



【明远之道】

这些金融常识不需要投资者理解每个泡沫中的不同术语,而是通过统一的分析方法,迅速发现荒谬的定价。

陈嘉禾

最近,以比特币为首的虚拟货币,在受到监管层严厉监管之后,占据市场头条。在这场轰轰烈烈的虚拟货币大牛市中,许多投资者也许都感到迷惑,毕竟“区块链技术”、“算法”、“密码学”这些新名词,比我们在以往金融泡沫中见到的概念都要新颖,都要难以理解。相对于郁金香的繁殖、企业的利润和增长,投资者对这些新技术词汇难以领会,许多人也就不敢随便反驳,以至于人云亦云。

但是,如果我们从金融常识的角度去思考虚拟货币,就能够瞬间揭开这些高科技背后的迷雾,发现虚拟货币的本质。这些金融常识根本不需要投资者理解在每个泡沫中出现的不同术语,而是通过统一的分析方法,迅速发现金融泡沫中定价的荒谬。

一条条梳理。第一,这种资产总共有多少价值?面对金融泡沫时,我们从

本质上难以分辨这个泡沫有多大、价格到底是否离谱,但是如果我们把总量相加,就会很轻松发现,这是一个巨大的泡沫。

举例来说,在日本 1980 年代房地产泡沫中,只要卖掉东京的土地,就能买下整个美国。一个日本东京可能与整个美国相提并论吗?显然不可能。那么,这不是泡沫,又是什么呢?

在虚拟货币的泡沫中,比特币的历史最高价位达到大约 5000 美元,而比特币的最大总量是 2100 万枚,当前的总量已经接近此数。这也就是说,按最高价算,比特币的潜在总市值是大约 1000 亿美元,相当于中国外汇储备的 1/30。

这也就是说,光比特币一个虚拟货币,这一小串并无实际应用价值的代码,其“总市值”就达到了改革开放以来,全中国十几亿人民,辛辛苦苦攒下的所有外汇储备的 1/30。

那么,全球现在有多少种虚拟货币呢?据报道大约是 900 种,既然每一

种虚拟货币和比特币在技术上没有本质的区别,那么我们就可以假设,这 900 种虚拟货币的“理论最大市值”,可以达到 90 万亿美元,是当前中国外汇储备总额的 30 倍。

显然,这一点都不现实。

第二,如果这种产品崩溃,会对我们的社会有什么影响?对许多金融产品,包括资产、商品、股票、债券来说,如果价格正常合理,那么一旦价格发生崩溃,会对我们的社会造成巨大的影响。反过来,这种影响的反身性,也导致这种产品的价格不会永远崩溃下去。

举例来说,在 2014 年 A 股蓝筹股只有 6 倍 PE 估值时,如果市场再度下跌 50%,PE 就会达到 3 倍;如果下跌 75%,那么 PE 估值就会达到 1.5 倍。显然,这种下跌会导致买盘的大幅介入,而其对社会可能造成的巨大影响,也使得这种下跌很难发生。

当原油价格在 2015 年跌破 40 美

元之后,极低的价格就导致了社会意义上的反身性:价格越低,消费的人就越多、生产的人就越少,这样就会导致价格反弹。

但是,如果现在虚拟货币的价格下跌 50%、乃至下跌 75%、下跌 90%,对我们的社会会有什么影响吗?基本不会。会产生“社会反身性”吗?没有可能。这种下跌对我们的社会、乃至对全球社会是不可承受的吗?并不是。那么,如果这种下跌一旦发生,会有多少力量去阻止价格的崩溃呢?

第三,如果资产价格下跌一半,甚至更多,并且维持多年如此,投资者是否会心慌?

