



【市说新语】

好的投资环境,如慢牛是吸引外资,留住民间资本的重要因素,也是阻止民间资本外逃的利器。



【明眼看市】

基于目前不同市场利率走势的现状,如果继续松动银根,数量手段也许比价格手段更加重要。



【明远之道】

流行的逻辑并不一定能解释市场的变动,而它们恰恰只是市场变动的产物。



【明言至理】

汉能薄膜发电股价大幅波动及临时停牌,都为港股市场的稳定发展带来极大的冲击。

牛市是阻止民间资本外逃的利器

董登新

自2008年金融危机爆发以来,我国出现了工业产能严重过剩现象,经济开始步入下行通道,尤其是2010年房价见顶后,我国第一次惊现大规模资本输出的浪潮,资本输出的速度之快、增长势头之猛,超乎所有人想象。总体说来,我国资本输出主要有三种形式或三大渠道:(1)出境旅游与境外购物。大批居民出国旅游并抢购国外奢侈品,显然,赴港澳购物已无法满足他们的巨大购物需求。2014年中国内地公民出境游达1.17亿人次,出境旅游花费约1400亿美元,同比增长18%,购物成为中国公民出境旅游的重要目的之一;(2)投资移民。内地有钱人通过地下钱庄“投资”移民美国、加拿大及澳大利亚等国,包括通过购买国外豪宅移民。2014年初加拿大政府移民数据显示,投资移民申请名

单上,约有45000名中国富豪等待申请;(3)内地企业“走出去”,既包括过剩产能走出去,也包括对境外项目的直接投资与并购。2004年中国对外直接投资仅为55亿美元,2008年首次突破500亿美元,2013年为902亿美元,2014年中国对外直接投资首次突破1000亿美元,达1029亿美元,同年中国实际使用外资1195亿美元,两者基本接近。中国已成为世界第三大对外直接投资国。不难看出,金融危机后掀起的这一轮资本输出狂潮,主要源于两方面原因:一是在中国房地产大泡沫中暴富的一群人,在房价见顶、股市低迷的形势下,他们趁势选择了见好就收、投资移民;二是在中国重化工业产能严重过剩的背景下,相当一部分企业,包括央企和民企,都选择了“走出去”,或输出产能、或并购境外项目。然而,起步于2014年下半年的新

一轮大牛市令世界瞩目,尤其是一轮大牛市令世界瞩目,尤其是RQFII及沪港通开通后,大量世界投资者进入中国股市投机,人民币大规模回流市场,催生了一轮气势如虹的疯牛,炒股财富效应意外超越了前十年房地产大泡沫时代,进而又将诞生一批全新的股神或富豪。在一定程度上,这种疯牛、快牛、短牛暂时阻止了民间资本的外逃,尤其是投资移民的外逃,但疯牛过后,是否又会重现新一轮投资移民潮,这仍是一个未知数。从长远来,好的投资环境,如慢牛是吸引外资,留住民间资本的重要因素,也是阻止民间资本外逃的利器。不过,中国股市的改革仍然任重道远,注册制与转板制的实施与推行,还没有具体时间表,改革困难和阻力还比较大,这将在很大程度上阻碍着A股市场的市场化、法制化改革进程,这将不利于A股市场走向健康稳定。与此同时,在重化工业产能严重

过剩的情况下,经济转型、产业升级的最大困难与阻力就是央企。因为央企是重化工业产能过剩的“重灾区”,大而不倒的原因主要在于央企是国民经济命脉。更关键的是,央企还承担着社会就业的巨大政治任务。事实上,淘汰央企过剩产能,唯一途径就是并购重组,但并购重组就意味着大量裁员。这才是问题的关键与实质。因此,央企并购重组需要要从市场上寻找两笔钱:一是裁员买断工龄或下岗职工安置费,这将是一笔不小的数字;二是央企并购重组本身需要钱,而且引入民间资本注资央企,央企股权需要卖一个好价钱。因此,央企并购重组也需要牛市支撑,并维持一个亢奋的市场人气。不过,大家必须记住:股市也是一个财富再分配场所。它不仅具有将储户转化为股民、将储蓄转化为投资的功能,而且它还具有牛熊交替的规律。每一轮牛市结束,都会形成一种财富

