



【明远之道】

没有价值做基础的投机之路，走得越远，人就会越迷茫。

陈嘉禾

择时,是投资中一个永恒的话题。只要掌握了这种技能,就可以在市场上上涨之前买进去、在下跌之后卖掉,账户天天涨,财务自由唾手可得。

不过,在资本市场择时,说到底,还是小事情。搞来搞去,不过是一些货币在打转。与今天在资本市场的择时比起来,两千多年前,有两个人用天下做赌注、用国运做择时,那才叫大择时。这两个人,就是秦帝国的李斯和赵高。

据《史记·李斯列传》所载,李斯一开始和荀子学帝王之术,自己觉得学好以后,就和荀卿告辞,说“斯闻得时无怠”,即我李斯听说啊,择时择到的时候,就不能放掉,一定要抓住啊,所以我现在要出去做一番大事。于是李斯来到秦国,几经努力,协助秦始皇

统一天下,终于做到秦国丞相。从正确择时开始,一路做到秦帝国丞相,说李斯会择时,实属恰当之至。

光阴荏苒,秦始皇三十七年,皇帝病逝于沙丘。这时,秦帝国又一个会择时的人出现了。宦官赵高劝公子胡亥矫诏,赐死本来应该继承帝位的公子扶苏,自己做秦帝国的皇帝。胡亥一开始不肯干,毕竟杀兄长、自己做皇帝这事儿不太对劲。赵高于是苦劝胡亥,说了一句千古名言:“时乎时乎,间不及谋!赢粮跃马,唯恐后时!”意思是说,时机啊时机,转瞬即逝,你一定要赶快抓住,过了这村就没这店了!胡亥在赵高的劝说下,抓住了这个万世一时的机会,赐死公子扶苏,自己顺利当上了皇帝。

从择时来看,李斯、赵高,都可以说是千古少见的奇才。不过,他们两位最终的命运怎样呢?不用我说,你们也

知道。

回到我们的资本市场,现在你去书店、网店看看,有一本经久不衰的书放在显眼位置,叫《股票大作手回忆录》。这本书说的是美国传奇投机家杰西·利弗莫尔一生的传奇故事。在这本书里,“投机”、“交易”、“判断”、“买入卖出”、“观望与等待”这样的词汇反复出现,把择时的智慧都传授给了读者。在一些中文网站上,利弗莫尔甚至被称为“投机之王”。

那么,利弗莫尔最后的日子如何呢?这些宣传利弗莫尔投机方法的材料,不愿意告诉你的是,他在1929年以后投机失败,直至破产,1940年在留下一封遗书后饮弹自尽。

让我们再来看一个现实点儿的数据,以证明投机是多么困难的一件事情。在我们的身边,总是有一些人号称自己可以判断市场的走势,对吧?那

么,我们就假设有这么一个人,每个月都能准确判断上证综指这个最大、似乎最容易判断的指数的上涨和下跌。他在每个月上涨的时候就满仓买入、下跌就空仓,那么,他从2000年到现在(2018年6月22日),资产会增长到原来的多少倍?答案是835倍。

2010年4月16日,中国正式推出了沪深300股指期货,投资者可以开始多空双向投资,那么,如果有一个聪明的投资者,能够在每个月(不用每个礼拜,每个月就行)上涨的时候就做多、下跌的时候就做空沪深300指数,而且我们假设这个投资者也比较胆小,一点儿期货的杠杆也不用,那么从2010年5月到现在(2018年6月22日),这个投资者会赚多少倍的钱呢?答案是113倍。

以上的假设,都用的是每个月的数据,没有考虑杠杆,也没有考虑单个

股票更大的波动,只用了指数就能得到如此惊人的回报。但是,大家又见过多少人,赚到如此恐怖的财富呢?说得容易,做起来难比登天,对不对?

