354
	道琼斯工业平均指数	10,428	11,578	12,290	11.0%	6.2%	13.49	2.74	3,755
	标准普尔500指数	1,115	1,258	1,315	12.8%	4.5%	14.97	2.22	12,260
	纳斯达克综合指数	2,269	2,653	2,769	16.9%	4.4%	23.39	2.83	4,487
	加拿大标普/TSX综合指数	11,746	13,443	13,528	14.4%	0.6%	19.22	2.11	1,795
	墨西哥综合指数	32,120	38,551	35,411	20.0%	(8.1%)	16.75	2.99	339
全球主要市场	巴西圣保罗证交所指数	68,588	69,305	63,411	1.0%	(8.5%)	9.43	1.58	1,019
	富时100指数	5,413	5,900	5,929	9.0%	0.5%	14.42	1.84	2,758
	法国CAC 40指数	3,936	3,805	3,965	(3.3%)	4.2%	11.81	1.28	1,480
	德国DAX 30指数	5,957	6,914	7,217	16.1%	4.4%	12.43	1.49	1,095
	西班牙IBEX 35指数	11,940	9,859	10,339	(17.4%)	4.9%	9.04	1.36	705
	意大利富时MIB指数	23,248	20,173	20,866	(13.2%)	3.4%	13.29	0.87	556
	荷兰AEX指数	335	355	346	5.7%	(2.4%)	11.02	1.31	529
	OMX斯德哥尔摩30指数	952	1,156	1,159	21.4%	0.3%	13.46	2.20	598
	瑞士市场指数	6,546	6,436	6,496	(1.7%)	0.9%	15.88	2.38	1,000
	富时250指数	9,307	11,559	12,010	24.2%	3.9%	17.31	1.93	376
	富时350指数	2,824	3,129	3,158	10.8%	0.9%	14.71	1.85	3,134
	里斯本BVL综合指数	2,902	2,722	2,791	(6.2%)	2.5%	12.23	1.29	202
	华沙WIG指数	39,986	47,490	49,929	18.8%	5.1%	7.32	1.25	291
	俄罗斯RTS指数（美元）	1,445	1,770	1,862	22.5%	5.2%	7.64	1.19	881
	富时/JSE 南非综合指数	27,666	32,119	32,322	16.1%	0.6%	14.25	2.33	786
	埃及HERMES指数	573	664	547	15.7%	(17.5%)	12.35	1.51	45
	安曼证交所总指数	2,534	2,374	2,159	(6.3%)	(9.0%)		1.09	25
	富时/JSE 南非领先40指数	24,997	28,639	29,034	14.6%	1.4%	15.45	2.41	656

资料来源：信达证券，Bloomberg

相较之下，小股票的估值就高了不少，中小板综指、创业板指数的 PE 普遍达到 40 倍乃至更高 - 这个数字还包含了新上市公司普遍高于平均水平的前溯 12 个月财报。如果看 PB，则数字多为 4 倍左右，仍然处于一个比较高的位置，但相较 PE 的高估值，似乎略可以接受一些。

但是，小股票看起来略低一些的 PB 估值并非一个好的现象。事实上，我们更应该依赖其 PE 估值的相对位置，以排除其近年来大量超募资金的影响。中小板、创业板除去现金部分的净资产 PB 估值分别为 8.7、12.1 倍，相较除去金融股的上证 50、沪深 300 则分别为 2.7、3.0 倍。

所以看了以上数据，我们应该可以下这样一个总结，就估值而言，目前的 A 股主板指数已经进入了一个安全、但还不是彻底安全的区域，而小股票指数则还远未达到安全区域。在这种情况下，仅凭“估值足够低”这样一个逻辑就去抄底，显然其推理还是不够缜密的。

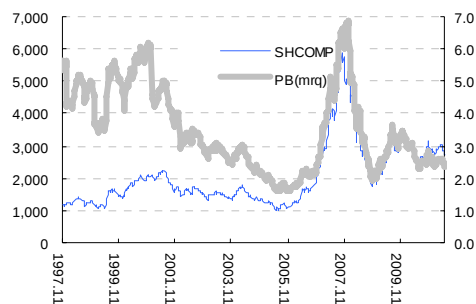
2. 如果估值不曾改变

其实股票投资，拆开来很简单，就是算两个数字，一个是净资产（用 PB 估值法的时候）、或者盈利（用 PE 的时候）增长的怎么样？另一个是估值增长的怎么样？鉴于盈利的变动相对来说比较大，我们这里打算看一下，如果 PB 估值恒定的话，我们的股市在过去多少年是个什么样子？换句话说，我们想看一下，过去的股票指数对应的复权净资产的变动是怎么样？另外估值的变化又对市场产生了多少的影响呢？我们并希望能据此对未来的判断提供一些猜测：指数在多少倍估值的时候就进入了底部区间？（这个问题当然是无解的，至少是没有完全靠谱的解释，但是希望一些讨论至少可以在不靠谱中间加入一点靠谱。）

