



## 【明远之道】

买房投资者的业绩到底来自于他们超人的理解能力,还是无与伦比的运气?



## 【董秘懂秘】

没有经过铺垫和备课充分的企业调研是浪费出差费的调研,还不如问问“度娘”来得实在。



## 【明眼看市】

从国际板到战略新兴板,这里走过的曲折道路,反映出中国资本市场在很多方面不够成熟。



## 【一缕清辉】

在欧央行实施宽松的货币政策后,是否有一个具备政府职能的机构对欧元区内所有成员国进行资源整合?

## 赚钱的原因比赚钱更重要

陈嘉禾

记得有人曾问一位伟大的投资者:如果不看具体投资决策,你需要多少年的业绩才能判断一个投资者是否优秀?投资者说:至少7年吧。然而他停顿了一下又说:也许7年都不够,多少时间都不够,我还是要知道这个投资者到底是怎么做投资的。

这段对话蕴含了一个深刻的投资道理:赚钱的原因比赚钱更重要。

一个聪明的投资者也许会因为运气不好,连续数年无法取得优秀的业绩,而一个莽撞的投资者也许会因为运气爆棚而赚得盆满钵满。

记得以前有段时间,市场上流行过一种基金叫“市场中性基金”,基本逻辑是选择优秀的股票,然后用当时市场上唯一的股指期货、沪深300股指期货对冲掉市场风险。

问题是,由于小公司股票涨幅远超大盘,结果不少此类基金的收益并不来自股票的长期基本面更优秀,而主要来自于短期内小公司股票对沪深300指数、由估值波动而非基本面带来超额收益。结果,在后来的小公司股票熊市中,这些基金不少无法兑现自己的诺言,而之前优秀的“无风险收益”也难以维系了。

过去十几年中内地最赚钱的投

资者是谁?毫无疑问,是买房子的、尤其是上杠杆买房子的投资者。但是,用杠杆买房子的投资者一定是最厉害的吗?为什么全球最伟大的投资者中,没有几个是依靠买房子的呢?买房投资者的业绩到底是来自于他们超人的理解能力,还是无与伦比的运气?

每年的A股市场,我们也常常看到有几个顺应了当年市场风格的基金表现抢眼,几个基金又做得特别差。但是,这些基金真的水平最高吗?当年表现最坏的基金又一定是水平最差吗?难道运气因素在短短几百个交易日里不是更重要的因素吗?要不

然,为什么沃伦·巴菲特极少登上美国“本年最佳基金经理”榜单呢?

那么,基金到底应该如何考核业绩呢?海外一家成功基金公司的做法值得参考。这家公司每年年底要开一个月的闭门会议,由最资深的合伙人们评定每一笔交易是否得当,从而给每个基金经理打分。至于当年的投资业绩,听说并不在这家公司的考虑范围之内。

南怀瑾先生曾指出,并不是所有成功的企业家都有成功的基因,许多只是运气好而已。纵观历史,沧海横流,人物随波起伏,我们又怎么能说其中每个人的成功、失败都是他们

和实力的必然结果呢?如果要增加成功概率,我们又怎么能依靠虚无缥缈的运气呢?

其实,我们可以想得更深一层。从哲学层面来说,运气到底是什么?难道它一定不是能力的一部分吗?对于这个复杂的问题,逻辑似乎无法将其解释清楚。那么,请允许笔者以王安石的《浪淘沙令》来阐述两者之间的奇妙关系:伊吕两衰翁,历遍穷通,一为钓叟一耕佣。若使当时身不遇,老了英雄。汤武偶相逢,凤虎云龙,兴王只在笑谈中。直至如今千载后,谁与争功?

(作者系信达证券首席策略分析师)

## 分析师:你不去公司,董秘很寂寞!

唐林明

券商、基金、信托、私募的各类行业研究员、分析师如何更好走进上市公司,不妨先站在上市公司角度,从董秘角度描述他眼中的市场分析师。

“元芳,分析师来访,这事你怎么看?”不用说,对各类投资者、研究员的调研,企业内部就如何应对早就研究过了,接待常规性调研的问题早就有了现存的答案,研究得滚瓜烂熟,全是通行版的答案。所以没有经过铺垫和备课充分的企业调研是浪费出差费的调研,还不如问问“度娘”来得实在!

其实一家公司如果长年没有券商、基金、QFII等投资机构和研究机构来调研,表示这家公司快被市场遗忘了,不要说资源配置和资本运作这样的目的,就连公司选择上市的最简单一诉求——广告效应也失效了。在近3000只股票中,几亿股东在不断

寻找好的投资标的,偏偏就错过你,这是公司的悲哀。分析师:你不去公司,董秘很寂寞。其实并不是董秘真寂寞,他很忙的!