再分配格局,即大多数股民将以自己在“头部被套”的付出,成就少数股民的暴发与暴富。当然,最重要的是,股民炒股就是支持实体经济、为国出力。这也是“肥水不流外人田”的潜规则与内在逻辑。然而,最值得我们高度关注的是大众创业、万众创新。其是经济转型、产业升级的重大突破口,既是动力机制,也是巨大引擎。因此,新三板的包容性具有无极限的扩容空间,同时转板制及注册制的实施,也会赋予创业板无限的生机与活力。此外,上交所正在筹备并即将推出“新兴产业板”,直接吸引境外上市的中资企业回归A股IPO,时机成熟时再引入国际板概念,这将是具有划时代意义的制度创新与市场变革。为此,我们期待着一场中国股市的盛宴,这也是中国股民的盛宴! (作者系武汉科技大学金融证券研究所所长)

交易所回购利率走低的背后

桂浩明

一般来说,交易所的国债回购利率是揭示市场短期资金供求状况的重要参考指标,投资者一定还记得2013年的6月份,由于央行一度没有按惯例在公开市场操作上投放货币,导致资金拆借市场利率飙升,交易所的一天期国债回购利率最高居然上涨到32%,惹得股票市场也极度不安,股指大跌。当然,这以后再没有发生过类似的情况,国债回购利率的运行总体是平静的,只是在有新股申购时,由于短期资金需求迅速放大,就会导致回购利率的上升。不过只要申购期结束,行情则恢复如初。但这种局面在最近出现了明显的变化。5月份以来的两轮新股发行,都没有引发回购利率的显著上升。像主

力品种七天期回购,在5月5日新股发行处于高峰当天,最高利率也不过4.85%,而到了下一轮新股发行高峰的5月19日,最高利率则只有3.75%。考察国债回购利率的走势,其均价线无一例外往下走。与此同时,均量线却基本保持稳定。这也就是说,国债回购的数量并没有发生大的变化,但价格确实是在下跌。应该如何来看待这种状况呢?首先,应该指出的是,由于现在入市的资金渠道比较多,包括一些券商也在为客户申购新股提供专项资金,因此过去那种回购作为股市资金(特别是申购新股的资金)的重要补充者角色已经发生了些许变化,所以回购利率的这种下行,并不说明申购新股的资金需求减少,也不意味着参与回购拆借的资金规模大幅度增加。这里所出

现的变化,其实就是市场利率走势的写照。其次,在这一状况中,投资者确实感受到随着央行的三次降息,其效果是在慢慢体现出来。在基准利率有了较大回调以后,势必会影响到资金市场。事实上,目前交易所的国债回购利率的均衡水平,较半年前要下行一个百分点以上,差不多是在3%附近。再看一下其他市场,如银行间债券市场的情况也基本相同。时下,货币市场基金的七天期年化收益率通常就在4%上下,比半年前也要低上0.5个百分点。所以,市场利率的下行态势已经比较明显了。这种状况,无论是对于实体经济还是资本市场,都是有利的。现在习惯于通过在交易所参与国债逆回购盈利的机构,面对利率的不断下行,开始考虑购买权益类投资基金等,这反

映了证券市场上一种颇为积极的资金流向。进一步说,市场上这种无风险收益率的下降,对股市无疑是有着较大正面效用的。第三,投资者也注意到,尽管交易所的国债回购利率是下降了,但是银行的信贷利率则还是处于较高的水平。很多中小微企业反映,虽然央行降息三次,但它们的实际融资成本并没有相应的下降。企业融资难,融资贵的问题依然十分严峻地存在着。这表明,对于存在一定风险系数的商业信贷来说,由于银行仍然需要很高的风险补偿要求,实际利率难以真正下降,甚至也没有随全市场无风险收益率的回落而有所松动。一直有市场人士对降息的效用表示怀疑,认为现在国家需要的是实施降准,以此作为解决中小微企业融资难,融资贵的突破口,看来还