我们大多以为,自己比别人聪明。于是,后来的人只以为当年的人择时不够精明,自己只要再努力一下、变精明一点就可以。看看今天,《股票大作手回忆录》仍然如此畅销,打开电视、报纸、网络,看看分析技术交易、选择买卖时点的讨论有多少,李斯、赵高的诡计仍然在电视剧中被人们津津乐道。

可惜,磨砖作镜、积雪为粮,没有价值做基础的投机之路,走得越远,人就会越迷茫。而以价值为基础的投资者们,则一步一个脚印,积跬步以至于千里。现在,你还想问,市场在这一轮贸易摩擦中,到底会跌到多少点吗?(作者系信达证券首席策略分析师)



【一缕清辉】

在质量、品牌相结合的情况下,才能做到产品有血有肉有灵魂,才有望叩开国际化的大门。

宋清辉

2010年四个中文汉字“中国英利”出现在南非世界杯赛场,成功地吸引了人们的注意,这是中国企业第一次打入世界杯,用这个星球上几乎每六个人就有一个人认识的文字,展现了他们的品牌。

中国英利让许多中国企业蠢蠢欲动,在世界杯赛场上做广告可以让全球数十亿观众看到其品牌,而且在后期各种视频剪辑、体育节目还会时不时出现这些品牌字样,譬如在我们回顾2010年世界杯的视频里,还会时不时看到“中国英利”,这种效果似乎要比普通的电视、网络硬广效果更强。

有实力的企业才能在世界杯赛场上做广告,这种实力就是金钱。中国企业将广告投向海外赛场已经不早见,出现在今年世界杯赛场上的海信

电视就在2016年赞助了欧洲杯,并且使用了品牌工作者们生畏的极限词——“中国第一”。另外三家赞助本届世界杯的中国企业——蒙牛、万达和VIVO的品牌展示则中规中矩,这是大多数海外赞助商的做法。

上述四家中国企业的一个共性是都在进行着国际化的探索,也都意识到实现国际化需要完成诸多关键事项,世界杯赛场上的投放广告可以视为“品牌国际化”的一种方式,当然这并不是唯一的方式。在众多业内人士的眼中,这四家企业在世界杯投放广告的行为无疑是在烧钱,至于能取得什么样的效果则未知。但是对于企业而言,在世界杯投放广告是一种信用背书,即在海外扩张的过程中可以将授权的内容印在企业LOGO旁边,对外表示“我们是世界杯的合作商”。但是市场不见得会买这种“世界

杯合作商”的账,在2010年南非世界杯投放广告后,中国英利的影响力也许有所提升,但在2014年巴西世界杯再度投放时,中国英利的业绩表现已经不尽如人意,股票价格也是不断下行,逐渐被世界杯的看客们所遗忘。中国英利于2017年亏损5.1亿美元,其没落并不是因为世界杯的广告投放行为,主要原因与行业不景气、自身经营不善、国际化困难重重等问题相关。因此该公司也无力再一次“打入世界杯”,只能接受“被淘汰”的事实。

在国内,不少企业的品牌建设处于双面误区当中。一类企业认为品牌就是要令受众知晓企业的信息,因此会到处投放广告,强迫人们记住品牌的名称;另一类企业则认为品牌是很虚的东西,只要产品做得好就“酒香不怕巷子深”,因此没有用心经营品牌。品牌和产品是相辅相成的,绝大多数

企业都需要品牌和产品同时推进,才能令企业经营获得理想的效果。

建立国际化品牌需要综合多方面的因素,例如产品质量、受众、风格、企业文化、企业愿景等诸多问题。在国际化的过程中,缺少品牌力量的产品就如同行尸走肉,在竞争激烈的国际市场上难以得到认可;没有质量的品牌则是缥缈的,从一开始就会被消费者抵制。在质量、品牌相结合的情况下,才能做到产品有血有肉有灵魂,才有望叩开国际化的大门,如果仅是在大型赛事上不断投放广告,没有配合着技术创新、提升用户体验,必然会被淘汰,从而无缘世界杯。

