



【文武之道】
即便估值过高并非泡沫破灭的直接诱因,但也只有在高估值的状态下泡沫才会破灭。

学会在涨潮时畅游 在退潮前远离

陈贇

最近无论是在股吧、论坛、微博还是朋友圈,都在广泛传颂着一句格林斯潘名言:“泡沫是很难确定的,除非它破了。”其所指向的,正是当前备受市场关注和质疑的创业板。

创业板自“出生”以来,似乎注定作为主板的附属品游弋在资本市场的边缘,很长时间里都是默默无闻偏安一隅,直至2013年在主板高处低迷之时异军突起才为人所知。但其在主板市场开启牛市征途时,却又进入了一个不短时期的中级调整,市场对其的主流认识又重回边缘化的地位。

2015年两会“大众创业,万众创新”和“互联网+”等新概念横空出世,又将创业板推上风口浪尖。特别是当创业板指数超过2000点大关之后,关于创业板的“估值之争”更是从未中断,但正是在市场的一路分歧中,创业板指数也一路狂奔到4000点大关,在很多人眼里已然成为股市“泡沫”的最佳注脚。

诚然,对于创业板或中小板目前的价位,不管是在何种估值模型下,无论是横向比较发达国家成熟市场

如纳斯达克,还是纵向比较曾经的互联网泡沫,都是不可理喻。但精密到严丝合缝从来都不是市场的法则,资本市场从来都是开放、包容而且也并不那么严谨。牛市本身就是一个生产泡沫、放大泡沫的过程,既然承认牛市中的泡沫是合理的,那又何必去计较泡沫应该有多大才算合理这个伪命题。如果真要基于基本面衡量创业板的价值,那本轮经济周期发生前的牛市行情似乎更应该去考量。市盈率(PE)、市净率(PB)、动态股价收益比(PEG)等估值方法到最终不过是一个数值,在逻辑面前,数据只是用以验证的一个参考而已,我们更需要认清的是逻辑,而非数据。

当然,在逻辑之前的是思维。思维本身无论对错,在其内容下所产生的一切结果都会交由市场来检验,遵循着市场规律,优胜劣汰。创业板能在市场中脱颖而出,首先正确的对待态度不应是肯定或否定,而应以审慎的态度,发展的眼光,辩证的思维去进行客观分析,特别对于我们尚处发展中的资本市场,如果动辄就拿着估值的标尺去衡量一切,那分析就变得简单了,却也不免会陷入形而上的机械主义和教条主义中。

股票价格是市场综合因素的直接反映。一家公司在资本市场上的价格定位,除了内在的价值因素之外,还包含政治、经济、社会、文化等宏观因素,产业、区域、公司等中微观因素,以及投资者情绪、流动性溢价、风险偏好甚至价格操纵等市场因素,其中大部分都是无法量化的。股价的表现,其实也可以看成是一种用来对上述的综合性因素进行验证评估或者反馈的简单量化成果。估值仅仅只能从微观的业绩表现上对公司的内在价值因素进行评估,对其他能够影响股价的重要因素的评估却是无能为力,所以单纯以估值来衡量股价的高低,无异于以偏概全、管中窥豹。

客观来看,估值高低的衡量标准是相对的,市场也从来不排除高估值的存在,但是之所以创业板备受诟病,主要应来自于市场的平衡性原则。也就是在一个平衡的状态之下,高估或者低估的任何一方,都不能太过偏离市场平均估值水平,否则会造成结构性失衡,这是市场不健康的表现。当前市场上质疑创业板高估值的一方,普遍也会质疑银行股的低估值,反而接受创业板高估值的,却能够认可银行股的低估值。在这一

点上,学院派可能比市场派的反应更强烈。我们试想一下,如果银行股的估值提升到40倍,市场整体估值在60倍,这样看,创业板100倍以上的估值也许就不显得那么刺眼了。所以问题并不在于创业板的估值一定要是多少才算合理,而在于是否能够真正站在市场的角度去认识市场。

