【明眼看市】

作为一种纯粹的增量，入围MSCI对于改变目前A股增量资金不足的现象，将会发挥一定作用。

MSCI会给A股带来什么？

桂浩明

一年前MSCI决定接纳中国A股进入其编制的相关指数，也就意味着，众多根据MSCI指数进行指数化投资的海外机构，有望按照A股在相关指数中的权重，逐步开始配置中国股票，中国证券市场从此将迎来一个全新的时期。

本世纪初，我国证券市场实施了合格的境外机构投资者（QFII）制度，允许合格的境外机构投资者参与A股的交易，这样境内股市第一次迎来了合法的海外资金。近20年来，QFII从小到大，已经扩展到800多亿美元的规模，成为中国资本市场上一支不可忽视的力量。前几年，境内的沪深交易所又先后与香港联交所合作，开设了陆股通和港股通，使得内地与香港的证券市场实现了互联互通，海外资金进入A股的渠道进一步拓宽。回头来看，无论是QFII还是陆股通等，在引进海外资金，提高A股的国际化程度以及境内外之间投资理念的交流等方面，都发挥了积极作用，也取得了相应成果。那么，不久之后MSCI正式接纳A股，又将产生什么样的影响呢？

应该说，由于现在以MSCI相关指数为跟踪标的基金并不少，有人计算过，如果按照目前入围MSCI的A股数量与投资比例，在现阶段可以为A股市场带来100多亿美元的资金。几年以后随着入围数量的增加以及比例的扩大，可望带来3000亿美元的资金。这个规模应该不算小。作为一种纯粹的增量，它对于改变目前A股增量资金不足的现象，将会发挥一定的作用。特别是考虑到这些基金大都属于长线类型，它们的介入十分有利于市场的平稳运行。

另外，MSCI所接纳的中国A股，尽管在数量品种相对有限，一般在初始阶段不会超过A股所有股票数量的10%，这些有限的品种要接纳上百亿乃至几百亿美元的资金，对它们的股价将会产生很大的推动。特别是其中的那些蓝筹股，由于目前估值仍然比较低，有的所处行业在海外也是较为稀缺的，因此更加容易受到外资青睐，相关股票有望走出强势行情。考虑到此类投资基金建仓的特点，市场上形成MSCI概念股，可能性也是很大的。

还有，由于MSCI建仓的股票在走势上可能会较其它股票更强，这样它们的投资理念以及操作思路等，在一段时期可能为境内投资者所重点模仿，因此即便有些公司的股票没有进入MSCI的标的股名单，但也可能因为在某些特征上所具有的相似性而作为同类品种受到追捧。在这种背景下，MSCI的选股思路，会有意无意地为更多投资者了解，并且在实践中得以尝试。这种状况，其实在2002~2003年间也有过，那时QFII在境内普及价值投资理念并掀起了价值投资热潮。当然，随着时间的推移，那些投资理念能否深深地扎下根，这还是有待市场的检验。但不管怎么说，这种状况的反复出现，对于改善境内证券市场的投资氛围，还是有积极作用的。

最后，虽然MSCI接纳A股，会给A股带来很多正面影响，但是人们也不应该对此作出某些夸大联想。从大的方面来说，一个国家的证券市场，其基本走势还是取决于本国的基本面，与有没有外资进入，以及外资在多大程度上进入，并不存在必然的关系。因此，那种以为随着外资的明显流入，中国股市将进入大牛市的观点，本身是不符合实际的。还有，MSCI接纳A股以后，外资进入境内证券市场多了一条路径，但是否会在第一时间足额进入，还是有疑问的，特别是对那些主动型的基金来说，未必会马上完全紧密跟踪MSCI相关指数来建仓。现在所预测的有多少资金入市，只能是一种理论匡算。还有，境内证券市场有很多自身的特点，也不是一朝一夕就会被改变的，当年QFII进入A股时，曾经引起广泛的围观与模仿，人们也期望境内证券市场因此而改变面貌。但后来因为各种因素的影响，结果还是不了了之。MSCI接纳A股是否也是如此呢？至少现在还不能做过高估计。

