



【明远之道】

在大家都在买房、地产价格上涨的时候,说地产的利空,会有多少人一边掏钱签合同,一边认真听呢?

视其所以 观其所由 察其所安

陈嘉禾

在前段时间北上广深房地产市场火爆的时候,我们听到很多理论,以证明住宅价格会只涨不跌。其中有一条理论颇得人心,就是由于地产与经济、财政收入等等关系重大,所以政府一定会支持房价,所以房价不会跌。

姑且不论这条理论是否正确(证伪一个理论,是一件远比提出一个理论要复杂得多的事情),让我们看一下与此同时,同一个社会、同一个舆论环境,对估值已经跌到历史低点的AH股市场中的金融股们,又是怎样评论的呢?

伴随着这些金融股估值的低迷,我们听到最多的理论就是,因为各种各样的原因,中国的金融系统会崩溃、金融机构会长期一蹶不振。所以,它们的股票再便宜也不值得购买。而在地产市场中屡屡被提及的政府可能产生

的作用,在对金融体系的分析中,却被看似无心地带过了。

让我们也姑且不论这个对于金融股的理论是否正确,现在让我们来做一件更简单的事情:把这两个理论放在一起比较。由此,我们就会发现问题的所在。

金融系统的重要性和地产相比到底哪个重要?如果政府和监管者会对失灵的市场进行干预,为什么会只干预地产,不干预金融市场呢?如果需要干预,是地产市场容易调节,还是金融体系容易调节呢?为什么市场只相信政府的市场调节在地产市场中可能起到的正面作用,却忽视了在金融体系中潜在的稳定力量呢?

原因其实很简单,市场舆论并不是通过分析后再得出结论的,而是因为房地产价格在涨、金融股估值一直低迷,所以市场舆论需要为它们分别找出“合适的解释”。这和

夫妻吵架的时候互相贬低对方是一样的道理,不是因为对方真的有多坏,而是吵架的需要。

在大家都在买房、地产价格上涨的时候,说地产的利空,会有多少人一边掏钱签合同,一边认真听呢?在金融股价格低迷的时候,说金融股的利好,又会有多少人一边卖出自己的持仓,一边思考呢?而没有人听、没有人附和的理论,又能在市场里流传多广、存在多久呢?

这样的例子,其实不胜枚举。为什么原油在2014年到2015年100美元的时候,我们没听到几个人说原油会跌?为什么原油在2016年跌破了30美元以后,很多人说原油会跌到15美元?

为什么黄金在2011年冲击2000美元的时候,国际上充满了黄金牛市的理论?为什么2015年底黄金价格低迷的时候,我们听到的却大多是“黄金

要跌破800美元”的引经据典、数据详实的理论?

为什么最近A股市场上大多是分析资源股利好的文章?为什么恒生国企指数在几个月前触及7500点的时候,我们听到的大多是“香港未来一片阴暗”的言论?为什么现在我们又看到许多“买入恒生国企指数的N个理由”这样的分析?香港在过去5个月里,究竟发生了多么巨大的改变,值得投资者的观点发生如此巨大的变化?

为什么我们在2015年创业板突破150倍PE的时候,看到许多赞扬新兴经济的理论?为什么上证综指跌到2800点的时候,许多文章又开始认为它必然跌到2000点以下?难道2800点的蓝筹股估值,不是和2014年年中的时候相差无几吗?

不过话说回来,2014年年中的时候,又有多少分析说上证综指2000点不是底、会跌到1500点甚至更低呢?

有多少人在那时候指出,这个指数会在短短一年的时间里冲破5000点呢?

所以,聪明的投资者在看到一篇分析文章的时候,会仔细的考虑:这篇分析究竟是作者潜心研究而得出的呢,还是因为市场最近这个资产比较热,所以为了应景而写的呢?这篇文章的观点究竟是由事实材料一步步导出的呢,还是为了迎合读者的口味而编撰的呢?这篇文章的作者过去的观点又是怎样的呢?他的研究思路和方法是一脉相承、风雨不移的呢,还是见风使舵、哗众取宠的呢?