从市场的角度去理解,创业板的高歌猛进其实是和本轮牛市行情的内在逻辑一脉相承的,建立在转型预期和改革红利上的中国股市正在经历一场质变,而诱发质变的临界因子正是创业板。一国的资本市场发展一定是和它的经济地位相匹配的,其规模和容量也是和宏观经济相当的。经历了20多年的发展,我国资本市场正向成熟市场跨越,虽然同发达国家相比仍有不小的差距,也存在不少的问题,但从发展趋势来看一定是越来越成熟和完善,在这个过程中所释放的巨大红利效应正通过创业板和中小板为代表的新经济领域体现出来。

成熟代表过去,成长代表未来,如果资本市场能在宏观经济中的地位得到改善从而提升了整体估值水平,那么承载中国经济未来希望的创业板和中小板则更应摘下主板附

属品的“帽子”,名正言顺走上前台,成为主流,这就和2008年美国金融危机之后新科技革命下的纳斯达克领衔美股一样简单,沐浴新经济春风应运而生而那些伟大企业苹果、谷歌、微软等,也一样能在中国的创业板中小板上成功复制并茁壮成长。

尽管对创业板的未来充满信心,但历史的经验教训也应牢记,高估值下的风险因素同样不能忽视。即便估值过高并非泡沫破灭的直接诱因,但也只有在高估值的状态下泡沫才会破灭。2000年的互联网浪潮将纳斯达克历史高点至今仍未超越,我们所能做的是既要学会在潮水中游泳,也要懂得在泡沫破灭时远离。当然更重要的,是时刻警惕刺穿泡沫的那根针的出现。

一个包容的市场存在多种多样的分析方法,价值投资者坚守估值,机会主义者见势而行,没有哪种方法是绝对正确和有效。勿忘初心方得始终,市场才是最终的裁判。喧嚣过后总会一地鸡毛,但繁华尚未到落尽之时,此时大可拥抱泡沫,在成长的市场中继续寻找成长的标的。

(作者系福建旭诚资产管理有限公司总经理)



【明远之道】
在机会越大的市场,需要使用更小的杠杆进行交易。在机会越小的市场,更高的杠杆反而相对安全。

胆愈大而心愈小

陈嘉禾

胆愈大而心愈小。对于投资者来说,在机会越大的市场,需要使用更小的杠杆进行交易。在机会越小的市场,更高的杠杆反而会相对安全。这个欲擒故纵、失而复得的原理,许多投资者没有意识到。

举例来说,在成熟市场,套利机会往往转瞬即逝。记得笔者曾经在英国求学,教科书将股票ETF的套利机会定义为0.5%,即是明显的套利机会。

在这种情况下,作为套利投资者,为了增加套利的收益,就需要增加杠杆。因为10倍的杠杆可以把0.5%的收益扩大至5%。那么原本不起眼的投

资机会,就变得有利可图了。

但在新兴市场,事情却完全不一样。以A股市场为例,本轮牛市以来,我们频频看到ETF、LOF等基金产生5%、甚至更高的价值和净资产偏离,最高者甚至可以达到50%。

在这种情况下,套利投资者固然会取得更高的回报,但他们需要牢记一点:在新兴市场,需要胆愈大而心愈小。面对更大的诱惑,投资者反而要使用更小的杠杆,尽管这可能意味着更小的盈利。那么,这是为什么呢?

在成熟市场,由于市场交易者普遍非常成熟,价格和价值之间的偏离,常常可以在不达到太大的幅度之前,就被众多看到套利机会的投资者

纠正。这种纠正一方面会导致套利机会相对较小;另一方面,其也会导致套利成功概率相对较大,最大风险出现的幅度和概率都更小。于是,投资者在使用了较高的杠杆之后,取得回报的概率仍然较高。在面临市场极大幅度波动时,高杠杆交易下造成高损失的概率相对较小。