（作者系申万宏源证券首席分析师）

【明远之道】

资本市场这个有机体，是由无数细节组成的。当我们在面对市场时，需要对各种事情详加考察，才能取得更高的正确率。

从年均回报率想到的投资细节

陈嘉禾

在分析资本市场时，我们经常会遇到一些细节。这些细节看似不太重要，但是如果投资者不重视它们，往往会在分析时造成偏差，最终得出与事实相去甚远的结论。

举例来说，在这之中，有一个比较常见的细节，就是“年均回报率”。在许多分析文章中，我们经常会看到这样的描述：“某某产品过去10年中上涨200%、年均回报率20%。”乍一看，100%除以10年，正好是年均20%。但事实上，这个简单表述的年均回报率20%，意思并不是投资者每年都得到20%。描述投资者在这10年中，每年平均都会得到的回报率，应该是“复合增长率”，也就是英文的CAGR（Compound Annual Growth Rate）。

按照年均复合增长率的概念，投资者在10年中应该平均每年得到11.6%的回报，这样总回报才是200%。如果一个投资者每年得到20%的回报，那么1.2的10次方应该是519%，比200%多了一倍半多。

所以，从投资者的真实回报来说，把一个在10年中总计取得200%回报的产品，描述成年平均回报20%，无疑是不精准的，或者说只是符合了“程序上的准确”，没有照顾阅读者的心理思维习惯。因为如果一个产品每年给投资者带来的回报，真的都是20%的话，那么这个投资者在10年的投资周期中，就会得到519%的回报。

类似“年均回报率”这样可能在分析中带来误解的细节，还真有不少。让我们再拿计算股票估值中的市净率（PB）来看，在不少公司的财务报表里，在所有者权益中，会包含一些优先股、永续债之类的权益科目。这些科目虽然都算在公司的所有者权益中，但是，它们的所有权其实并不是普通股股东。

举例来说，一家公司二级市场市值是100亿元，所有者权益共有50亿元，其中优先股10亿元，那么，按传统方法计算得到的PB估值就是100/50=2倍。但是，这50亿元的净资产，其中应当扣除优先股的10亿元，得到的市净率计算公式，是PB=100/40=2.5倍。

在公司的财务报表中，可能被忽视的细节，还远不止股东权益中的“其它权益工具”带来的影响这么简单。其它经营收益、资产处置收益、商誉、应收账款等细分科目，如果深入挖掘，都可能让一个看起来还算不错的财务结果，漏出不少马脚。

再举个例子，在对指数估值的时候，有些投资者会简单用成分股的市值作为权重，计算出指数的估值。但是，许多指数却不是以成分股的市值作为权重的。笔者曾经见到过一个市值占指数总市值大约9%的股票，在指数中只有大概2%的权重。这时候，如果简单地使用指数成分股的市值权重作为权重，计算出指数的估值，就会和真正的指数估值产生偏差。

在以上的这些例子中，细节带来的影响，还都只是产生一些偏差。而在一些极端性的例子中，我们会看到，如果对细节不够重视、不反复从多角度进行核查，甚至会碰到彻底的骗局。

2014年，南京警方曾经破获了一起笮人听闻的假银行事件。犯罪分子开了一个没有任何资质的“农村经济专业合作社”，内部装修得和正规国有银行一模一样，叫号机、大堂经理、LED显示器、保安人员一应俱全，加之以高额贴息揽存，短短一年时间，有近200人上当、涉案金额近2亿元。

其实，假银行并非没有破绽，它也不可能篡改真银行的网银系统或者监管机构的备案系统。如果从官方渠道简单核实、或者从网银端登录校对、或者从其它已知网点再核实一遍，很容易发现假银行的马脚。那么，为什么还是有这么多人受骗上当呢？