首先是 A 股市场，如下图我们可以看到，A 股市场在过去可统计数据的十数年中，其 PB 估值的区间普遍在 1.6 到 7 之间，波动很大。但其分母 B 的数值则变动很小，几乎沿直线上升 - 也就是说如果估值保持恒定，相应的股价也应该几乎沿直线上升（下图中右侧图黑色线）。经测算，其 CAGR 普遍高于 10%。

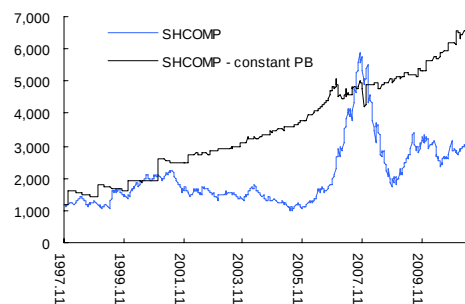
就当前来看，上证综指的 PB 大概在 2.3 倍附近，深综指则在 3 倍略多。在 A 股的历史上，特别是上证，可以算是一个低点。但问题是，A 股的历史靠得住吗？为此，我们需要多看一点市场。

图表 3：历史股价和 PB(mrq)：上证综指



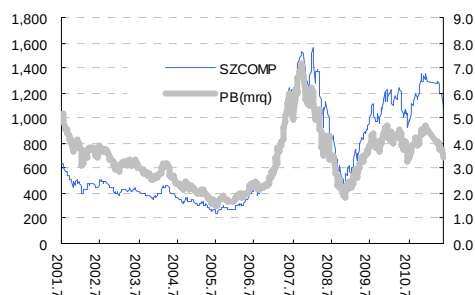
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 4：历史股价和假设 PB 恒定股价：上证综指



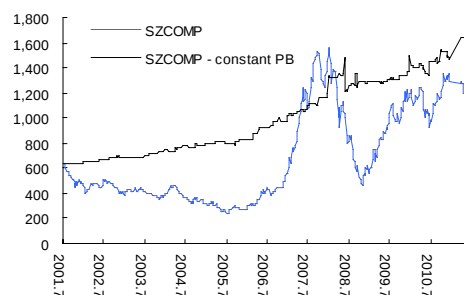
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 5：历史股价和 PB(mrq)：深证综指



资料来源：信达证券，Bloomberg

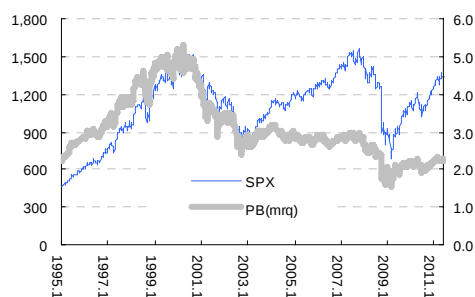
图表 6：历史股价和假设 PB 恒定股价：深证综指



资料来源：信达证券，Bloomberg

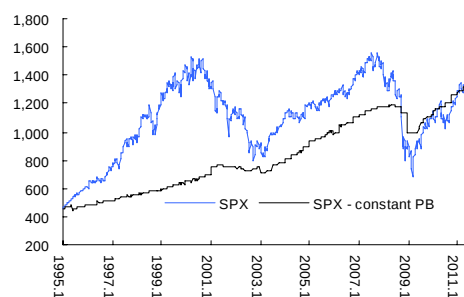
美国的情况是，净资产的增长速度高达 6.6%，这在一个发达经济体中难能可贵，尤其是在和马上要讨论到的日本相比以后，更显得如此。但是，在科技股泡沫、次贷危机等冲击下，美股的估值也是上蹿下跳，这里分析的标普 500 的 PB 最高超过 5 倍，最低则在 1.5 倍附近。

