



【明眼看市】

资本市场需要杠杆,但杠杆使用必须符合中国资本市场实际。信用交易也好,带杠杆的金融产品也好,如何把握好它们的“度”非常关键。

全方位降杠杆莫遗漏金融产品

桂浩明

时下,降杠杆是资本市场上的一个高频词。回顾今年以来股市的大起大落,资金杠杆的过度使用以及随后的快速收缩,无疑起到了很大的作用。也因为这样,制定合理的杠杆使用规则,确立与市场实际相符合的杠杆比例,就成为人们重点关注的的事情。

在资本市场上,资金杠杆的使用一般表现在两个方面:一个是客户通过场内融资以及场外配资等手段进行信用交易。根据有关规定,场外配资由于缺乏必要的规范,加上其与交易系统连接的接口又是未经验证,存在极大的风险,因此有必要限期清理。而对场内融资,现在也有人从融资余额与流通市值比、融资交易额与总交易额比等角度出发,研究其合理

规模问题。应该说,在信用交易这个层面,市场是有共识的,降杠杆的工作也取得了比较明显的进展。

对于资金杠杆的另一个方面,也就是借助一些特殊的金融产品,实现资金的放大使用,人们的认识恐怕就不那么一致,自然的在去杠杆方面也就存在不少问题。

举个简单的例子,近一段时间来,中金所几次提高了股指期货交易的保证金比例,同时也对交易型的期指仓位多次进行了限制。此举在市场上引起了很大的反响,争议也不小。其实,如果人们是辩论这样做是利大于多还是做空,那么似乎是永远得不出正确结论。这是因为股指期货作为一种工具,它对市场涨跌的作用是中性的,再怎么修改规则,也不可能从根本上改变这一点。如果人们从降杠杆的角度来理解这些制度的修改,

就不难得出这样做是有利于当前市场稳定的结论。

应该承认,至少在现在这样一个特定的时期,由于市场波动很大,偏高的资金杠杆虽然提高了交易效率,但的确是明显地放大了市场风险。再进一步说,在中国这样一个还处于新兴加转轨的证券市场上,包括指数期货这样的产品,是否有必要像海外成熟市场那样把杠杆放到足够大呢?当期指和现货之间出现过大的基差时,显然有必要深入研究这种非正常状态的来龙去脉,包括是否与特定时点上期指与现货的资金供求失衡有关;如果是有的话,那么是否该考虑收紧杠杆呢?现在中金所其实就在做这方面的工作,也许它还应该做得更早些,而投资者也需要对此有一个更清晰的认知。

再比如说,分级基金在此轮股市

上涨时颇有明星风采,而在随后的下跌中也遭遇到很多诟病。这里且不具体讨论其制度设计方面的问题,仅仅从作为一种金融产品来说,是否也可以研究一下它的杠杆率呢?客观而言,有杠杆正是分级基金的特点,甚至是优势,但如果考虑到它是一个面向普通中小投资者的产品,其1:1的杠杆是否合理呢?或者说在市场波动剧烈的情况下,是否应该设置一种动态调整的机制呢?一个明显的事实是,在当前的市场环境下,高杠杆产品未必是最合适的。

类似的问题,还在面向大股东的股权质押产品,以及面向特定投资者的定增结构化产品中不同程度地存在着。其共同特点都是以金融机构出面,设计带有高杠杆的产品。当然,这些产品在很多时候是十分好用的,也确实在丰富金融产品线,满足投资

者多重需要方面发挥了作用,因此被视为是“创新业务”。但问题是,这些产品推出时的大背景恐怕还是加杠杆,但现在已经变成了降杠杆,既然情况有了如此大的变化,而且信用交易的降杠杆已经在大力地推进了,那么金融产品要继续保持高杠杆的特性,就显得与气候格格不入了。降杠杆应该是全方位的,不能够把金融产品这一块遗漏了。

资本市场是需要杠杆的,但杠杆的使用又必须是符合中国资本市场实际。信用交易也好,带杠杆的金融产品也好,如何把握好它们的“度”非常关键。在这里,作为主导方的金融机构,的确应该有所担当,从稳定市场,有利可持续发展的角度出发,认真审视金融产品的降杠杆问题,从制度层面解决这个问题。

(作者系申万宏源证券首席分析师)



【明远之道】

想要找到那些短期黯淡、长期稳健的资产,我们必须有周期、变动的眼光。

旱买船 涝造车

陈嘉禾

贵入夏则资皮,冬则资絺。旱则资舟,水则资车,以待之也。

这段话出自《国语》,是2500年前越王勾践伐吴失败,被吴王夫差围困在会稽山、问计于大夫文种时得到的回答。文种告诉勾践,商人做生意需要提前预备,夏天储备皮衣、冬天储备絺衣,天旱的时候买船、下雨天造车,而为政治国用兵也是如此。今天大王你已经被四面围困,才来找谋臣商量对策,难道不是太晚了吗?