由此想到，《孔子家语·在厄》中，有这么一则故事，说明了孔子看待事情的细致。有一次弟子颜回和仲由一起烧饭，有别的弟子看见颜回从锅里掏了一点出来自己吃掉，就向孔子打小报告。孔子说等一下，我先调查调查。结果发现，是因为有灰尘掉到锅里，颜回觉得拿来给大家吃吧，不干净，扔掉又可惜，就自己掏一点出来吃（大概一起烧饭的仲由也可以作证）。孔子的细致帮助他发现了事情的真相，他并没有被表面的简单情报所迷惑。

所以说，资本市场这个巨大的有机体，是由无数细节组成的，因此当我们在面对市场时，就需要对各种事情详加考察、仔细分析、认真求证，这样才能取得更高的正确率。

（作者系信达证券首席策略分析师、研发中心执行总监）

【明言至理】

内地为遏制房价疯涨、防止人才引进变味的做法值得香港参考借鉴。

莫让高房价拖香港发展创新科技的后腿

吕锦明

为配合大力发展创新科技的愿景，香港特区政府日前出台了“科技人才入境计划”，受到外界高度关注。但时隔数日后，一则“香港再现新地王”的消息似乎令这项人才引进计划减分不少。

据传，香港“科技人才入境计划”拟于6月份开始正式实施，为期三年，主要面向BATJ企业员工、大数据、人工智能、生物科技类人才，预计第一年将引入最多1000名科技人才，每家公司（机构）每年最多可有100个名额。

显然，计划意在为香港引进海外和内地科技人才实施快速处理及安排，以配合香港科技公司及机构在招揽人才方面的需要。可以说，此举体现出香港特区政府大力发展创新科技的决心。实际上，香港的“科技人才入境计划”与目前正在内地多个城市火热上演的“抢人大战”，恰有异曲同工之处。

统计显示，自2017年以来，内地至少有20个城市先后出台了吸引人才的相关政策。值得留意的是，这些城市为了吸引人才、留住人才，在户籍、住房、补贴等方面开出了非常优厚的条件，许多省市都是以入户做招徕、以住房优惠为核心，为吸引人才，除了放宽落户限制，同时给予补助、住房支持等。由此，一些住房库存较多的城市在“抢人大战”中通过上述优惠政策，一方面留住人才，另一方面也达到楼市去库存的目标。

不过，与内地多个城市展开以户籍、住房为诱因的“抢人大战”不同，香港特区政府出台的“科技人才入境计划”在人才居住方面着墨不多。但众所周知，香港的高房价早已领跑全球，以至于现在有很多香港的中产阶层面对居高不下的房价，只有望楼兴叹的份儿了。

然而，就在此时，香港又一“新地王”诞生。有趣的是，此前，坊间不少分析评论认为香港今天的高地价、高房价，是因为不少内地房地产企业赴港不计成本、盲目抢地所致，但是这次竞标启德地皮并没有内地企业参与，5家参与竞标的全部都是港资地产开发商。香港地产龙头之一的新鸿基地产喊出高价，以平均每平方米约18万港元的价格夺得标王。市场人士估计，住宅落成后，每平方米的售价要卖到30万港元。

统计数据显示，香港房价已经从2016年连续上涨20多个月，目前以每平方米20万港元的价格高居全球房价最贵城市排行榜的三甲。对此，有外资大行发表研究报告指出，香港私人部门信贷占GDP的比重已经长期高于45%，香港楼市价格攀升至历史最高点，令楼市存在着明显的资产泡沫。

实际上，在内地多个城市的“人才争夺战”中，也将这股热浪传导到了多个城市的房地产市场，因此，有业内人士呼吁市场机构部门应警惕“人才战”变味为促炒房热。其实，这种担忧是有道理的，客观来说，人才的增加自然会带来住房需求的增加。对此，内地相关部门已经采取了应对措施，例如：近期住建部就针对房地产市场调控问题约谈了包括西安、海口、三亚、成都等12个城市，再次强调调控力度不放松；同时，一些地方积极采取措施，5月15日，成都市人民政府办公厅发布《关于进一步完善成都市房地产市场调控政策的通知》，回应“约谈”。