中国企业品牌国际化之路多数会遭遇水土不服,海外品牌建立相对国内市场而言更加不容易立竿见影,在竞争者越来越多的背景下,品牌的初步建立到最后的经济回报需要经

历较长的周期,短期所释放的经济效益可能不会乐观。另一方面,中国企业的品牌国际化需要注意诸多问题,包括需要了解该国的政治理念以免在品牌输出过程中导致外交问题,了解对方的法律制度以避免品牌建设时的各种风险,要了解对方隐性的地方保护制度以防无法实施品牌建设。

最为重要的是,中国企业的品牌国际化建设不是一家企业的事情,而是和国家相关的大事,因此建议海信电视还是收敛一点为好,若是未来海信电视的海外消费者没有获得良好体验,或许会认为“这产品都是中国第一”,那其他的中国产品肯定会更差”。这对海信电视而言也许只用做一个危机公关,但对中国制造和中国智造而言则是重大冲击,更会影响到民族品牌的国际地位。

(作者系知名经济学家)

正视质押风险暴露的负面影响

桂浩明

近两年来,A股不时传出股票质押风险暴露事件,即某公司被质押的股票,因为股价下跌而导致担保不足,股东方面又没有能力及时追加质押物,导致被强制平仓,股价也因此一泻千里。应该说,在当今几乎无股不押的背景下,有个别公司在股票质押上发生问题,很难绝对避免。不过,作为一种非系统性风险,还是应该冷静看待,不宜过于夸大。

不过,今年以来随着股市的持续下跌,这方面的问题日益严重,据不完全统计,仅在6月上旬,就有逾十家上市公司大股东所质押的股票出现“爆仓”风险,另外还有更多上市公司的股

价正在逼近平仓线。这其中有经营不善的企业,也不乏盈利能力尚可的企业,有民营的中小企业,也有国有资本控股的大中企业。虽然还不能说质押风险已经演变为系统性风险,但确实不能简单地视为个案了。

有人认为,相对于现在3500多家上市公司,以及90%以上的公司存在质押的状况,现在有几家公司质押“爆仓”,这个比例并不算高,而且受到监管部门对大股东卖出股票的政策限制,即便发生强制平仓,数量也是有限的,不至于对股市带来太大的压力,而且质押风险基本上表现在大股东身上,对上市公司本身未必会带来多大的冲击。这种说法,表面看来有点道理,但其实是错误的。

这首先是因为,现在尽管真正在质押上出问题的股票相对数量并不多,但基于市场情绪所具有的蔓延性特征,其影响是很大的。某个股票因为质押出问题而“闪崩”,与其同板块、同题材的股票往往会受到拖累,而这些股票的集体下跌,又会进一步动摇投资者的信心,导致整个市场明显下跌。一旦这种状况出现,市场交易重心下移,又会让更多被质押的股票承受压力。如此恶性循环,其破坏力不可小觑。

其次,说质押风险主要体现在大股东身上,更是很片面的观点,当大股东因为所质押的股票被平仓,进而导致控股权被转移,这对公司来说显然带来了极大的不确定性,而即便平

仓也只是削弱了大股东的控股权,但由于公司股价下跌,其融资、贷款能力必然受到影响,而且在这种情况下大股东的管理、掌控能力,也必然会受到制约,公司会面临很严重的治理风险。无疑,在这种情况下企业一般不太可能实现较快的发展。对于投资者来说,恐怕就不得不提高这类公司的风险等级,并且更多地选择远离。所有这些,都会反映在一个点上,就是相关公司股价的持续下跌,而这对于广大普通投资者而言,自然是一场无妄之灾。对证券市场而言,也构成了很大的打击。