是有点道理的。就股市而言,其实也有类似的问题,像券商的双融业务利率,其下行幅度明显要小于包括交易所国债回购市场在内的各个属于无风险收益场所的利率下行幅度。看来,降息效果所传导到的空间还比较有限。归纳交易所国债回购利率下跌所提示的几个现象,可以看到现在总体上市场利率是在下行,站在股市的角度而言,这当然是相当有利的事情。但是,就实体经济而言,恐怕现在还没有充分感受到利率下行的影响。换言之也可以认为,实体经济的确还很困难。最后,基于目前不同市场利率走势的现状,如果继续松动银根的话,那么数量手段也许比价格手段更加重要。不管是采取什么手段,在这过程中,股市总是最先,同时也是最容易受益的。(作者系申万宏源证券首席分析师)

是逻辑解释事实,还是事实创造逻辑?

陈嘉禾

现在,几乎所有流行的逻辑,都对创业板股票推崇备至。乍一看来,这些逻辑引经据典、旁征博引,似乎都很有道理。但是,我们必须审视的一个事实是,从2012年底开始上涨以来,目前创业板指数已经上涨了大约6倍。在此期间,绝大多数振振有词看好创业板逻辑的持有者,在此期间的投资业绩都没有达到6倍回报。如果这些流行的逻辑,真的解释了世界的真相,那么,我们必须要问的就是,为什么秉承这些理念的投资者,大多没有能够赚取哪怕和指数一样的回报呢?难道他们使用了如此精致的逻辑,不应该取得比指数更好的回报吗?很遗憾,在投资的世界里,看似翔

实、完美的逻辑,有时却不是自发产生的,而是由于某种行情的产生而造成的。也就是说,不是由于投资者发现某种逻辑,进而逻辑应验导致股价上涨,而是因为股价上涨,导致投资者倾向于相信某种逻辑。这种逻辑和事实之间的因果倒置,并不仅发生在投资的世界中。在历史学的解释中,我们早就发现了大量的此类误差。公元200年,曹操在官渡之战中,击败了兵力数倍于己、“四世三公门多故吏”的袁绍,扫平统一北方的最大障碍。在近两千年的历史长河中,人们普遍认为曹操是一位伟大、坚定、沉着、机智的军事家,从而击败了昏庸懦弱的袁绍。但是,事实却并不是这样。在《中国历代战争史》中,学者们

指出,官渡之战曹操的胜利带有极大的偶然性,袁绍的军事指挥也算得上可圈可点,以至于曹操本人都几度打起了退堂鼓。事实上,如果不是江东的孙策在几个月之前偶然遇刺身亡,曹操很有可能面临前后夹击的窘境。整个官渡之战的历史,也就会随之改写。但是,在各种巧合因素的作用下,曹操毕竟赢得了战争,打败了袁绍。因此,在之后的历史中,官渡之战就被描述成了伟大军事家和平庸军事家能力差距下导致的必然结果。但是,历史的事实却并不是这样。也就是说,结果导致了分析的原因,而不是原因推导出了结果。回到资本市场,不仅是创业板,在很多其他场合,我们都可以看到,市场的波动导致了流行的解释,而不是流

行的逻辑诠释了市场的发展。投资者在2011年即开始认为,中国的银行业会产生巨大的坏账,以至于资不抵债、股价崩溃。但是,4年过去后,我们仍然没有看到中国的银行业崩溃,而上市的银行大多仍然能够赚取15%以上的净资产回报率(ROE)。认为中国银行业会像美国银行业在2008年那样崩溃的投资者,明显忽视了不同市场中银行的不同。美国银行业在2008年以前累积了巨大杠杆,但是,由于中国极其严格的银行业管制,当前中国银行业的杠杆比例并不算太高。另一方面,一直以来,房地产市场的投资者都认为城市化进程是导致房价上涨的原因,全然不顾房地产价格和租金之间越来越背离的差距。事实