图表 7：历史股价和 PB(mrq)：SPX



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 8：历史股价和 PB(mrq)：SPX

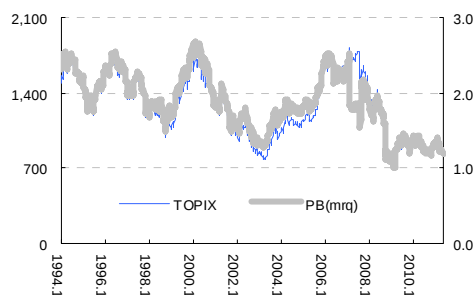


资料来源：信达证券，Bloomberg

那么发达国家是不是 PB 到了 1.5 倍 - 恰如 A 股历史显示出来的那样 - 就是非常好的买入机会了呢？且慢，下图给出了日经指数大相径庭的情况。在过去 15 年的时间里，日经指数对应的复权净资产几乎没有增长，而指数的博弈几乎完全来自于估值的博弈。其 PB 最高到 2.8 左右，但最低接近于 1。

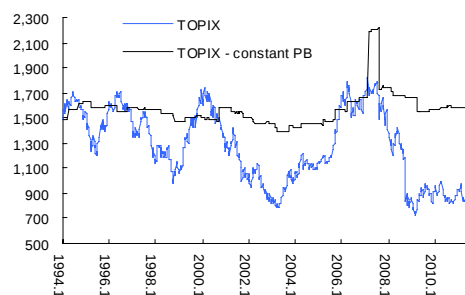
也就是说，在日本做投资，即使能够等到 PB 等于 1.5 的时候全仓杀入，则最多可能承受 33% 的跌幅 - 其净资产是没有增长的（其实也不能说完全没有，我们测算的数据显示其在 1994 年至今的 CAGR 增速为 0.39% - 微乎其微 - 另外如果以美元计价，则其还是在增长的）。

图表 9：历史股价和 PB(mrq)：TOPIX



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 10：历史股价和 PB(mrq)：TOPIX

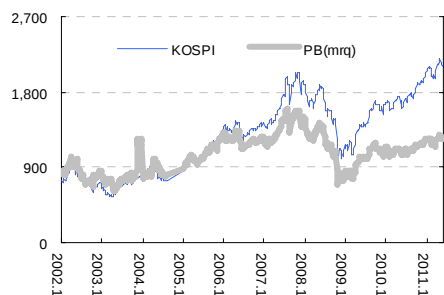


资料来源：信达证券，Bloomberg

看了以上的 3 个例子，有人会想，那么我们能不能这样总结：在有增长的市场，PB 的底线大概是 1.5 左右，而没有增长是 1 呢？韩国的例子再次告诉我们，投资是个复杂的事儿。如下图，韩国 KOSPI 指数在过去 9 年中，其对应的净资产 CAGR 增速为 7.45%，但其 PB 常年低于 2 倍，最低甚至达到 0.8 附近。

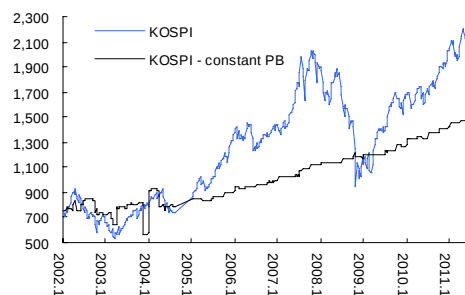
恕我们对韩国市场尚无足够的了解，我们还无法准确解释为什么在净资产高速增长的市场会出现 PB 很低的情况？但至少这个例子可以告诉我们，事情没有想象的那么简单。另外一个例子则是台湾地区市场，其在经历了 90 年代初期的亢奋以后，2000 年之后 PB 估值一直偏低，徘徊在 1.5 和 2 之间，偶尔还下挫到 1 - 比较之下，美国在 2008 年也只下挫到 1.5 - 尽管其指数对应的净资产 CAGR 增速保持在 4.57%，且其市场充斥着大量的高科技公司（一个问题是，究竟是台湾地区的高科技公司技术含量高，还是 A 股的科技板块技术含量高呢？）

图表 11：历史股价和 PB(mrq)：KOSPI



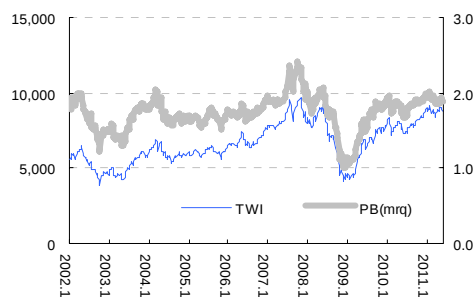
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 12：历史股价和 PB(mrq)：KOSPI