同时也有第二层意思,有的上市公司是专职董秘,常规运行状态下的公司非定期报告和非重大融资申报工作期间,单就董秘本身的工作范围来说是不可能完全饱和的。要保持董秘的存在感和价值感,多出来的时间一般有三个消耗方向:董事长和总经理的管理顾问、对外投资总监、与市场保持良好互动以做好市值管理工作。前两个角色不是随时去折腾,那么有时确实需要这些市场互动力量出现。所以,分析师:你不去公司,董秘很寂寞。

但并不是说,上市公司需要与市场互动,就一定愿意接纳所有来访。毕竟上市公司有其严苛的监管环境和激烈的市场竞争环境(涉及商业机密),也需要把更多的精力放在资本

市场之外,所以你的来访不一定能营造出良好的交流氛围,来访质量自然也会有所折扣。

这一话题不包含有的分析师开口就说“XX公司董事长、总经理跟我是哥们儿”之类的类型,因为中国的礼仪之邦、人情社会。真如你所言,交流的尺度怎么把握就看你们自己,非由生至熟的常规相处路径的模式就无法评价,这里讨论的仅是常规方式的公司与投资者、研究机构的互动行为。

那么,我们以一家刚刚首次公开发行并上市的公司为例,可能市场里的分析师均不熟悉这家公司的任何一位董事、监事和高管。那么该公司最容易接纳什么样的研究员?最喜欢在什么时间接待研究员?

如果你选择在正确的时间到访,事情就成功一半,那什么时间才是公司不抗拒,甚至是最希望你调研呢?首先得用“排除法”,排除掉一些时间一

定不要去。

第一、董事长、总经理、董秘都不在公司的时候不要去。但在实务工作中,有些调研单位闷头闷脑就来了,还不在少数。如果运气好,碰上经验不足的证券、证券部(董事会办公室)工作人员,可能交流出许多意外之材(材料)。但也不能经常有的事啊,因为董秘回家听说有人来调研过,都没关心你是哪家公司,先关心自己的人有没有说漏嘴。可以想象下次再到公司,不一定有太好的收获。这里不是想说去公司调研就一定是想获得什么内幕信息,是想说如果获得一知半解的信息,不一定是公司真正的发展方向,你对公司的价值判断的理解就会出现偏差。

第二、你最好不要在公司业绩预告和定期报告披露前去调研。私人性质的拜访可以,如果涉及公司的业绩情况,那是太为难人了。现在监管多管齐下,一边是朋友,一边是“大棒”。可

是当他不好选择的时候,就只好不选择,不做朋友了就不用选择了。

第三、与资本运作无关的公司性、集团性(上市公司的母公司)活动时,最好不要来。因为这个时候董秘的角色转换了,有那么多政府官员、集团老大、公司董事大人、监事大人一一到场,董秘的这个“秘”字所赋予的功能就出来。他要周旋这些人,你再一来,你说是接待还是不接待?

选择正确的时间做正确的事情,万事可成。请选择好一个最合适的时间。合适的时机你一定要将你的时间选择过程告诉对方,不然谁知道你的心理活动,至于告诉的方式我想分析师都能得到滴水不漏,是你调研圆满成功的基础。选择好的时间出现,也是对公司和董秘的尊重,这种尊重会相互感染,正能量传递。

(作者系资深财务顾问,原为上市公司董秘)

## 从国际板到战略新兴板:请打好基础再来

桂浩明

最近有关战略新兴板的议论不少,主要是缘于在全国人大表决“十三五”规划时,原来有关在上海证券交易所开设这一板块的段落被删除了。就在不久以前,同样是在全国人大会议上,有关权威人士还提到战略新兴板的准备工作进展顺利,很快就要推出。在年初的上海市人大会议上,市政府领导也明确表示,争取尽快推出战略新兴板。现在突然不提了,这也难怪会引起市场的关注。

其实,现在不提战略新兴板是有道理的。因为虽然战略新兴板是好几年前就被提出来了,但真正开始实质性研究还是近一两年的事情,由于此

时有关进行注册制改革的大方向已经明确,因此在战略新兴板的相关制度设计上,基本就按照了注册制的规则。因此,从逻辑上来说是有意义的,同时它对于提升上海作为国际金融中心的地位,特别是强化作为世界上最重要资本市场之一的角色,的确有着重大影响。但是,国际板提了几年,都没有得到有关方面的积极响应,特别是没有得到投资者的认同。每次提到国际板,总会有不同的声音出现,而且股市也往往因此而出现震荡。也因为这样,后来有关方面就宣布,现在谈国际板条件还不成熟,因此暂时搁置了。事实上,战略新兴板就是在国际板不再被提及后,作为一项新的发展任务提出来的。但现在看来,虽然从提出起并没有多

少反对意见,相反企业界对此的反响

还是很热烈的,而且有的企业就专门瞄准了战兴板,准备到那里挂牌上市。尤其是一些中概股,是把战兴板作为回归A股的落脚点。但是现在看来,这里同样也有准备不够充分,以及各方面条件还不具备的问题。从国际板到战略新兴板,这里所走过的曲折道路,反映出中国资本市场在很多方面还是不够成熟的,不管是制度还是市场共识,都有不少欠缺。显然如果这些问题不能得到很好的解决,仅仅匆匆忙忙地推出这个板那个板,效果并不一定会理想。深圳证券交易所的创业板,前前后后花了十年时间才正式推出。即便如此,直到现在仍然还有很多争议,社会评价也不那么一致。