在进行了这些细致的思考以后,当我们再读到一篇文章的时候,通过冷静的思考,就会真正读懂这篇文章,真正得到我们需要的东西。正如孔子在论语中所说的那样:视其所以,观其所由,察其所安,人焉廋哉?人焉廋哉?(作者系信达证券首席策略分析师)



【股市笙歌】

洗一次澡也许没啥,洗得人尽皆知,也实在是太过分了。

狼又来了

杨苏

絮絮叨叨很久的疑似会计大洗澡,最近又添新案例,不过公司还是老面孔。听上去很像狼来了的故事,一次次在资本市场上演,也许只能蒙一下新来的散户韭菜吧。

有趣的现象是,会计大洗澡多次发生在国企上市公司身上,伴随着公司面临退市或者高层人员更迭等重大事件。也许国有企业特有的委托代理体系,给予了掌权高管进行会计盈余管理的巨大动机。至少,在履新一年后,新官可以宣布大幅提升了公司业绩。

对于体制内的公司高管来说,提升业绩有助于满足各种体制内的考核。然而,一年亏损就亏掉10年、8年的盈利,对于公司股东来说绝对是

噩耗。公司业绩如此剧烈波动,也让专业机构投资者连连判断失误,掉了面子是其次,从谨慎性和价值投资的角度,这样的公司应当摒弃在投资股票池之外。

与上次会计大洗澡不同的是,此次公司巨亏的来源有四五方面。从年报来看,公司列出了宏观环境、行业因素和子公司等多个角度,将数十亿的亏损均匀分摊。诚然,一般而言,宏观环境的变动、行业景气度和竞争加剧以及子公司经营不善,都会导致亏损。至少,此次盈余管理的水准,较上次要大幅提升不少。

尽管盈余管理水准提升,但是主要的会计科目就那些,经典手段仍然不得被公司采用。比如资产类的应收账款和存货科目,此次公司再次大

幅计提数亿元的减值准备。不过,与上次坏账直接计提损失数十亿元相比,这次公司似乎安分了很多。

但是,公司上次大洗澡太出名,以至于很多大专院校学术机构都拿来当做会计盈余管理的案例大肆讨论,随手检索就可以查到相关论文。洗一次澡也许没啥,洗得人尽皆知,也实在是太过分了。从股价上看,在A股牛市终结市场恢复冷静后,公司股价跌得不到2015年6月股价高点的零头,只剩最高价的二成多。

可悲的是,受伤的是外部股东,绝无双公司高管。借脑一用,上海立信会计学院的一篇学术论文精辟总结,对于国企控股上市公司高管而言,盈余管理中的业绩考核动机便具备了红利报酬效应和政治成本效应的“双重性

质”。由此,在公司高管换届之际,新一届高管伺机通过“洗大澡”甚至“饼干罐”储备的方式进行盈余管理,对后期个人的经济利益和政治利益的最大化无疑都是有百利而无一害的。

这样,公司的业绩要从高管的利益动机以及洗大澡、饼干罐来考量。一方面,从会计角度,你要提防公司过分计提减值准备造成巨亏,又要猜测公司储存了饼干罐之后,下一年会转回多少准备推升利润,也许可以押一下大小去买股票;另一方面,公司如此人浮于事,换一届高管账目就变脸,这样的管理期待,公司经营和产品生产又能有多少期待?

不得不说的是,以上均为合理推测,却无绝对的证据。因为在很多时候,会计本身具备的调节空间,赋予了

这个行业一种艺术的色彩。许多资产的减值,取决于公司管理层的判断和审计机构的良知。拿着客户的钱就如何做好办事,过多的要求审计机构如何并不现实,何况不排除在前任管理下,部分资产确实存在减值要求的可能性。

很意外,搞过大炮仗的公司这次又来一次。换个角度去想,如果不是这么大规模的亏损,许多公司在合理或者合理边缘的盈余管理可以为投资者提供重要依据。公司掌权者调低或者调高利润,都有潜在利益动机。比如,坊间常说的一种,公司现在想压一压股价,就是为了后续公司股权激励或者其他资本运作提供最佳窗口。