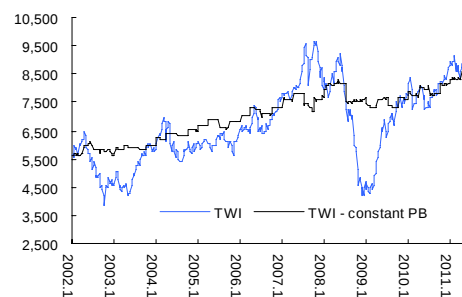
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 13: 历史股价和 PB(mrq): TWI



资料来源: 信达证券, Bloomberg

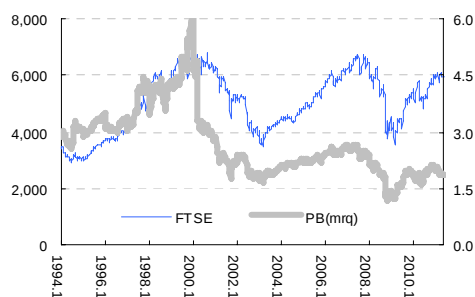
图表 14: 历史股价和假设 PB 恒定股价: TWI



资料来源: 信达证券, Bloomberg

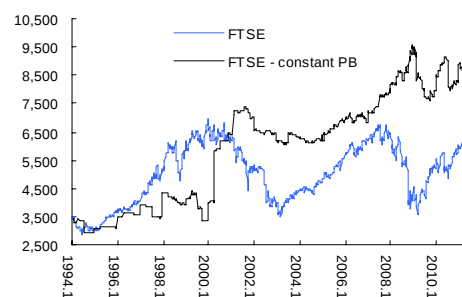
另外两个成熟的、增长速度也算不错的市场, 英国和香港市场, 其 PB 估值也表现出了相当大的不确定性, 以及相当宽阔的区间。在 1994 年至今的 17 年中, 英国 FTSE 指数的 PB 在略大于 1 到 6 倍之间, 香港恒指的 PB 则在 1 到 3.5 倍之间, 而两个指数对应加权净资产的 CAGR 增速则分别高达 5.94%和 6.75%。

图表 15: 历史股价和 PB(mrq): FTSE



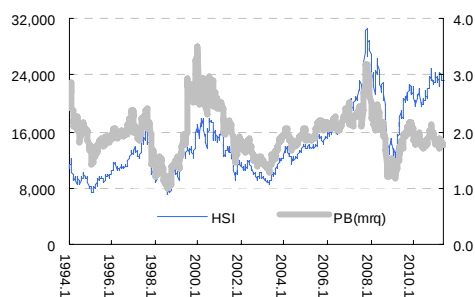
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 16: 历史股价和假设 PB 恒定股价: FTSE



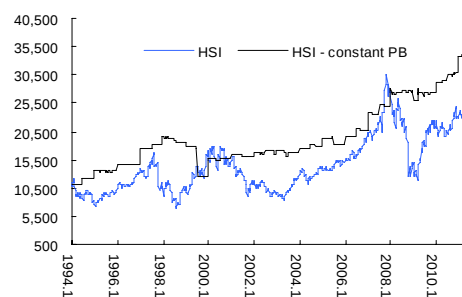
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 17: 历史股价和 PB(mrq): HSI



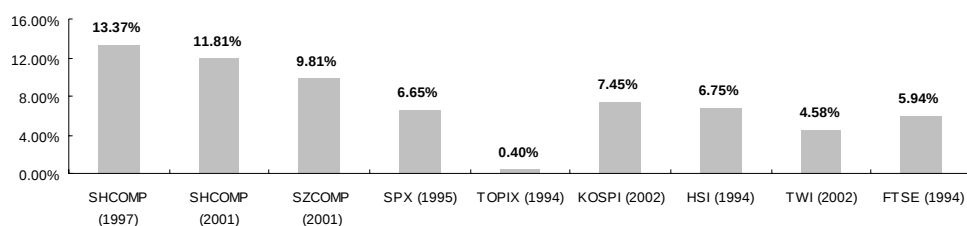
资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 18: 历史股价和假设 PB 恒定股价: HSI



