

财苑社区

发现 关注 分享 互动 <http://cy.stcn.com/>

主编:李琪 编辑:陈英 Email:scb@zqsbs.com 电话:0755-83509452

■周末随笔 | Weekend Essay |

超日债违约也许是好事

付建利

债券市场的首例付息违约事件“等了许久终于等到了”，“11超日债”的出现终结了国内信用债的机构拼的是胆量，风险控制的天赋责任抛到九霄云外。

以基金为例，有基金经理甚至向记者直言：做债的潜规则就是“跟着人民群众走”。言下之意，老百姓风险意识不强，收益率越高的垃圾债，老百姓越高兴，如果最后出现违约，老百姓就会聚众闹事，政府为了“维稳”，必然出来兜底，国家信用必然再次登台露面。

ST超日3月5日发布公告称，“11超日债”本期利息将无法于原定付息日2014年3月7日按期全额支付，仅能够按期支付400万元，而全部应付利息为8980万元。这是国内出现的第一例公司债违约事件，在金融市场引起了轩然大波，有悲观者甚至认为这是债券市场进入熊市的最后一根稻草，由此将给金融市场带来极大的负面情绪扰动。

长期以来，无论是城投债，还是公司债，机构投资者心照不宣地认定这样一个道理：即便这些债券违约，在稳定压倒一切的金融市场里，一定会最终出现政府出面买单兜底的情况，有国家信用背书，城投债国债化，公司债国债化。所不同的是，城投债和公司债风险更高、收益更高，但既然有政府信用背书，高风险只是停留在口头上而已，高收益则是收入囊中。最后的情况是，地方政府疯狂发债，企业通过公司债发行疯狂融资，这些钱是否用到了主业？是否用在刀刃上？投资者大部分情况下无从知晓。反正越是信

成长股坍塌 重构投资秩序

杜志鑫

进入2014年，敏锐投资者可能已经嗅出了现在市场的血腥味，标志性事件是一批经典成长股的坍塌，这与当前互联网对传统行业的颠覆有几分类似。

过去几年，A股市场tenbag-ger的代表作是大华股份、歌尔声学，一个所处安防行业，一个所处苹果产业链，都是过去几年成长性最好的行业。不过这两家公司股价从去年8、9月份见顶到现在，跌幅已经有40%，今年2月份又是这些公司股票加速下跌的时候。为何这些股票出现了以前未有过的调整？

从基金持仓来看，作为中小板公司，大华股份是2013年四季度基金第七大重仓股，持有大华股份的基金只数达到75只，基金持有大华股份的股数占大华股份流通股比例的40%；歌尔声学也是一样，2013年四季度5只基金重仓持有歌尔声学，基金持有歌尔声学的股数占歌尔声学流通股比例的25%。这两家公司因为所处行业好，再加上持续的业绩增长，引发基金等机构投资者的疯狂追捧，由此也造就了过去10倍的涨幅。不过事物总会有度，当过度的时候，往往就会物极必反。也就是说，一旦基金的持有量达到一个比例，往往也会造成互相踩踏。比如在2013年三季度，伊利股份成了基金的第一大重仓股，随着基金持有量达到前所未

有的高度，伊利股份从去年四季度以来也一直在调整。近期双鹭药业由于2013年业绩不达预期，重仓的基金也疯狂出逃，互相踩踏。

对于目前的这些成长股，用基金经理们的话说就是“该买的买了，不买的也不会再买了”。相比30、40倍的成长股，一批银行等价值股的市盈率也就在5倍左右。不过眼下也有一些有趣的现象，一方面是过去经典的成长股在坍塌，但是另一方面，一批市盈率比较低的价值股又在演绎另一幅情景剧。比如2月份的中信银行，最高涨幅也达到了40%，作为市盈率5倍左右的价值股，在一个月时间，走出了成长股的走势，不过它走强的理由只不过是市场预期它和阿里的合作，而不是它的低估值。

同样道理，目前市盈率在9倍左右的中国石化也出现了凌厉涨势，这背后的预期是中国石化的改革，而在目前两会期间，中国石化董事长傅成玉在接受记者采访时更是直白地说：“股民或者是市场很多我觉得他们有丰富的想象力，而且这个想象力是可以成为现实的，这不光是在他们的想象，其实我们已经在开始操作，它的空间，你可以用句话说‘你懂的’。”

因此，2014年，对于过去几年的经典成长股，投资者可能要倍加小心，对于低估值股票，它上涨的原因可能是因为改革而不是它的低估值，但最后结果是一样的，给长期坚守它们的投资者带来良好的回报。总体来说，2014年的市场就是投资秩序的重构。