之所以在这里引用这段典故,和笔者最近在市场上遇到的一个现象不

无关系。

随着A股和H股近期大幅调整,两市的蓝筹股估值已经达到十分低廉的地步。目前,A股蓝筹股的代表中证100指数和港股蓝筹股的代表恒生国企指数,其PE(市盈率)估值分别为10.0倍、6.6倍,而近期其最低点则分别达到9.2倍和6.0倍。

在面对极度低廉的估值时,许多投资者却表现出了这样的担忧:中国经济尚未企稳,房地产市场仍然在弱复苏中,由投资和出口导向型经济向消费导向型经济转型的过程尚未完成,有这么多的风险,股票怎么能买呢?

殊不知,当这些风险全都消除时,股票一定不会不再是今天的价格。

这就好比当下雨的时候再想买伞,地铁口的伞就一定会上涨。在人多旅游景点打车,车一定不好打。在夏天买最流行的短装,价格一定不便宜。在华灯初上的时候去闹市里的餐厅吃饭,大多要排队。

理性的投资者都知道,长期的投资回报一定等于估值的变动乘以基本面的变动,而在这两个因素之中,估值的因素并不比基本面的因素来得次要。如果一家公司在10年里基本面扩大到原来的10倍,另一家只扩大到2倍,但是前者是以5倍的估值买入,后

者是以1倍估值买入的,那么两个公司在10年中的回报,会几乎相同。

当然,买入当前基本面看起来黯淡的资产时,必须要注意的是,我们不能买入那些没有机会翻身的资产。以疾病为例,我们得买入那些患了感冒、发烧,甚至是骨折的资产,但是不能买患了绝对不治之症的资产。感冒发烧在一段时间以后恢复的概率非常之大,而不治之症会让投资者的本金难以收回;不论买入价格到底有多低。

那么,在买入当前A股和港股蓝筹股时,我们有多大的把握肯定它们不是患了不治之症的资产呢?笔者以为,这种把握是非常大的。以华夏文明

勤勉的工作态度和大陆当前发展水平尚不高的经济,走向富强是早晚的事情。而当前强有力的政策监管、巨额的外汇储备,也保证了经济体在整体上的稳定。所有这些,都导致以低估值买入的蓝筹股资产,并不会成为长期的价值陷阱。

所以,在判断资产前景的时候,我们得牢牢记住,依靠当前的形势分析,并不能给我们以前瞻性的判断。想要找到那些短期黯淡、但是长期稳健的资产,我们就必须有周期、变动的眼光。只有持有了“旱买船、涝造车”的投资手段,才能获得长期的投资回报。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【明言至理】

当前,作为国际金融中心,香港的已经隐约看到亚洲金融风暴再度逼近的迹象,那么,深圳的楼市是否能独善其身?

香港楼价畸高拉警报 深圳楼市何去何从

吕锦明

日前和朋友在公司附近吃完饭散步,发现位于市中心商业旺区的某大型商场一楼的一个商铺,原本是用作某国内大型电信服务商的营业厅,现在却悄然人去楼空。我们向装修工人打听后得知,接手这个中心旺铺的,是某个号称要在深圳开千家连锁店的地产中介公司。

这番景象不禁让人感慨唏嘘:几年前,国内三大电信服务商迎来发展黄金期,除了交出傲人业绩令其他行业艳羡不已外,旗下营业厅、授权专营店星罗棋布抢占各大城市中心旺区一线商铺,展现出的强劲发展态势更是令当时的其他行业望其项背。如今,随着市场竞争压力增加以及行业周期不景气,这些电信服务商们当年

的风光已不再。但是,让人惊讶的是,以提供交易服务平台为主、并不直接创造剩余价值的地产中介公司如今却遍地开花,表面看似比身处第一产业、第二产业的其他行业、企业过得更风光。

我们不禁要问:在当前国内经济增长出现放缓的大背景下,在多数行业面临发展压力的情况下,目前深圳的楼市真的好得不得了,以至于有足够的需求和空间支撑这种规模浩大的扩张?

笔者日前在和媒体圈朋友聊天谈及高不可攀的房价时,有人忽然有感而发地说,“深圳的房价已经高到让我们这些媒体人看不到置业的希望了,我甚至有打算离开这里,去其他房价还不像深圳那么疯狂的城市就业、居住。”

类似情况也在与深圳一河之隔的香港上演。在中环一家外资投行任销售的白领Mark,目前一家几口人蜗居在被香港的地产中介称为“豪宅”的600平方英尺一个小区单元里。他本想换个面积大一些的套房,但面对持续走高的房价,他的换房计划不得不屡屡推迟、改变。

香港差餉物业估价署最新公布的数据显示,7月份香港私人住宅售价指数报303.6,再创历史新高。实际上,这一指数自2014年4月份以来一直呈上涨态势。对此,香港美联物业首席分析师刘嘉辉表示,由于最新发布的指数相对实际楼市表现滞后,7月份的数字未能完全反映过去一段时间股灾对楼市的影响,我们相信相关因素会拖慢指数的升幅,有可能进一步放缓甚至是停步。