资料来源: 信达证券, Bloomberg

图表 19：各主要市场对应加权净资产年化 CAGR 增速及对应区间起始年份



资料来源：信达证券，Bloomberg

总结以上的论述，我们想，至少可以得出以下的几个结论：

- 可以看到的是，PB 跌破 1 的情况并不多见（注意是全市场 PB，我们还没有研究板块的 PB），甚至可以说几乎没有 - 即使跌破，也会很快回复。当然，现在市场 PB 仍然高达 2.5 倍以上，小盘股高达 4 到 5 倍以上，所以这个 1 倍暂时还是没有意义的。另一方面来说，如果以 PB 等于 1 为最安全的、不考虑趋势和心理只考虑最保守投资边际的铁底，则现在离这个铁底还早，特别是对小盘股来说。
- 其实，为什么 PB 等于 1 是铁底，也是可以理解的。由于指数包含了各个行业，可以说是社会资本的集成，则资本在平均意义上至少等于其买入价格，对于全社会来说，是一个平衡的算术题。
- 并非越高的公司增速就会对应高的估值（韩国股市、A 股 2001 年到 2005，等等），也不是低的公司增速就会对应低的估值（欧美 2000 年左右、日本市场 PB 大于 2 倍时）。
- 最后，如果说现在的股价真的足够便宜，那么很多时候是从 PE 来说的 - 而 PE 是严重依赖某些板块、特别是银行板块的盈利的。从变动慢的 PB 来说，仅就价值论，现在的整体股市还没有到底 - 更遑论估值 4、5 倍的小股票了。

3. 小股票的五根稻草

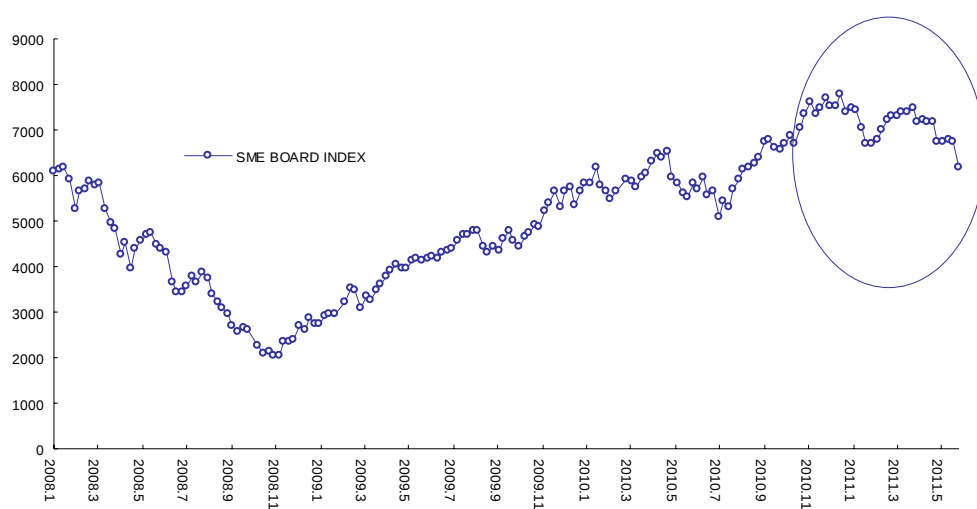
半年多前，在中小板综指还在 6500 点的时候，我们曾经写过一篇文章，叫《小盘股泡沫将破》。在文章中，我们指出小盘股泡沫是一个典型的索罗斯所描述的由正反馈形成的泡沫，其未来的终结，在估值重心这个最重要、但也只在长期起作用的因素之外，需要五个中期负反馈因素的制约。

现在，时隔半年，中小板综指在冲高到 8000 点之后再度回落，已经回到 6000 点左右。那么，这些负反馈因素是否开始起作用了呢？下面，就让我们逐一掰一下这五个负反馈因素。

第一个负反馈因素：盘整导致赚钱效应丧失。投资者买入某项资产的唯一目的，在于

其未来能够带来回报。在正常金融体系中，这种回报主要由资产所附加的生产力决定，比如一辆车每年可以拉的货、一个矿每年可以产出的矿石等等，体现在金融体系上，则表现为 ROE、分红、票息等等。但在一个泡沫状态中，这种回报则主要来源于短期内价格的上涨。而当这种上涨遭到一段时间的暂停后，投资者对这种上涨所能带来回报的预期就会下降。也就是说，赚钱效应是维持泡沫的关键，而盘整是其最大杀手。其实，看看历史就可以发现，股票市场泡沫的顶点一般都像一个尖锐的山峰，而在山顶很少有平地。就目前来看，中小板综指从最高点至今已经盘整了半年左右。