巴菲特曾经说过,真正好的投资,是在买入以后,即使交易所关闭 10 年、在 10 年之中都不能出手,也能让人泰然自若的投资。举例来说,在 2000 年前后,中国内地一线城市的房价,其租金的年回报率在 8%到 10%。在这种情况下,不要说买入持有 10 年

不交易,哪怕 20、30 年不交易,投资者也不会感到心慌。

但是,如果现在有一个投资者买入一个虚拟货币,随即在未来 10 年内被禁止出售,投资者会感觉如何?对于内地一些炒家来说,恐怕 10 天的禁售期都无法忍耐。在这种情况下,我们就可以清醒认识到,虚拟货币的所谓“价值”,其实主要来自下一个买家的接盘,而不是来自于其本身的价值。

对于一种价格只能由下一个买家的接盘来维系的金融资产,我们就会用 4 个字来定义它:金融泡沫。

所以说,在面对任何一种潜在的金融泡沫时,我们其实并不需要纠结很多的技术细节。这些细节往往新颖、难以完全理解、难以反驳。我们需要做的,只是从常识角度考虑一下这种价格是否合理,自然就能发现其中存在的问题。

(作者系信达证券首席策略分析师、研发中心执行总监)

新三板为什么会掉队？

桂浩明

作为多层次资本市场的重要组成部分,新三板与沪深股市存在较大差异,但是受制于共同的宏观基本面,它们的走势大体一致。如 2015 年上半年都曾有过大涨,下半年又出现过明显的下跌,其后则出现了结构分化的行情。

不过,这种状况自去年年底以来发生了变化。沪深主板从那时起开始逐渐上涨,创业板尽管晚了一点,但在 8 月份也探底回升,且反弹的速度还很快。新三板则不同,股价行情疲弱,无论是综合指数、创新层指数,还是做市商指数,都出现下跌。即使上证综指突破 3300 点,整个证券市场情绪全面好转,新三板依然不见起色。一度很受关注的做市商指数,由于引入券商双

向报价,一直被认为能够体现挂牌公司的公允价值,可也是一路下跌,最近已经下探到 1000 点附近,差不多回到了起点。在中国证券市场上,股指运行几年后又回到起点,这种事情并不多见。因此不得不说不,就整个证券市场的发展而言,现在的新三板在掉队。

为什么会掉队?简单分析一下,有三方面的原因。

首先,新三板挂牌公司的业绩不尽人意。前几年,新三板挂牌公司的利润增长率,都要高于主板,也高于创业板。但是去年以来,这种增速大幅度放缓,已经低于主板与创业板了。这里有复杂的原因,包括新三板扩容过快,挂牌公司质量参差不齐,不少中小微企业挂牌后遇到发展瓶颈,业绩难以提升。也有在挂牌前过度释放利润,此

后就缺乏进一步增长的动力。还有过去一些私募股权基金挂牌后,在一定市场条件下表现出了很强的盈利能力,但这种状况在近两年来就不突出了。公司业绩平淡,成为新三板市场发展、股价上行的重大阻力。

其次,去年年底以来,市场格局有了很大的改变,投资者对企业业绩的关注程度大幅度升温,这也造就了一波以业绩为核心的蓝筹股行情。相对而言,从新三板的特点来看,通常不会包含成熟型企业,更多是接纳创业型企业。这样就与今年的投资氛围不那么协调了。结果就是,大量当初以成长性为卖点,试图通过在新三板挂牌,获得资本市场支持寻求更大发展的企业,此间很少能够获得相关资金的青睐,不再融资困难重重,市场交

易也是冷冷清清,这样一来也就使得行情难以有所作为。这也提示人们,在缺乏稳定专业资金的背景下,证券市场中那些个性化很强的板块,也许其发展本身会受到严重制约。

最后,不得不提的是,新三板虽然在前几年取得了长足的发展,但主要是表现在一级市场的数量扩张上,二级市场建设并没有紧紧跟上。大家都知道,新三板交易制度处于探索期,从很多角度来看,还是存在一些比较明显的缺陷,有关方面也提出了包括建立大宗交易制度、开放私募基金做市等种种安排,在挂牌公司的分层以及向创新层给予政策倾斜方面,也是有所考虑的。但是,所有这些都没有能够及时付诸实施。由于市场建设的相对滞后,很多抱着憧憬改革红利心理入

