



【明远之道】

许多投资者分析问题时,只看到逻辑的一面,却看不到一个系统中联动另一面。

从房价和股价的差别说开去

陈嘉禾

最近,一线城市的楼市价格飞涨,各种逻辑也都随之而来。其中比较经典的一条,应该算是“中国资本太多,可投资项目太少,同时大家担心资本贬值,所以都涌入一线城市购买房产”。

但是,这条逻辑明显忽略了一个事实,即只有在经济向好的情况下,一线城市的经济、教育、社会发展等等,才能保持在全国前列,才能以领先于全国的速度发展。但是,如果这一切都向好,投资者为什么不去购买股票呢?如果全国经济真的一塌糊涂,一线城市又怎能独善其身呢?

一线城市在汇集了全国最优秀的人才、资源、教育、资本时,依赖的是全国所有地区的支撑。我们几乎不可能看到全国一片萧条,一线城市蒸蒸日上。毕竟,从一线城市过去几十年的发展来看,其繁荣期均是在全国经济向

好的时代。

以上海为例,清朝末年到民国初年,中国开始了现代化历程,上海十里洋场随之商贾云集、天下闻名。但进入日本侵华以后,全国民生凋敝,上海的发展遂大不如前。建国以后实行计划经济,上海这个以市场经济著名的地区便没有占到太大的便宜。直到改革开发以后,随着全国经济再度繁荣,上海的发展也进入一个新的时代,近年来大有赶超香港之势。试想,如果中国经济再次跌落低谷,上海的经济又怎么可能一枝独秀呢?

但是,话说回来,如果全国经济持续向好,一线城市继续蒸蒸日上,投资者又为什么要追捧一线城市的楼市呢?蓝筹股指数目前的市盈率不到10倍,一线城市的楼市出租回报率不足1.5%,其孰优孰劣,难道不是很容易证明的吗?

许多投资者在分析问题的时候,

容易丢弃整体观,只看到逻辑的一面,却看不到一个系统中联动的另一面,即一个逻辑在生效的时候,会导致整体系统发生改变。由此导致的分析错误,举不胜举。

举例来说,在一线城市楼市大涨的时候,流行的逻辑指出一些楼市的杠杆率太高,会危及银行信贷,最后导致股市下行,最终得出股市不能购买的结论。问题是,如果房价下跌导致贷款受损,那么这时候楼市岂不是投资回报更差吗?毕竟股市的估值已经如此之低,新增房贷又只占信贷的很小一部分。但是,不少投资者对这两者之间的联动关系避而不谈,却以为银行信贷会受损所以股市不能买,结果一股脑把资产投入到楼市中去。

另一种投资中常犯的错误,则来自于错误分析、夸大了一种属性对一种资产的作用,却没有看到这种属性在其它资产身上同样生效。

举例来说,有些投资者认为房地产是“实体资产”,而股票则是虚拟经济,看不见摸不着,所以地产一定优于股票。问题是,我们如何认定一间单元房属于甲、不属于乙呢?因为有一张纸质的房产证,同时房产证在政府系统中有电子备案。那么我们如何认定一家公司的一部分属于一位投资者呢?同样也依靠交易所的电子备案(在香港,投资者甚至可以花一点钱把这份备案打印出来)。那么,这两个电子备案之间,又有什么本质的区别呢?我们如何能说一种资产是“实体资产”,另一种不是实体呢?

同样的事情也不止发生在地产和股票之间,这里就让我们来看另一个例子。在2011年和2015年上半年的分级A基金大熊市中,笔者听到许多投资者说,分级A基金不能算是债券、甚至不拥有价值,因为它们没有到期日,所以它们的价格必须折价,熊市

也就是理所应当的。

这种逻辑听起来很有道理,但是往深一想,就会发现问题。分级A基金和分级B基金是对立的,在套利的作用下分级A的折价必然对应分级B的溢价。那么,既然两者都是没有到期日的,为什么分级B基金就有溢价、分级A就没有溢价呢?从这个角度一想,用到期日来解释分级A基金的折价,自然是毫无道理。事实上,这两次分级A基金的大熊市,后来都被证明是绝好的买入机会。

所以说,投资之道,永无止境。投资者必须不偏不倚、不急不躁、仔细思考、求实审辨,这样才能发现市场定价错误的地方,找到超额收益的来源。若是只图口头辩论之快、或者寻求盲从大众带来的心理安全感,又不能忍受逆风逆境中坚持的苦楚,那么就很难取得长期优良的投资收益。

(作者系信达证券首席策略分析师)



【董秘懂秘】

董秘任务繁杂,既要和各种事打交道,又要和各类人打交道,还要公司内外兼顾。

你,也可以成为上市公司董秘!