图表 20：中小板综指 2008 年至今走势



资料来源：信达证券，Bloomberg

第二个负反馈因素：监管干预。监管层干预通常会带来强大的负反馈，但在这次泡沫中，我们很意外的没有看到监管层有如在 2007 年泡沫中采取的频繁干涉 - 特别是在考虑到当前小股票的估值和当年整体市场相差无几的情况下。我们认为这代表了监管水平的提高，因为成熟的投资者从来都不是保护出来的。不过，另一方面，监管层对借壳上市的新规在很大程度上将降低壳资源概念股的预期估值，这将对目前的小股票泡沫有所压制。

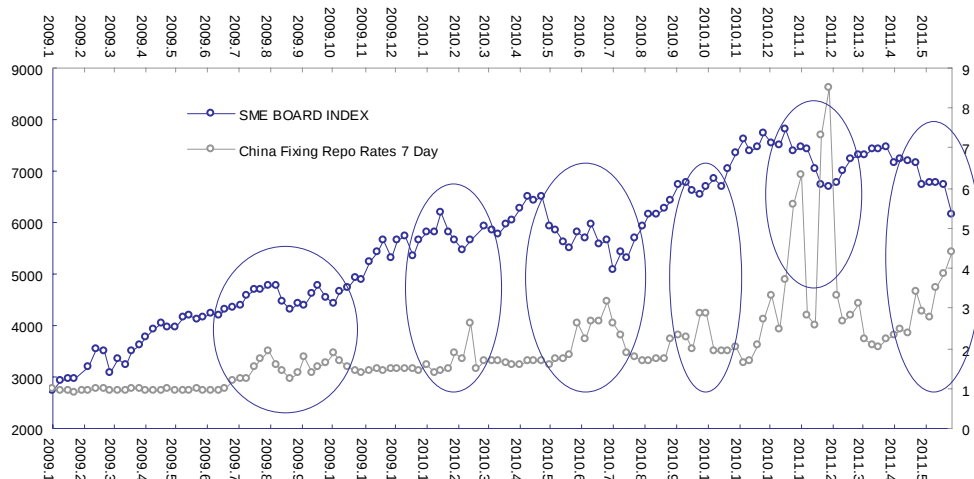
第三个负反馈因素：供应增加。这个因素目前看来比较明显，其微观层面一方面是供应增加分流了资金，另一方面是过高的发行价给了大股东更强的减持意愿。另一方面，从长期来看，A 股的股票发程序有向成熟市场备案制类型程序过度的倾向，这也会在一定程度上增加供给、特别是在股票价格普遍高于其实际价格时的供给 - 反过来说，备案制类型的发行程序也会在股票价格过分低于实际资产价格时抑制供给。

第四个负反馈因素：小盘股业绩低于预期 - 这在近期发布的财报中已经部分得到体现。考虑到中国的实际经济情况，内地公司中大公司普遍对小公司有更大的优势，体现在一些容易形成自然垄断、同时客户流动成本较高的行业则更是如此，比如金融、交运、公用事业等等。记得看到一篇文章曾经提到，中国小公司能够成长为大公司的比例大概只有 3%到 4%，而在加拿大和美国则有 10%到 15%。另一方面，考虑当前

小盘股中新上市公司的比例远高于蓝筹股，而新上市公司从概率上来说更容易推高上市前的盈利，这就将导致新上市公司在上市后的盈利增速平均要逊于已上市数年的公司。

第五个负反馈因素：流动性逆转。在半年前我们认为小盘股泡沫会破裂、并给出五个因素的时候，我们并不认为流动性会变成一个重要的因素，因而把这个负反馈因素放在了第五位。在当时来看，通胀并没有变成不可遏制，同时我们也以为流动性主要由数年的高货币增长累积而成，因此很难在几个月内下降。但就目前的数据来看，我们发现一个不可否认的事实是，中小板综指在 2009 年初以来的数次回调，都和回购利率的上升紧密相关。在这样的数据面前，我们不得不承认，流动性对小股票产生了极大的压力 - 我们甚至不能排除小股票泡沫与过去两年宽松货币的关系，可能恰如美国房屋泡沫在 2007 年以前和宽松货币政策的关系一样。

图表 21：中小板综指 vs.R007，2009 年至今



资料来源：信达证券，Bloomberg

结合以上的分析，我们再次强调我们对小股票的风险感到的担忧，并建议对该板块保持低配。退一步说，即使未来市场能够有所表现，已经红火了两年多的小股票，其风险收益比又能高到哪里去呢？