不过,就目前香港楼市的情况看,畸高的楼价早已超出大部分香港市民的负担能力。

市场分析人士认为,海内外热钱持续涌入香港楼市,是楼价保持高烧的主要因素之一。值得一提的是,随着美联储加息步伐临近,与美元挂钩的港元加息启动已进入倒计时,由此额外增加的房屋按揭支出将令广大“楼奴”百上加斤。此外,港元跟随美元走强,还将给作为香港经济支柱产业的旅游业、零售业带来负面影响,加上内地经济增长放缓、其他经济体复苏增长情况逊于预期等,可能导致香港的旅游和零售业进入冰河期,令香港置业市民的负担更加沉重。

香港开元产业行政总裁张一鸣指出,目前全球经济表现较弱,香港房屋等资产价格可以说是高得离谱,

在港元与美元汇率挂钩的情况下,香港的竞争力也受到拖累,因此认为香港楼市正在发生转变,预期香港房地产价格一定会受股市大跌、经济疲软等因素影响而出现调整。有房产分析师也指出,美元的走强将引发热钱大举流出香港,香港楼市随时可能出现逆转,令大批住宅沦为负资产。如果小业主无力支付楼价差额,2003年负资产破产潮又将在香港上演。

深圳人常常将香港的发展与变换作为借鉴,去预判深圳未来发展的趋势。当前,作为国际金融中心的香港已经隐约看到了亚洲金融风暴再度逼近的迹象,那么,深圳的楼市是否能独善其身?是否果真得有足够的需求和空间去支撑?相信大家心里都会有各自说服自己的答案了。

(作者系证券时报记者)

复牌生死门

杨苏

生死一线,人生如戏。

截至昨日,469家A股上市公司尚在停牌,其中207家停牌起始日在今年7月之前,仅32家公司在今年9月之后停牌。经历了A股6月至8月先后两轮暴跌之后,复牌成了大部分停牌公司的梦魇。

除了将被知名公司分众传媒借壳的七喜控股,其他公司复牌几乎全部是连续跌停,即便筹划重大事项推进顺利也不能幸免。至于终止重大事项的公司,有的股价竟然打起了三四折。比如,8月底复牌

的浪莎股份终止重大资产重组后,股价连续8个跌停,从43元到最低17元。

最可怕的是,不少停牌公司的大股东,对所持有的股份进行了高比例质押,有的质押比例达到100%。一旦复牌,股价遭遇连续暴跌,大股东股权面临无股追加质押、无钱补充保证金的崩盘局面,公司股权面临变动,必将危及公司控制权。

例如上述浪莎股份的控股股东东浪莎集团,今年7月1日又向东方证券质押767.5万股,累计质押4149万股,占所持公司股份99.99%。早在2013年1月,浪莎集

团就质押了手中96%的公司股份,随后长期保持99.99%的比例。目前,浪莎股份股价已经位于2014年9月至2015年3月的水准,这段时间也是公司主要质押股份的时间。

从质押股份时间看,浪莎股份尚可做视不少同病相怜人。有的公司大股东看到2015年A股行情火爆,大幅质押股份融资,很有可能投向A股市场。如今A股暴跌3个月,投出去的钱损失惨重,能否取回多少补充保证金也未可知。

有这么一个段子,研究历史发现,熊市跌幅在80%左右基本到

位,跌幅在90%左右是真正的底部。但是,从80%的跌幅到90%,个股股价往往可能腰斩。如此苦情戏,A股上演太多,造就了许多活生生的悲惨世界。

近日偶然看到一个私募群,一位规模过亿元的融两户重仓一只停牌股票,近日复牌首日遭遇跌停。更可怕的是,自该股7月停牌以来,A股暴跌幅度太大,尤其是中小盘股票。一旦产生补跌效应,后果不堪设想。

该大户在群里拜托相识不相识的众人,介绍公司质地尚可、估值很低、并购良好,请大家友情挂单托起股价,救起一字形跌停,好

让券商可以平仓。否则第二日面临本金巨亏,甚至欠下巨额债务。甚至留下“身体已经垮了,如果不是有孩子”等等过激之言。

群内一片悲情,让冰冷的看客也难免伤怀。不少人真的伸出援手购买股份,不乏百万元资金出手。除了拿出真金白银的,好言相劝者众多,真是物伤其类,其鸣也哀。

幸运的是,当日A股整体行情尚可,该股收盘后跌停卖单竟然消化完毕。第二日股价不再跌停,这位大户幸运地通过这道复牌生死门。

当真,他幸运极了。

(作者系证券时报记者)



【股市笙歌】

经历了A股6月至8月先后两轮暴跌之后,复牌成为大部分停牌公司的梦魇。