(作者系证券时报记者)



【明言至理】

作为重要国际金融中心,可以借鉴新加坡等竞争对手的成功经验,实现华丽转身。

香港欲突围经济困局 新加坡经验值得借鉴

吕锦明

新加坡金管局于周四突然宣布放宽货币政策至“中性”,通过将汇率政策区间利率设为零,让新加坡元在范围内横向波动。由此,结束了过去6年让新加坡元温和、逐步升值的一贯立场。新加坡元汇率当日应声下跌近1%,兑美元一度见1.3635:1,新加坡股市则上升近1%。

新加坡金管局强调,政策调整并不是要新加坡元贬值,而是主要基于对国内经济增速未如预期,以及通胀率偏低、外围经济疲弱困扰新加坡出口贸易等因素,希望政策调整有助于本国中期稳定物价。尽管如此,新加坡突然调整货币政策的做法,还是引发市场担心区内其它货币也会转弱,韩

元汇率当日早盘下跌1%,报1156兑一美元。

分析指出,之前新加坡的货币政策让新加坡元与一篮子货币挂钩,以保持通过外汇市场调控经济自主权,并维持本国货币温和升值。因此,新加坡金管局本次货币政策调整,将新加坡元的汇率走廊斜度定为零后,实际上扭转新加坡元温和升值的走势。值得一提的是,新加坡金管局货币政策的调整或引发区内多个主要货币新一轮贬值潮,这将对当年与新加坡同是亚洲“四小龙”、同属小型开放经济体的香港经济带来更多不明朗因素。

众所周知,香港为稳定港币币值,多年来采取的是与美元挂钩的联系汇率制,这与新加坡元与一篮子货币挂钩的做法有明显的不同。如果包括新

加坡元在内的亚洲区各主要货币贬值,势必令早已在严冬中挣扎的香港旅游、零售、出口贸易等多个行业处境雪上加霜。

亚洲区多国和地区的货币为何突然竞相贬值?这与复杂的全球货币环境变化有千丝万缕的关系。目前,全球各主要央行货币政策相左。例如,美联储去年底宣布加息,向外界传递利率正常化的强烈信号;不过,同期欧洲、日本等主要央行仍在持续扩大宽松货币政策,甚至不惜采取负利率。全球的货币政策环境因此更趋复杂。

随着全球经济的波动和演变,美联储开始重新审视再次加息的迫切性,加息取向也由“鹰”转“鸽”,主席耶伦近期更是频频“放鸽”,强调对加息

将采取审慎的态度,认为全球经济依然存在风险,因此市场对美元进一步加息的预期降温。有分析认为,美联储年内未必会加息两次,甚至全年维持利率不变或不足为奇。

在对美元急剧加息升值的预期降温后,之前资金大举流出至新兴市场的情况得以改观,包括中国内地和香港在内的亚洲区内市场都有资金回流的迹象,近期A股和港股持续走高即是例证。其中,港股更是录得七连升的强劲走势。不过,近日包括日元、新加坡元、韩元在内的亚洲主要货币全线走低,似乎透露出区内货币可能会出现新一轮的货币战来探寻新的币值平衡。

在这种错综复杂的情况下,香港经济及港元表现将面临新的压力和考验。香港要如何自处、突围而出?或许

新加坡的经验更值得借鉴。

香港和新加坡有很多相似之处,但近年来,当香港经济发展还在过度依赖于传统的房地产、贸易、旅游及零售等行业时,新加坡已经在激烈的国际竞争中中大显身手,尤其是在金融领域的表现更是取得长足进步,例如在大宗商品、外汇交易等业务上,新加坡连续多年位居亚洲第一;另外,在贸易融资、海事金融、财富管理、总部经济等方面也发展得有声有色。

作为重要国际金融中心,香港拥有一国两制的优势,背靠祖国大市场,面向国际大舞台,借鉴新加坡等竞争对手的成功经验,香港有理由也有条件借助“一带一路”的发展良机,实现华丽转身,成功突围而出。(作者系证券时报记者)