战略新兴板作为资本市场中重点服务于关键新兴产业企业的平台,其存在价值无疑是明显的,很多功能也是不可替代的。同样的,国际板作为境内资本市场向境外企业开放的窗口,不仅对于争夺上市资源,而且在推动中国资本市场融入国际市场方面,也具有现实意义。当然,人们不能只是看到这些,也要看到它们的确不同于其它板块,其推出涉及很多制度性的变革,需要做大量的准备工作,不能在条件尚不具备的情况下轻率行事。在这个意义上,现在的适当推迟,是为了以后更好地推进。因此,在这里人们不妨对战略新兴板,以及国际板说上一句:请打好基础再来。

(作者系申万宏源证券首席分析师)

## 欧元区量化宽松如何影响世界

宋清辉

欧央行的降息、量化宽松超出预期,意味着欧央行对欧洲经济的担忧要超出人们的想象。笔者看来,这非阴谋论也非阳谋论,更不要被解读为针对中国的货币政策。已有舆论认为,欧洲央行的宽松并不能改善欧洲的经济低迷,不少人对此不看好。

除了欧央行的内部官员,应该没多少人知道其真正降息逻辑。但能确定的是,负利率政策会让人们和企业将大量资金取出来,要么将钱放入结实的保险箱,要么购买股票,或风险投资,要么用来购买其它商品。总之,就是要让人们拿到这些钱,怎么用、如何用就看自己了。

如果所有人都担心负利率会导致自己的资金越来越少而去银行取钱,会不会发生挤兑?显然,欧央行考虑过

这个问题,所以才会将再融资利率调整到0%。这样一来,商业银行的压力自然少很多,毕竟靠山在后面,欧央行的印钞机已经加足马力。同样的,贷款利率的大幅下降意味着欧元区企业的融资成本将大幅减少,这对很多企业是件好事。

从历史经验看,美国前后四次推出量化宽松,在一定程度上防止了经济的继续下行。除了美国,采用量化宽松的经济体也有不少。这个时候问题就来了,宽松的货币政策到底对哪些方面的衰弱有用?为什么有的经济体实施量化宽松,经济却依然不景气?欧央行此次超预期的货币宽松政策,又能起到什么样的作用?

量化宽松政策的实施看起来是降息、印钞等一系列扩充流动性的举措,在现实过程中还需要实现资源的有效配置,即需要通过政府干

预进行引导。如果经济体底子好、政府持有强大的资源,在货币政策和资源有效结合的方式下,可以实现产业筑底从而令经济企稳,这也是为什么美国能够在量化宽松下扭转不利局面的原因。日本量化宽松之所以没有什么效果,和政府未能实现对资源的配置有一定关系。经济体的底子不稳,量化宽松也难以重整萎靡的经济。

欧元区现在就面临着这样的问题,在欧央行实施极为宽松的货币政策之后,是否会有具备政府职能的机构对欧元区内所有成员国进行资源整合?从目前的情况来看,似乎没有。欧元区此前的底子又如何?貌似德国外,其他的成员国都有点不求上进,经济基础、实体产业比较薄弱。在两方面都不太具备的情况下,在这种“钱来了”的背景下,欧央行的量化宽松实施的效果也令人有些担心。无论怎

样,欧央行愿意采用超预期的手段,意味着真心希望将欧元区经济在一定时间里恢复到正常、稳定的水平。

既然量化宽松效果处于不确定状态,欧元也将处于不确定状态中。市场消化欧元降息决议需要一段时间,这段时间欧元很可能出现震荡。如果在量化宽松的刺激下,欧元区经济企稳,欧元强势的可能性较大;反之,如果对量化宽松形成“审美疲劳”,预计后期再出台新的刺激政策,欧元只会短暂震荡,然后维系弱势。

对中国而言,欧元区采用量化宽松后,有可能会降低对进口的依赖,这也意味着中国对欧盟的出口难度增大,而且欧盟可能会采用更为严格的贸易保护来限制进口产品。当然,我们不可能认为欧元区减少进口是专门针对中国。因为中国也在拉动内需进行供给侧改革。不过,对在欧盟进行直接

投资的跨国企业而言,他们将享受到量化宽松带来的利好。

欧央行超预期的降息,对其他经济体而言就是变相“加息”,所以我们也不难理解新西兰的突然降息行为,这对中国经济多少有些压力。另外,笔者预计,中国也不会贸然实施降准、降息或双降,毕竟相关部门还需要对中国经济运行情况进行判断。中国全国两会结束后,还有可能出台各种与经济相关的政策,这是一盘大棋。

显然,中国经济会和世界经济大流一样,受到经济增长下行的压力。尽管2月份居民消费价格指数(CPI)脱离“1时代”,但我们不能就此认为已经远离通缩的困境。欧元区宽松政策推出后人民币随即升值,相较于人民币贬值,其可以说进入一个比较稳定的区域,有助于中国的经济复苏。

(作者系知名经济学家)