唐林明

董事会秘书究竟能干什么,对企业有什么用处,对企业而言有什么价值?在当今的形势下的人生职业走向,路有千万条,但无非两个方向:要么创业,要么打工。还有一个中间路线,选择成为董秘可以实现创业打工兼而有之,伴随企业成长,实现自我创业。

董秘能做什么,以至于能让自己进退自如。董秘是上市公司或准上市公司中一个特殊、特有的职位,是一个要求颇高、职责重大、富有挑战性的岗位,可谓责任与风险并存。

关于董秘的职责,在《上市规则》等规则中有详细规定,如进一步分类,可以概括为三类:信息披露类,股权事务类,以及内部参谋监督类。这些职责说明董秘的任务繁杂,既要

和各种“事”打交道,又要和各类“人”打交道,还要公司内外兼顾。

未上市的股份有限公司对董秘要求可不一样,因为非上市公司董秘没有信息披露义务。如果仅仅依据法规、规范的要求,局限于“三会”的相关工作,你的工作会非常失败。根据企业属性、企业文化和股权分布情况不一样,对董秘的要求和期望是不一样的。抛开这些不确定的因素,单谈一个优秀的非上市公司董秘的要求,需要至少做到以下几个事项有重大贡献和影响力:

首先,为股份有限公司改制开个好头。股份有限公司设立的关注要点是时点、方法、瑕疵消除等。目前设立股份有限公司相较于以前,其批准设立的受限条件较少,市场化程度较高,工商行政管理部门对设立的程序、程序性文件的规范性也较明细。正因为

较高选择自由度,也对一个董秘专业水平有很高的挑战。

其次,协助规范公司的内部控制制度和会计核算体系。在国家日益重视公司治理的今天,内部控制体系在企业中的作用越来越重要。可能你会说,财务核算、内部控制是财务系统的事,有财务总监在管呢,这不是越俎代庖吗?其实不是,企业和控制是企业内部的系统工程,不是哪个部门、哪个岗位可以完成,作为董秘必须介入甚至主持公司的内部控制体系的工程中去,也能站在财务体系外冷眼观察公司的财务会计体系。正因为身份能置身事外,才可能比董事长、财务总监更容易发现内部控制体系中的问题。

第三,主持公司相关法律瑕疵的解决。以2007年为例,全年首发被否的55家中,有近20%的公司是因为

与法律相关的问题而导致失败的。在很多的企业中,特别是中小民营企业中,没有专门的法律服务团队来把关公司的法律事务,可能最大配置是有兼职的法律专员,一般都依赖于公司聘请的法律顾问。不过,有问题得理性面对,很多企业决策层都有天然回避和侥幸心理,作为董秘就应该更多理性、更多直言、更好的执行力。

第四,做好公司与财务、法律、投资和授权事务相关工作的协调人、联络官。在公司处理和决策涉及财务、法务、投资、合作等事务中,大多事务不是董秘直接分管,各业务口都有专门的分管领导,作为董秘就需要更强的协调能力,调动和协调公司资源,合理有序地推动相关事情解决的进程。

在很多的财务、法律事务处置中,需要诸如审计机构、法律顾问、甚

至保荐机构参与介入,董秘也需要充当内外机构的衔接人,消除各中介机构由于利益诉求不同带来的矛盾和冲突,消除中介机构与公司内部的意见冲突。

第五,主导和推动上市申报工作。作为上市申报工作的具体执行者,发行上市的申报工作是董秘最核心、最重要的本职工作,也是作为董秘核心价值的体现。董秘能为企业做什么?有序推进发行上市申报工作,就是你的核心工作。

也许你会说,你说的这些事不是董事会、董事长考虑的事吗?说得对,但在具体的企业经营决策过程中,决策机构更多考虑的是发展和机会,规范和未来监管趋势就需要你这个企业内部的专业人士去考虑,及时提醒并组织解决。

(作者系资深财务顾问)



【明眼看市】

市场陷入流动性困境,会大大降低交易效率,也容易导致交易价格不正常波动。

A股会否陷入流动性困境?

桂浩明

春节长假后,沪深股市出现了一波较为温和的反弹。之所以说温和,除了涨幅较为有限之外,就是成交量也不是很大。于是也就引发了一个问题:A股会不会由此陷入流动性困境呢?

所谓流动性困境,通常是指由于股票换手率太低,导致投资者无法顺畅买卖,股价也因为买票或卖票的无法消纳而出现异动。对于一个交易市场来说,保持良好的流动性是其基本任务,而一旦陷入流动性困境,不但会大大降低交易效率,也容易导致交易价格的不正常波动。因此,作为市场的组织者,都会竭力去避免这种状况的

出现。而投资者对于存在流动性困境隐忧的市场,也是会退避三舍的。

目前,沪深两市每天的平均交易金额大体在4000亿元至5000亿元,这个量是不低的。折算到换手率,更是远远高于周边市场的水平。而人们会产生A股会否陷入流动性困境的担忧,首先是因为前段时间大盘曾经放量到15000亿元以上,并且在这高位持续了很长时间,这使得人们在判断市场时的参照物发生了变化,容易得出现在交易量不够的结论。特别是前年年底股指在3000点下方运行,并且试图突破时,两市就已经放量到了8000亿至10000亿元的水平,相比之下,说现在这个位置的成交量不太