上,城市化本身应该导致的是租金,而不是住房价格的上涨,因为新城市居民在开始的时候,断然没有购买房屋的能力。结果,从2014年以来,我们发现城市化的进程仍然在继续,但是房价的涨幅却停滞了。反之,在城市化进程最快的上世纪90年代,我们却没有观察到当时已有的一些商品房价格出现怎样的大幅上涨。由此可见,如果投资者试图依靠学习最流行的逻辑进行投资,那么他们往往不能看到事物的本质,即流行的逻辑并不一定能解释市场的变动,而它们恰恰只是市场变动的产物。要找到市场变动的真正原因,我们必须找到那些不一样的、真正的解释。(作者系信达证券首席策略分析师)

价值洼地还是陷阱 汉能迷雾待解

吕锦明

连续第三个交易日停牌的汉能薄膜发电,至今仍未公布股份停牌的原因及何时复牌,这让港股投资者,尤其是持有该股的小散户们焦躁不安。另外,最新消息称,外国太阳能交易所买卖基金Guggenheim Solar ETF指数服务商已决定于公司复牌后,将其从该指数基金中剔除。分析认为,Guggenheim Solar ETF指数服务商之所以决定对汉能薄膜发电痛下杀手将其剔除,究其原因可能是公司股价在本周三盘中急挫近47%后突然停牌,导致Guggenheim

Solar ETF的价格一日内急挫7.8%,且至今汉能方面仍未予以说明停牌的真正原因,更为这个ETF的投资组合带来不确定因素。值得注意的是,在汉能薄膜发电停牌后还引发了与之相关的“高银系”股价出现了崩盘下挫。其中,高银地产在汉能停牌次日股价大跌41%,同系的高银金融股价大跌43%,两股市值合计蒸发超过千亿元人民币。虽然,“高银系”强调不清楚股价暴跌的原因,但高银金融曾作为汉能的独立财务顾问,这一“特殊关系”令市场对其产生种种猜测。值得一提的是,与汉能一样,“高银系”两只个股均为港股

通成交活跃个股的常客。如果相关监管机构不介入调查及公布结果,或者公司方面不予以正面澄清,相信很少有人能知道汉能薄膜发电的股价为何在周三大幅下跌。同样,很少有人能知道该公司去年迅速崛起背后的原因。有关对公司股价变动方面的猜测因此此消彼长,莫衷一是。例如,有分析认为汉能薄膜发电股价在本周三暴跌,可能是由另一家在美国上市的中资光伏企业英利绿色能源(YGE)因是市场担心该公司可能破产导致公司股价于前夜跳水所致。还有猜测是否公司内部出现了资金链紧张等问题。

有评论认为,不管公司方面作何解释,从公开信息来看目前公司的基本面不足以支撑这么大的市值。相对于周边市场,港股市场上的确存在大量价值洼地。不过,随着大量内地资金南下港股市场,炒作股价位列二、三线个股的风气日盛。在最近几个月里,来自内地涌入港股的资金量大幅增长,仅4月份估计就多达7480亿美元。目前大量资金涌入港股市场,这其中包括通过沪港通机制进入的合规内地资金,也有通过其他渠道进入的外资和其他灰色渠道进入的内地资金。对于市值不大且处于价值洼地的个股,这些资金很容

易将其舞弄高低,对于股权高度集中的个股更是如此。一旦市场稍有风吹草动,就会引起这类个股的股价出现大幅波动,其他中小投资者的风险因此大幅增加备受牵连。由此可见,汉能薄膜发电股价突然大幅波动以及公司临时停牌,都为港股市场的稳定发展,尤其是二三线板块的市场表现带来极大的冲击,这些影响不会因为公司的停牌和缄默而有所减少。可以预见,在汉能迷雾揭开之前,港股市场上的二、三板块还将持续波动,投资者近期应对这类个股谨慎观望为上。(作者系证券时报记者)