肖国元

“合成谬误”是经济学上的一个概念，说的是每个人从自己的理性出发采取行动，但最终达成的结果却不经济。比如，每个人都想多赚钱，于是理性的选择就是提高产量。但大家都这样做的话，商品就会供过于求，价格就会下降，多赚钱的愿望就难以实现。股市里也有这样的事情。

沪深股市有一个持续而比较普遍的现象，那就是题材股、概念股大受市场追捧，周而复始。尤其当市场低迷之时，这种现象往往更加热烈。而垃圾股更是集大成于一身，备受投资者宠爱。但是，不管投资者对它们多么钟爱有加，最后的结果大体上差不多，即“乌鸡变凤凰”的可能性微乎其微。这就引出一个问题：实践早已证明，而且仍将继续证明，这类炒作大多是“零和游戏”，但为什么能够循环往复？难道投资者失去了理性？

经济学的一个基本预设前提是：人是理性的。否则，我们的分析就失去了基础，这样的分析也是毫无意义的。而且，股市实践也表明，投资者也不是不理性的。那么，剩下的问题就是怎么解题材、概念与垃圾股的炒作。这样的解析不仅可以帮助我们揭示市场真相，也有助于我们认识投资者的行为特征，更有益于我们厘清投资者与市场之间的互动关系，为改进监管、提高市场效率提供有益的政策指引。

无论题材、概念，还是垃圾股的炒作，通常都有一些颇具想象力的噱头，包括因资产重组与注资而出现的主营业务的改变、资产的剥离以及股东结构的改变等，还包括上市公司引进新技术、新工艺、新产品等等。这些通常发生在经营不善的公司，这些公司的股价往往非常低，而且经过长时间的调整、沉沦。因此，一旦搭上美妙的噱头，“咸鱼翻身”的大戏就登台上演了。结果是，这类股票不仅追者如云，股价也坐上了直升飞机，估值极高。

然而，极具讽刺意味的是，这类公司能脱胎换骨、再展雄风的可能性实在小得可怜。相应的，股价的演绎路径大体上是从终点又回到起点。这充分证明了一个朴素的真理：没有夕阳产业，只有夕阳企业。换句话说，这类非常糟糕的公司，不是走错了路，而是做错了事。因此，一旦市场气氛有变，或者炒作背景出现异样，火热的炒作就此消弭，股价陷入长久阴跌之途。由

此，投资者的热情明显用错了地方。可以肯定，从整个过程来看，投资者做了无用功，用激情与高估值奖赏了一个根本没有价值的公司。这样看来，投资者的行为是不理性的。

仔细解剖这类股票的炒作过程，我们发现，其炒作有如下特征：1、成交特别活跃；2、炒作初期股票的换手率非常高；3、上述两种特征在股价见顶、出现转折之前特别明显。成交活跃说明题材、概念有吸引力，参与者众多；而换手率高则说明持股者对题材、概念把握不大、信心不足，对股价未来的走势没有信心。由此，可以得出这样的结论：投资者用于炒作的资金量在自己的股市投资资金中占比不大，即极少人采取赌徒式的押注炒作。这样，题材、概念与垃圾股的炒作真相大体上以这样的面貌呈现出来：大数目的投资者，动用自己少量的资金，汇集成交作的热潮，令题材、概念以及垃圾股的炒作蔚为大观，即使失败了，对大多数投资者也难以构成伤筋动骨的损害。也就是说，投资者明显存在“以小博大”的心理需求，期望通过这样的炒作博取意外收获。但实践证明，投资者很难通过题材、概念与垃圾股的炒作获取高额收益，反倒成就了题材、概念股炒作的常有常新，使得这类股票具有持久的魔力。

股票投资的目的是为了获取收益，是为了投资者自己的个人利益。但从另外一个角度来看，投资者的选择也是集体行动的一部分。如果许多人抱持这样的心理，就会出现“合成谬误”，就是助纣为虐。而集合炒作垃圾股，就是典型的“合成谬误”：每个投资者用一点点小钱，铸就了一场场炒作盛宴，合成了一个

持久的大谬误，使得垃圾股的炒作长盛不衰。这不仅损害了不明真相的投资者，助长了操纵者，而且严重损害了“三公”原则，降低了市场效率。因此，对于监管者而言，在监管市场动向、规范投资行为等方面还有许多精细严谨的工作要做。