市的投资者,不能不对此深感失望,这不但大大影响了他们的投资积极性,同时也抑制了新资金的入市。一万多家挂牌公司,每天的成交金额才六七亿元,大量公司有行无市,挂牌以后并没有获得资本市场的支持。所有这些,都导致了新三板的低速,乃至在今天的证券市场发展中开始掉队。

当然,新三板掉队,有些问题是历史遗留的,有些是在某个发展阶段中难以避免的,但也有一些是改革力度不够所致。怎样加快改革,推动新三板尽快赶上去,应该是新三板各参与方都必须认真对待的问题。毕竟,没有新三板的正常发展,中国多层次资本市场将是不完整的,整个证券市场也将是不协调的。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

玩具业升级转型迫在眉睫

向琳

根据美国新闻财经频道 CNBC 报道,明年全球玩具零售商玩具反斗城约有 4 亿美元债务到期,公司已聘请律师行 Kirkland & Ellis 帮助公司进行债务重组。

其实,玩具反斗城早在一年前已委托财务顾问公司 Lazard 协助重组债务并成功将部分今年到期的债务延长还款期限。玩具反斗城发言人表示,现时正研究多个解决债务到期方案,包括寻求额外融资,将于本月 26 日公布第二季业绩时披露更多详情。

玩具反斗城成立于 1948 年,现时在美国和海外分别拥有 875 及 765 家店铺。但受到沃尔玛、亚马逊和 Target

等冲击,公司已经连续 4 年亏损。2005 年,玩具反斗城被私募基金金贝思资本(Bain Capital)、Vornado Realty 和 KKR 以 66 亿美元杠杆式收购,此举令公司债台高筑,截至今年 6 月底,负债高达 52 亿美元。评级机构惠誉 9 月 6 日发出警告,玩具反斗城市占率将继续受到 Target、沃尔玛及亚马逊侵蚀,并预计该公司未来必须不断寻求再融资才能生存,故给予“CCC”信贷评级。

近年来,传统玩具业竞争越来越激烈。丹麦玩具积木制造商乐高(Lego)近年营收萎缩,决定在全球范围内裁员 1400 人,占全体员工 8%。为了扭转颓势,乐高也在不断向数字化转型。根据媒体报道,在今年 CES(电子消费品会展)上,乐高发布了可编

程积木 Boost 系列,用户可以通过配套 iOS 或者安卓应用来控制机器人的活动,还可以将各种可编程模块自行叠加在一起,然后按“开始”按钮就可以让玩具做出相应的动作。

在传统玩具吸引力下降的时候,主打益智和教育的 STEM 玩具呈现了迅速发展的势头。STEM 是科学、技术、工程和数学四门学科英文首字母的缩写。从上世纪 90 年代起,美国政府对 STEM 教育就多次公开表达重视。亚马逊在 2015 开始涉足 STEM 市场之后,STEM 玩具就成为了亚马逊第二大访问流量来源,今年亚马逊更是推出了针对家长的订阅式服务:STEM Club,每月只需支付 19.99 美元的价格,亚马逊会向家长寄送

STEM 玩具福袋,福袋包含针对不同年龄段孩子的自然科学或机器人等玩具组合和学习资料。曾经创造“芭比娃娃”的玩具公司美泰(Mattel)也借由旗下的 Fisher-Price 品牌推出了可教孩童编程的毛毛虫等玩具。

根据市场调研公司欧睿咨询的数据,中国玩具市场零售额从 2010 年的 463 亿元增长到 2014 年的 744 亿元,年增长率达到了 12.6%。但受到电子产品的冲击,国内传统玩具厂商正经历寒冬。根据亚马逊中国“2017 母婴玩具网购消费白皮书”报告显示,积木拼搭类和益智类玩具分别位列亚马逊中国整体玩具品类销售额的第一及第三名,这一数据也体现了国内对儿童玩具的选择也偏向于益智教育类。

香港贸发局副局长周启良表示,参考该局 2016 年第四季的行业出口指数,玩具业是唯一录得升幅的行业,反映了业界对 2017 年玩具出口表现的信心。周启良还提到:“加强科学、科技、工程和数学学习的 STEM 玩具和授权产品,以及融入虚拟现实(VR)和增强现实(AR)应用技术的玩具及游戏越来越受欢迎,值得港商留意和探索。”