但是,在新兴市场中,事情却是完全相反的样子。尽管每次市场价格和价值之间的偏离会比成熟市场要大,而且其发生的概率也相对较高,但由于投资者相对更不成熟,因此,价格偏离价值的幅度可能变得巨大,其纠正的时间也会长于成熟市场。在这种情况下,投资者在享受价值和价格之间较大的差额带来的回报时,也就需要

提防可能出现更大、持续时间更长的偏离。

在没有杠杆帮助的情况下,这种偏离最多对投资者的利润产生一定的影响。但是,如果这种偏离被杠杆放大了数倍、乃至数十倍,它就可能侵蚀投资者的本金,甚至带来不可弥补的灾难。

所以,对于新兴市场来说,投资者们需要谨慎面对杠杆的使用,即使是在面对看似志在必得的机会时,也需要如此。唯有这样,才能保证在获得利润的同时,规避那些可能让投资组合万劫不复的小概率事件。毕竟,不论多大的数字,乘以零还是等于零。其实,即使所谓的成熟市场,其也含有新兴市场的成分在内。即市场的不稳

定性仍然存在,只是相对较小。也就是说,世界上并不存在真正“成熟”的市场,只存在“末期的新兴市场”。

1998年,美国长期资本管理公司就是没有意识到“成熟”市场中价格波动的剧烈性,才在高杠杆的破坏下亏光了所有的钱。如果投资者能够意识到高杠杆交易可能带来的毁灭性结果(尽管这种概率极小),如果长期资本管理公司的投资者能够意识到这种结果存在的可能性,而使用更小一些的杠杆,那么,他们就可以在享受市场波动带来价格和价值之间的偏离机会的同时,承受更小的破产风险,从而取得虽然可能更小,但一定程度上更加安全的长期回报。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【股市笙歌】
你要够强大,要够无情,只要你还认可自己的投资逻辑及所依据的事实。

A股是无情者的游戏台

杨苏

本周A股恋上暴跌,市场情绪需要一个宣泄口。这次选中的,是一则网络上炒股失败的“遗言”。

6月8日,中国中车复牌,其后数日股价在万众瞩目中不断暴跌。一则长沙“侯先生”170万四倍配资重仓中车、两天赔光跳楼的新闻,迅速成了全国几亿股民的热点话题。“牛市跳楼第一人”的噱头,带着隐隐的血腥和浓浓的悲情感,让许多投资损

失的股民不由得物伤其类。

一时间,杠杆配资成为众矢之的,似乎这种风险极大的工具瞬间毁灭了一个幸福的普通家庭。然而,可笑的是,较真的媒体同行太较真,这几天居然去采访逝者的岳父、处理此事的派出所副所长等等最知道事实真相的人,而不是此前的“邻居说”。

岳父大人否认逝者炒股,否认逝者发布“绝命帖”,认为逝者根本拿不出170万元;当地派出所所长询问逝者家属,得到的跳楼原因是“生

活、工作压力较大”,也没有找到确凿的证据证明有炒股失败的因素。

一个苦人儿在绝望中结束自己的生命,定不会料到身后还会有这么多闹剧。这几天中国中车的跌幅更加恐怖,已不见类似的“明星话题”。

这次散了,下次有新剧情时,还会一样演起来。其实这后面默默不语暗中操纵的,是你我身上最深沉的人性——从众、贪婪、脆弱以及更多。

睿智如索罗斯者,早已将人性在资本市场的投射,总结为大名鼎鼎的

“反身性”理论。这个理论最简单的解释是,价格将变得比大多数人使用标准分析框架所预测的价格高得多(或低得多)。

牛蹄声声时,股价不断泡沫化翻倍再翻倍时,股民早早卖出一一次次错过资产大幅增值的机遇,而对所谓泡沫的各种风险提示天天响起自以为聪明得很;偶尔熊吼时,又有很多人坚守不出,或者大举抄底,不料指数爱上跳水,并且一次比一次跳得更深入,让越来越多的损失捶打投资者愈