当然，参与这类炒作的人也有例外，主要包括两种情形：一是掌握主动权的幕后黑手，他们往往可以通过某些方式获取不当利益。其基本模式是：提前进场吸筹，然后制造舆论，再配合公司有关消息。二是不明真相的投资者轻信虚假宣传，深陷其中而难以自拔以致高位被套，损失惨重。翻

■ 疯言锋语 | Luo Feng's Column |

想要股市旺 不妨放开竞争降佣金

罗峰

国金证券“万二佣金”事件吹起的风暴，让我想起了几年前的A股权证时代。

2011年最后一只权证长虹权证退市后，深沪市场已经3年多无权证可炒。但纵观我国资本市场，权证市场是最值得研究和借鉴的领域之一。当股市经常因低迷或其他因素需要各种政策支持、各种调控时，权证市场从未需要特别支持，反而监管部门经常担忧权证市场过于火热。显然，近几年，监管层对股市担忧的不是过热，而是怕市场低迷。在这一点上，权证时代兴起的历史值得回味。

我国权证一大特点是成交额惊人，不到10只权证的市场，日交易额都能超100亿元，远超拥有数千只权证的香港市场，直接把香港从权证交易额世界第一名挤到第二名去。权证一路红，2008年熊市时退市的南航权证，当年半年时间成交1.3万亿元，交易极其火爆；2010年退市的江铜权证，总共给市场贡

献了2.6万亿元的成交额；甚至有时一只濒临退市的末日轮一天交易就上百亿元。

权证走红的第一大原因，当然是交易制度上的T+0，当资金在股票一天只能交易一回的时候，大量活跃资金在权证上反复进出，一个交易日回转N次，几乎都是短线为王的手法，专业投资者程序化交易一天可以重仓交易几十次。但如果第二原因，第一大原因就不能成立——那就是权证交易成本的相对低廉。

这一轮权证市场开始于2005年股改后，当年新开户股票交易佣金主流是千分之三，大户可以优惠到千分之一多。到权证非常火爆的2007年，股票交易佣金可以优惠到万分之八，只有少数投资者能享受到万分之五的佣金。证券交易印花税是另算的，2007年5.30之后是双边千分之三，2008年4月下调至千分之一，9月改为单边征收。而权证一直免印花税，由于交易频繁，券商成本又低，佣金一降再降，由千分之一降到万分之五，再降到



官兵/漫画

看沪深股市的股价图，我们发现，有些公司的经营长期没有起色，但股价有规律地周期性波动，股价估值很高。还有一些公司，从公开信息看不出经营改善的蛛丝马迹，但股价从低位稳步攀升，一路上扬。这类股票大体上利用了市场“合成谬误”的逻辑，被人做了手脚。

值得注意的是，随着小市值股票的火热，一些机构投资者也浸淫其中。尤其是券商与基金，也开始关注小股票的炒作，并利用自己的身份，借助专业、权威的名义，发布一些似是而非的估值报告，给这类炒作火上加油，成了“合成谬误”的驱动者。

看沪深股市的股价图，我们发现，有些公司的经营长期没有起色，但股价有规律地周期性波动，股价估值很高。还有一些公司，从公开信息看不出经营改善的蛛丝马迹，但股价从低位稳步攀升，一路上扬。这类股票大体上利用了市场“合成谬误”的逻辑，被人做了手脚。

值得注意的是，随着小市值股票的火热，一些机构投资者也浸淫其中。尤其是券商与基金，也开始关注小股票的炒作，并利用自己的身份，借助专业、权威的名义，发布一些似是而非的估值报告，给这类炒作火上加油，成了“合成谬误”的驱动者。

以说，港股市场权证交易总量踟蹰不前，与交易成本有很大关系。国金证券“万二佣金”，从整个市场角度说，只是迟几年让股票投资者享受到了权证投资者的待遇。今年以来，在激烈竞争下的灵敏嗅觉。开始是东航期货零佣金事件，因涉嫌恶性竞争，遭到地方证监部门调查，监管层也表态此事违规。相比之下，此次国金证券佣金宝“万二佣金”，监管层尚未一棍子打死。全国人大代表、证监会机构部巡视员欧阳昌琼说，券商佣金上限千分之三、下限万分之零点九，“(佣金宝)如果存在违法违规问题，要严肃处理，若是券商业务创新，应该抱着开放包容的心态去对待它”。显然，“万二佣金”在合法区间，监管部门的开放态度可能是A股一个新的好开端。

东航期货是打着手机开户的掩护，国金证券是打着网络开户的掩护，新技术降低了经纪业务成本，最重要的，还是切合了投资者的需求。投资者是市场的生命之源，创新因此而起合情合理。