6月份以来,人们对这一点已经有了切肤之痛。此时,不管从什么角度来说,对于股票的质押风险,都不能听

之任之,需要认真采取措施,坚决予以应对。

两年前,面对股市的暴跌,有关方面采取果断措施,努力恢复其流动性,稳定了市场,也避免了系统性风险的出现。现在,虽然大环境与当时有着很大的不同,但股票下跌所引发的质押风险,则是实实在在地摆在了人们面前。特别是现在质押面广、数量大,质押风险不断暴露还会强化二级市场的融资风险。有关方面应该在严肃反思质押风险产生原因的同时,出台相应的措施,阻止质押风险的蔓延,努力维持市场的稳定,并且为相关上市公司避免因质押而导致的股价“闪崩”创造条件。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

应收票据造假大案对股票投资的启示

杨苏

应收票据似乎是一个冷门的会计科目,一般投资者并不重视,机构投资者也多从行业研究出发,很少在研究报告中提到。近期,一起因应收票据造假大案对于中介机构的处罚公文,再次将应收票据背后的诡秘呈现在投资者面前。

应收票据指商业汇票,是公司持有的没有到期、没有兑现的票据,付款期一般在1-6个月,持有者提前兑付需要支出利息。从分类看,主要包括“银行承兑汇票”和“商业承兑汇票”两种。从风险角度考量,显然是银行承兑的风险极小,一般企业做信用背书的

商票,存在着很大的不能兑付风险。正常情况下,我们考量票据的承兑风险,但是上述造假公司竟然直接用无效票据充当资产,“为掩盖关联方长期占用资金的事实,安排人员搜集票据复印件,将无效票据入账充当还款。”根据处罚文件,公司年报资产负债表中的应收票据期末余额,几乎全部为造假而得。公司造假的原因,是为掩盖关联方长期占用资金的事实。

也许证券市场处罚违法的措施不够严厉,使得众多公司大胆造假,还有中介机构没有尽责起到了为虎作伥的作用。从公开信息,我们无法甄别哪些票据是无效的,哪些是真实的。我们能做的事情,局限于关注公司的应收票

据金额变化情况,以及商票的比例和承兑风险。

假设公司披露的票据都是真实的,那么主要存在能否兑付以及提前贴现损失利息这两大问题。其实,应收票据金额很大程度上体现了公司在产业链中的地位问题。一是公司供货时是否只能接受对方的票据形式付款,能否要求对方支付现金,一是公司在向上游采购时有没有能力也不支付现金,而通过手中持有票据的流转完成。

几年前,一家刚刚IPO成功的公司,第一年净利润就出现大幅下滑,公司解释是大量的提前贴现票据导致太多利息支出。笔者致电公司询问IPO之前的情况,公司诚实告知已经存在

并且预计影响到利润。至于原因,公司解释为公司客户是行业垄断巨头,在付款方式上有决定权,近期主要通过票据支付,而采购上游原材料时,公司决定不了付款方式,只得支付现金。

显然,公司在信息披露上有明显的遮掩和延误,但更重要的是公司的行业地位一览无遗。买货的完全不给现金,自己采购又必须实实在在地支付现金,这样的公司在行业中缺乏话语权,做业务做成了冤大头,如何能够稳健经营给投资者回报。既然违规处罚成本不太高,那么公司一定选择侵犯中小投资者的基本利益,中介机构为了保荐费用收入,也非常有可能就选择了熟视无睹。

曾几何时,虚构现金是上市公司造假的主要手段,也许从难度上,虚构票据更加容易操作,也不为人所瞩目。即便没有虚构票据,银票和商票面临的承兑风险迥异,对公司估值的影响也是决定性的。

有财务总监告诉笔者,公司不接受商票,只接受银票,因为银票有银行做信用背书,基本不存在无法兑付风险。简单的道理大家都懂,那么公司一旦接受大量商票,也意味着接受了大量的风险。财务造假自然需要依法严惩,但在笔者看来,低劣的盈余质量跟造假没有什么区别,对于公司估值和投资者收益的影响都是毁灭性的。

(作者供职于证券时报社)



【股市笙歌】

低劣的盈余质量跟造假没有什么区别,对于公司估值和投资者收益的影响都是毁灭性的。