虽然“约谈”的方式未必适用于香港楼市的调控，但内地为遏制房价疯涨、防止人才引进变味的做法却值得香港参考借鉴。有香港地产业人士指出，虽然特区政府预期未来三至四年住宅总供应量高水平增长，但是市场需求仍然不断增加，究其原因是香港的中长期土地拓展计划举步维艰，市场因此担心后市供不应求。因此，特区政府相关部门应当为楼市降温有更多作为，努力增加开辟新土地，来应付日后经济增长带来的庞大住屋、社会设施和经济活动需求。如果香港特区政府能够提出有效合理的安置人才居住方案，才会为新推出的人才引进计划加分、增色，无疑这也会为香港大力发展创新科技锦上添花。

（作者系证券时报记者）

【一缕清辉】

2018年上市公司并购新三板更趋活跃，与IPO审核趋严以及新股发行放缓有关。

新三板公司治理成败关键何在

宋清辉

判断一家企业的企业质量有很多判断标准，例如业绩表现、员工薪酬及流动率，及产业未来的发展方向，也可以通过其是否进入资本市场作为判断参考。

进入资本市场是不少企业的梦想，既可以在资本市场获得融资，又可以增加公司的品牌知名度。以A股为例，在当前核准制的发行制度下，符合要求的企业数量在我国企业庞大的基数中占比极少，而且企业在审核过程中还有折戟沉沙的可能，顺利上市还需要经过不少波折。如果企业能够通过这些层层“考验”登陆A股市场，可以在一定程度上反映出企业的优质性，毕竟能够达到上述指标实属不易。若是上市公司年年表现稳定、分红乐观、股价合理，这种上市公司将是极为优质的公司。

但对于一些规模相对较小的企业，通过层层关卡进入A股市场，是个很美好的梦想。在无法触及A股市场的情况下，这类企业可以退而求其次，尝试其它分层结构，如新三板、区域性股权交易市场等其它门槛相对较低的平台。

但值得一提的是，能够进入新三板并不表示未来一帆风顺。近两年来，有关新三板的负面新闻开始增多，近期出现彩虹光未能筹集到审计费用的消息，反映出新三板挂牌企业也并没有太多的优越地位，持续经营不善、运作不佳的企业，还是存在的。不过这是新三板挂牌企业的特殊性，而非普遍性。新三板中也有不少优质企业，且这类优质企业很有可能会成为A股上市公司并购的目标。

根据清晖智库统计，2018年至今已有超过30家A股公司宣布并购新三板公司，涉及交易总额超70亿元，涉及家数和交易额分别是2017年同期的2倍多和3倍多。从一系列市场政策、环境及多方面因素分析，2018年上市公司并购新三板更趋活跃，与IPO审核趋严以及新股发行放缓有关。部分新三板公司无法通过IPO融资，因此选择了被并购。上市公司并购意图大同小异，往往是出于行业整合或多元化发展战略，之所以多起并购的对象都是新三板挂牌企业，从公司治理的角度来看，相较于未挂牌的公司，新三板治理更为规范，财务数据更真实。

总体而言，中小企业挂牌新三板，最直接的影响是企业规范化，即从挂牌前的高层、领导、实际控制人说了算，到挂牌后的由董事会、股东大会说了算，实现“人”治到“法”治，令企业能够规范运作。在财务管理方面，由于相关法律法规的要求，挂牌企业必须按照《企业会计准则》核算、编制并披露财务报表，让平台监管者、公司投资者、外界观察者和市场监督者都能清晰明了知晓公司的财务情况。虽然未挂牌公司也可以做这些，但对他们没有强制性的要求，否则也不会像彩虹光那样发布无可奈何的公告解释说明。

（作者系知名经济学家）