发崩坏的情绪和脆弱的心脏。

其实,大多数人并不适合来这个凶险的市场玩耍。抱着赚钱心态的,基本上没开始就注定是亏损。即便你在前半年的单边行情中赚到钱,你很有可能在最近以及下半年全部交还回去。

想来玩的,你要对公司够了解、对市场有敬畏。你的内心要强大而刚烈,暴涨不贪婪愿落袋为安;你要够无情,可以泰山崩于前而色不变,只要你还认可自己的投资逻辑及所依据的事实。(作者系证券时报记者)



【陈人之美】
靠天吃饭的暴发心态,舍我其谁的垄断霸气,我的地盘的侥幸心理,决定部分券商存在不良心态。

证券行情牛 服务态度熊

陈英

“如今股市火红,证券公司的客服经理服务大打折扣,谁还有空搭理你?”小王向笔者说起她最近在某证券公司的经历。

前段时间,小王帮家里老人开证券账户,还特意找了个熟识的证券公司客服经理。这熟人倒是热情,拍着胸脯答复“简单,网上‘刷脸’就行了”。听起来是便捷,用手机登录微信,提交相关资料就行。可事实上,小王发现这样也并不省事,其中视频验证排队环节足足耗了她一周时间。“像春节抢火车票,每天一睁开眼,就打开微信排队视频,可永远是在占线繁忙中。”

期间,她也电话给那位交情甚好的客服经理,希望能尽快完成开户,可对方要么电话占线,要么接通后连声对不起,然后告知:“开户的人太多了,我也没办法,你先排队吧,我这边还有事,晚点再联系你。”小王很无奈,一个小小的证券账户硬是用了足足一个星期才开通好,这位熟识的客服经理是忙得连面都没见过,全部电话沟通。

吸取开户缓慢的教训,小王在申请更改自己10年的证券账户交易费率的事情上,选择联系好自己的客户经理后,决定亲自去营业厅办理。可这次现场的客户体验更糟糕,交易大厅内杂乱无章,进门起就没有看到任何关于办理相关服务的流程提示,现场

的工作人员更谈不上任何提醒,心情好就问一句答一句,心情不好时理都不理。小王看见有个新股民在填写一个开户申请表,反复填写几次,工作人员发现一处有缺漏就讲解这一处,下次发现另一缺漏还要再返工;然后找到相应柜台交表,好像少填了什么资料,这柜台的工作人员又要这新股民返回原柜台领另一张表,然后再填写、再复印。

能够坐在一旁悠闲地看着事不关己的一切,是因为小王在等她的客户经理。半个小时后,客户经理来电话了,告知“实在赶不过来,有事要临时处理,不好意思。我已经安排了现场一位同事帮你办理……”小王很不满,

但又很无奈。

中国的此轮大牛市,券商是牛市的最大赢家。不过,其中有部分工作人员坐享其成,视其衣食父母的股民如草芥。据在下分析,其不良心态主要有三:首先,“靠天吃饭,天降馅饼”的暴发心态。如今的股市火爆,新开户人数暴增,券商之间不需要竞争,到处是蜂拥而至的中小投资者。“趁着牛市发横财,哪管熊市破产倒闭”成了一些券商人士的口头禅。追求利润最大化本无可厚非,但企业还应担负一定的社会责任,这样才能形成良好的市场氛围,券商亦要打造服务品牌。

其次,“我是独家,舍我其谁”的垄断霸气。目前,券商对证券经纪业务

完全垄断。近年来,业界有识之士一直在大声疾呼,券商经纪业务模式要创新,但目前的模式并没有多少改变,这与我国金融创新法律环境不宽松、券商自身创新动力不足等因素有关。

第三,“我的地盘,谁来管”的侥幸心理。一项调查表明,证券营业部交易大厅内的二氧化碳平均浓度显著高于百货商场和其他公共场所。而证券公司是新兴的公共场所,至今未明确列入《公共场所卫生管理条例》的管理范围。

甭管什么心态,笔者只想用某公益广告的一句话告知:今时今日,这样的服务是不行的。

(作者系证券时报记者)