4. 房地产仍是最大的风险

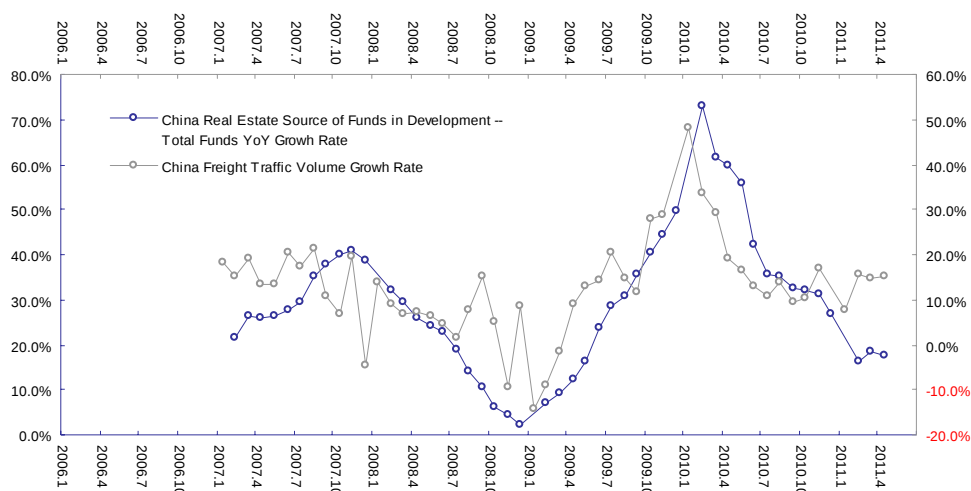
就我们的认识来说，房地产仍然是当前市场和经济面临的重大风险。如果未来房地产价格下行、行业投资停滞，对经济的增长、股票利润的获取将带来重大的打击。

从下面的图中可以看到，房地产投资与全国的货运量、货币增速等都有密切的相关性，

而目前，无论从投资总额、土地拍卖价格、还是景气指数上来看，房地产市场正在面临和 2008 年相似的窘境。

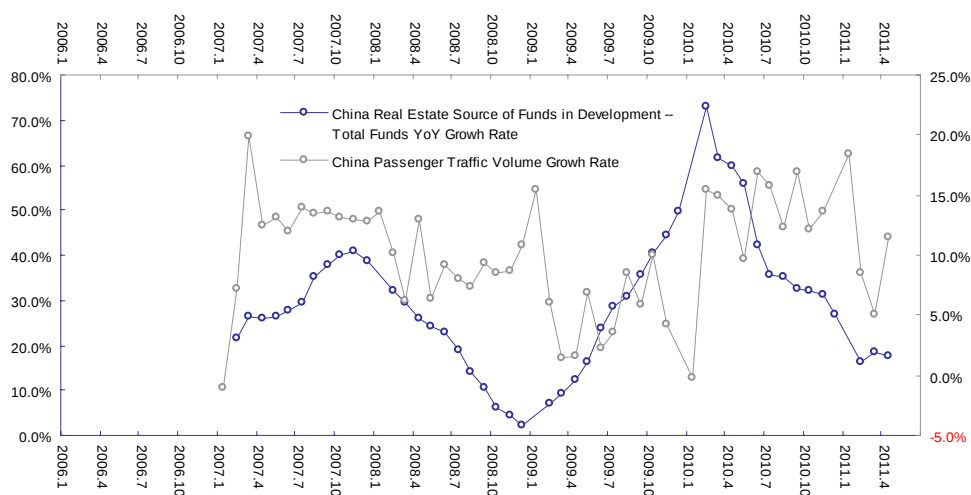
我们认为，面对 PE 只有十多倍、PB 两倍多的蓝筹、特别是金融股来说，房地产市场将成为未来市场对其估值判断的关键因素。就目前的形势看，这种因素利空要多于利多。