【一缕清辉】

房地产的强大吸引力已经令其他行业近乎“寸草不生”,透支了实体经济的生长力。

国企卖壳有利国资改革进程加速

宋清辉

壳资源再度受到热炒,其实不像有些人认为的“回光返照”,而是与近期监管层有关注册制以及战略新兴产业的表态有关。证监会主席刘士余曾表态“注册制不可单兵突击”一度被市场认为是注册制推出可能会延后。与此同时,“十三五”规划草案中删除“设立战略新兴产业板”,也被市场解读为是战略新兴产业将暂缓推出,尤其近期证监会做出的“设立战略新兴产业板的具体问题,还要做深入研究论证”的表态,让战略新兴产业的暂缓推出预期更为强烈。

就目前而言,有些公司存在借壳上市的强烈需求,因此壳资源依然可以制造暴利,资本市场对壳资源的炒

作也会继续情有独钟。

不过,在A股市场,无重大瑕疵、较为干净的壳资源已经很少了。未来,随着发行端改革的逐步深化以及退市制度的严格执行,壳资源的性价比将越来越低,通常情况下,发行人会更加青睐直接排队上市,而非选择借壳上市。审核的标准都是一样的,但壳资源将给借壳方带来更多的不确定性,诸如被立案调查等,都可能导致借壳失败。

长期来看,注册制的出台将弱化壳资源价值。在注册制之下,只要符合证券法规定条件的公司就可以自行IPO,只要按规定备案即可。在这种情况下,壳资源将不再宝贵,也就不会有那么多上市公司为保壳而战,这些“壳”最终会逐步被市场淘汰。

短期内,壳资源仍然具备一定的价值,例如中概股的回归可能都会把希望寄托于此。相较于A股壳资源,新三板恐怕不会被积极“拥抱”,原因是新三板的流动性以及估值较差,中概股回归公司或首选借壳主板上市。注册制缓冲,又导致期待政策开放后上市的企业需要重新排队IPO,这将无法预估时间成本,不排除部分企业也拟考虑更为直接的借壳上市。需求提升,自然壳资源的价值也会水涨船高,部分敏感资金趁势潜入不足为奇。

一般而言,一些业绩较差的有可能成为壳资源的A股公司,均会因较高的借壳预期而受到追捧而出现较大幅度的上涨。这是因为具有被借壳预期的上市公司在股市属于稀缺资源,稀缺性是导致其股价上涨的重要因

素。此外,被借壳的上市公司,在被注入新的资产之后,也可能因为盈利情况改善而引起资本市场对其重新估值,从而带来股价大幅度上涨。对于普通投资者来说,可以考虑配置一些相关的概念股,但不建议押上过多身家,毕竟不确定性较大。

相较于IPO,借壳上市最大的优点就是可省去较高的时间成本,加上方案中可配套募资环节,效果与IPO募资几乎没有任何差异。因此不难看出,时间成本一般是买家选择通过借壳上市的主要因素,商场如战场,“快”也是一种重要的战略优势。买家选择借壳上市前,会尽量寻找因经营困难而具有很强卖壳意愿的、股权结构相对简单的主板、中小板类壳资源股。

此外,今年以来,资本市场还有一

个特殊的国企壳资源现象,如近期多家国企壳资源公开征集受让方便是一例。总体而言,受供给需求双方共振影响,国企壳资源正在走俏,未来国有企业卖壳解忧的现象或会愈演愈烈。在历史上,国企“壳”在资本运作方面往往处于被动。

需要注意的是,国企卖壳现象与资本市场常见的重大资产重组的形式有较大的区别,国企卖壳一般是先将控股权转让给市场,然后再由民营资本等第三方通过市场化的手段进行重组。显而易见,这样做会让交易效率大大提高。

从今年中央和地方政策趋势来看,国企改革有望在近期加速落地。可以预见,2016年或是国企壳资源资本运作具有标志性意义的一年。(作者系知名经济学家)