够,也不是没有道理。

其次,由于市场呈现出结构性行情,沪市流通市值多,但成交不及深市,两市的换手率差距较大。这样在一些相关品种上,因为流动性不足而导致买卖困难的情况,的确也时有出现。而市场舆论往往又会放大相关信息,从而使得人们对流动性问题的担忧变得越来越强。

从历史上看,沪深股市从来就是一个高换手率的市场。在早年实行T+0回转交易的时候,有些个股的日换手率甚至可以超过100%。当然,随着交易制度的改进,情况发生了变化,总体上是换手率开始下降,但基于各方面的因素,仍然处于相对高

位。今年年初的一段时间,由于行情低迷,换手率一度回落到历史低位,而现在反弹了,也比那个时候高不了多少。这里有两方面的原因,一是现在还处于存量资金博弈的阶段,新入市资金少,热点又不突出,所以成交量放不大;二是在“国家队”救市资金入市后,锁定了上亿元的股票,按照承诺这些股票是不能卖的,因此客观上也减少了实际供应。如果人们对市场做一番全面的分析,就会发现事实上现在的成交量还是不错的,A股市场目前还不至于出现明显的流动性困境。在没有增量资金介入的情况下,4000亿至5000亿元的日均成交金额可以被认为是是比较合适的。

当然,这样的成交量,只能维系大盘区间波动的能量。如果要形成比较大的上涨,那么的确需要放量——换个角度来说,人们也可以把每天成交金额在5000亿元基础上跃上了一个台阶,视为是为增量资金进入的一个信号。在成交量没有达到这个水平之前,大盘很难想象有大力度的上涨。所谓“缩量上涨走不高”,说的基本上也就是这个意思。

也许,A股的特征决定了它不会轻易陷入流动性困境。但是当它要真正发力上涨时,对流动性的依赖还是很突出的,这也给投资者观察分析A股提供了一个独特的视角。

(作者系申万宏源证券首席分析师)



【一缕清辉】

“供给侧改革”和“新经济”本质存在高度一致性。

新经济与供给侧改革一脉相承

宋清辉

李克强总理在今年全国两会政府工作报告中提出的新经济,是通过新模式解放老、旧生产力,并在这过程中加快结构调整、大力培育新增长点,以创造出新的生产力,以保证中国经济保质保量稳定运行。

从狭义角度讲,在经济全球化背景下,“新经济”由信息技术革命驱动,以高新技术产业为标志的经济,包括绿色能源环保、移动互联网、先进制造业等重要内容。同时,这些也是新经济的核心内容;从广义角度讲,“新经济”则是中国经济转型升级的外在表现,是中国经济

新常态的生动体现。

新经济以“互联网+”、新技术和新业态为代表,它不但很好地支撑就业,而且也能够帮助服务业加快发展。新经济发展壮大之后,它也会为传统经济的改造升级创造有力的条件。

2016年政府工作报告首度将“新经济”专门写进去,意味着中国政府希望将新经济培育成中国发展新引擎。例如在上世纪90年代,美国几乎主导了全球的产业革命,但是现在移动互联网等领域,世界各国的差距并不算太大,中国通过大力发展新经济,完全有能力、有机会实现弯道超车。

当前,与创新息息相关的新能源是近年来中国增长最快的领域。未来,“新经济”将会和传统经济一道成为中国经济重要的增长引擎。只有形成新的强劲的“双引擎”,与供给侧结构性改革形成合力,才能驱动中国经济持续增长。

供给侧结构性改革本质上就是全面提高企业的要素生产率,通过各种方式挖掘能够改变人们生活方式产业、产品,“新经济”则要求从根本上提高质量和效率,“中国智造”是其突破点,即通过信息网络等现代技术,重塑整个产业链、供应链和价值链,使其焕发出新活力。因此,不难发现,“供给侧改

革”和“新经济”,本质存在高度的一致性,是相辅相成,相得益彰的密切关系。

值得一提的是,既然新经济如此重要,市场更关心新经济会面临哪些问题?新经济获中央政府大力支持,国内新经济发展在体制机制上不存在任何既得利益者阻碍,瓶颈倒是客观存在的。笔者看来,最大瓶颈主要在于人的思维模式,例如工业4.0本质上就是一场生产模式、思维模式的重大变革,即从自动化到智能化,跳不出的三个要素就是人、设备、产品。

从中国智造的现状来看,人是走向工业4.0面临的最大障碍:一方面,

长期处在2.0工业思维之下的技术和管理人员,技术与思维模式相对滞后;另一方面,中国缺乏精神传承。试想下,没有几代人的艰苦努力,德国和日本的工业化智能化也不可能领先全球。

其实,发展的不竭力量蕴藏在人民群众之中。在中国推动新经济发展中,我们可以从人民群众中汲取智慧,通过最大限度激发人的潜能和积极性,来逐步消除新经济面临的瓶颈。政府则需要依法健全新经济领域的各种“短板”,包括改革人才培养模式、市场化的人才评价和激励机制,营造激励创新的良好生态土壤,大力推动创

(作者系知名经济学家)