图表 22：房地产投资资金来源总额年同比增速 vs. 合计货运周转量同比增速



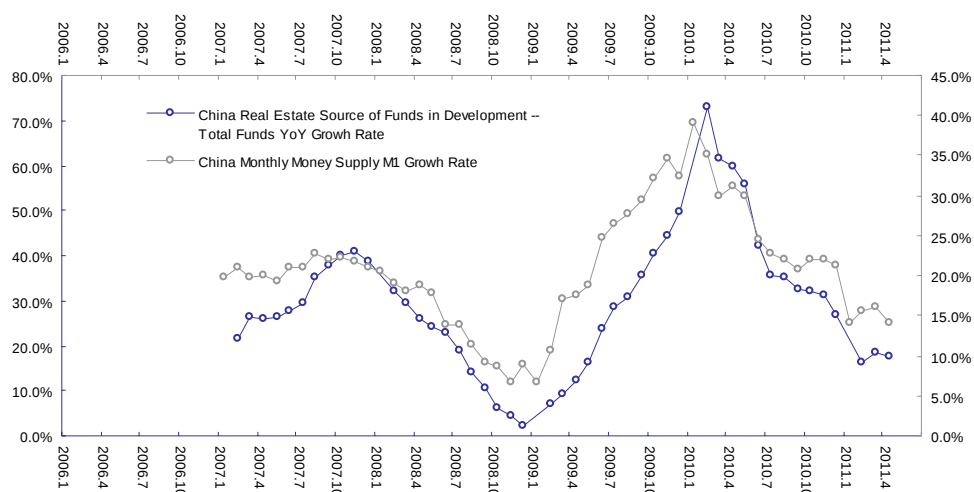
资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 23：房地产投资资金来源总额年同比增速 vs. 合计客运周转量同比增速



资料来源：信达证券，Bloomberg

图表 24: 房地产投资资金来源总额年同比增速 vs.M1 同比增速



资料来源: 信达证券, Bloomberg

5. 学郭橐驼做投资



最后, 说点有关投资基础风格的题外话。

《古文观止》里有一篇文章, 叫《种树郭橐驼传》, 作者柳宗元。文章描述了一个叫郭橐驼的人, 很会种树, 种的树又大又茂密, 有钱人争相购买。很多人就问他怎么种的? 郭橐驼说其实很简单啦, 树根要有足够的空间, 泥土要均匀, 少移栽, 最好丛栽。这样种下以后, 就完全不用管它了(原文叫“其莳也若子, 其置也若弃”)。这样顺应树的本性, 自然就能长好。

那么其他人为什么种不好呢? 郭橐驼说, 一般人种树, 种的时候不好好准备, 土球也小, 种树的坑也小。种下去以后, 又整日忧劳, 乱施肥、瞎修枝, 偶尔还去刮刮树皮看看活了没有? 摇摇树干看看长实没有? 这样种树, 天天操心不说, 其实是害了它啊!

想想看, 我们做投资, 有多少人能像郭橐驼一样, 在决策之前缜密思索, 决策以后就不再轻易变动呢? 我们花了多少精力关注市场的波动、实时的新闻, 又花了多少精力去研究那些本质的问题呢?

想想看, 我们忽略了多少问题! 为什么现在 A 股大部分公司的股价比港股要贵 2 到 3 倍? 这难道仅仅是投资者习惯不同吗? 银行的贷款里有多少和房地产行业相关 - 难道房地产行业影响的只是开发商的借款和房贷吗? 券商行业的利润过去几年主要来自于佣金收入, 而超高的换手率未来一定能维持吗? A 股小盘股的估值大概是蓝筹股的 2 倍以上, 在国际上则平均只有 70% - 这真的合理吗?

不过，话说回来，机构投资者的比例从 2007 年开始逐渐萎缩，而从股价波动来看，最近几年股市波动率远大于前几年 - 那么我们又凭什么能说我们的市场成熟起来了呢？又怎么能单纯的依靠成熟市场的投资手段呢？

这就牵涉到量化。但量化是一件简单的事情吗？我们有没有在执行一个程序以前反复检验、在开始执行以后放心大胆、又一丝不苟呢？一个在 2005 年以后适用的程序，在之前的市场表现的怎么样呢？我们难道可以简单的用“市场成熟了”这样一个借口，就无视 2005 年以前的数据吗？抑或用“市场不成熟”的借口，就忽视 A 股以外市场的数据？一个在 2008 年以后取得超额收益的程序，有没有受到小盘股泡沫的干扰呢？一个基于统计概率的总结，是不是经过了足够数据组的测算了呢？还是仅仅因为在 10 组数据里有 8 组回报为正，就得出“获利概率高达 80%”的结论了呢？我们真的足够仔细了吗？举个例子，笔者在量化研究中就曾经吃过一个不小的亏，而原因仅仅是因为忽视了 ETF 和指数之间年化不到 4% 的跟踪误差。

郭橐驼不是神，巴菲特、索罗斯、西蒙斯也不是。他们所做的，只是更多了一些理性、更少了一些人性的猜疑，更多的分析、理解、接受了事物的本性而已。让我们再温习一下这句朴实的话吧：其莠也若子，其置也若弃。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102