国内玩具公司虽有不少已涉足 STEM 领域,但仍处于不成熟阶段,行业较为分散,暂时未有龙头企业出现。不过笔者相信寓教于乐的趋势会继续保持,将科技与玩具结合的 STEM 玩具能够加快玩具业的消费升级,STEM 玩具未来在国内的发展值得期待。

(作者系天元金融高级投资顾问)

如何投资低估值成长股？

杨苏

A 股与港股市场差异较多,其中一个有趣的现象便是上市公司公告良好业绩后的股价表现,A 股常常跳水下跌,而港股总有大涨的惊艳表现。一个恐惧,一个贪婪,又是什么?

一个不容否认的事实是,良好业绩可能在公告前业绩走漏风声,投资者更看重的应是超出预期的部分。对于 A 股投资者来说,市场交易环境偏重于换手率很高的散户市场,所以频繁买卖追求交易价差是常见的投资思维。但是,港股市场拥有较多的机构投资者,更看重公司产品优势和长期的业绩增长预期,也就是公司市值在几

年时间里整体的增长前景,不会总在几个月周期的定期报告披露时间里反复交易。

试想,实施高送转这种对公司完好业绩后的股价表现,却常常可以推升股价,更别提走漏消息的良好业绩了。许多投资者提前了解公司由于行业发展或者某个重大事项,实现了业绩大幅增长,然后在公司公告业绩之前已经买入股份潜伏其中,等到消息一公布,马上兑现 20、30 个点的涨幅落袋走人,造成了公告日当天股价的跳水现象。

追根溯源,这其实体现了投资者对公司研究了解程度的巨大差异。对少许浮盈化为泡影的恐惧,让投资者选择迅

速落袋为安。更进一步地说,投资者并不是相信公司产品优势和业绩发展带来市值增长,而是相信短暂拥有的信息优势和各种交易策略带来所谓的收益。在不成熟的资本市场,这样的心态是常见的和常规的,我们可以将其划入“投机”的范畴。常有人放言美国投资大师巴菲特到中国来也得赔钱,就是基于 A 股市场种种不成熟的特征。

笔者认为,成长性能否维持是投资高估值成长股的主要问题,但这并不意味着投资低估值成长股所承担的风险就会小一些。在公司兑现良好业绩时抛售股份,并非明智之举。一旦公司保持行业优势,甚至利用自身竞争优势提高行业的集中化水准,那么我

们将见证一个数十亿元市值的小公司逐渐成长为数百亿元,甚至千亿元的大公司,而这在 A 股上市公司中已经屡见不鲜。

举例阐述,中国制造业是具备上述特征的典型行业。在一些制造子行业中,中国制造业企业对海外市场的大规模并购重组,已经让其成为行业的领跑者。近些年快速发展的苹果产业链行业,也有诸多 A 股上市公司的身影。在不知不觉中,这些不断加强技术优势的企业,从小不点市值逼近千亿元市值,甚至上千亿元市值。

在持有公司股份时,应投入更多的精力研究行业和公司发展。如此一来,没有多少精力可以去感受恐惧或

者贪婪。A 股市场是不断成熟和发展的市场,连续几年净利润增长率达到百分之几十的上市公司少说也有几十家,但大多数人并不能从中获取投资收益,因为他们的投资决策主要来自股价的波动,而不是公司自身优劣势的变化。

一个可以预见的投资趋势是,随着外资资金不断进入 A 股市场,投资期限的长度也在逐渐拉大。3 年甚至 5 年的投资周期将慢慢被投资者所接受,对公司研发、技术等各种核心优势的考量将成为投资者最关心的因素。很多上市公司对外资机构成为股东持欢迎态度,放低短期利益考核的比重,才有可能迎来公司长久的壮大和强盛。



【股市笙歌】

可以预见的投资趋势是,随着外资不断进入 A 股市场,投资期限的长度也在逐渐拉大。