

A 股市场进入智者博弈时代

■ 财经评论员 肖玉航

从今年以来 A 股市场变化来看,笔者最大的感触是市场进入到博弈谨慎、股价波动较小的运营周期。无论是权威媒体或唱多机构的大喊,还是唱空机构的声音,其总体上对于 A 股市场的影响难有趋势性,这与过去 A 股市场政策唱多就涨,机构看跌就下的格局形成鲜明对比,市场上更多的被少部分股票表现,大部分股票价格极小的总体波动所取代,而透过交易量、股价变化及投资者变化来看,笔者认为 A 股市场已进入智者博弈时代。

所谓智者,是能够独立判断市场的投资人,那么市场投资者发生了什么变化呢?从目前 A 股市场来看,中小投资者经过大浪淘沙,能够在股市中坚持操作的已然有限。中登公司数据显示,2012 年,不断壮大的散户群体出现拐点,A 股有效账户数减少 446 万户,2013 年更是锐减近 800 万户跟踪 2014 年 A 股情况来看,散户投资者更是减少趋势继续。这些经过市场洗礼而坚持下来的投资者,应该说是具有一定

的投资经验且周期运作较长的,这些都显示其中不乏智者。

从机构投资者来看,机构投资者的发展可谓日益壮大,它们不仅可以借助股期及定增、交易对冲、交易佣金极低等的便利,其处于一个智者相对为强的环境之中。我们以基金机构为例,目前公募基金家数已达 81 家,管理者旗下 1917 只基金。目前基金一季报公布完毕,近 2000 只基金加上私募基金、QFII 等,可以说中国机构投资者队伍的发展空前。市场统计显示,货基在互联网开卖后,规模暴增,从上年末的 6959 亿元增至 144 万亿元,其他各类基金则呈现净赎回态势。在货币基金推动下,一季度公募基金总规模增长 15%达到 3459 万亿元,货币基金独占 41.7%,超越股票基金成第一大基金品种。

市场中无论机构投资者还是中小投资者,目前参与股票交易的行为已开始走向谨慎,这或许有交易佣金、对冲、宏观因素不确定性等因素的不同或策略不同,导致两类投资者操作模式不一。目前的中小投资者可以说经过市场洗礼,对于股市信息或机构策

略、政策影响等已开始进行独立判断。‘ST 长油央企第一退市股票的出现,机构唱多配合本身 IPO 的时间周期、沪港通带来的高风险股票溢价或低估值品种的机会等一系列市场轨迹显示,参与的投资者均谨慎有加,表现在市场上,市场总体交投不佳,跟风者有限,机构操作难度或自身亏损风险增加,而许多股票股价变化有限,充分显示了剩下的中小投资者中的智者博弈的谨慎程度。

对于机构而言,我们看到同样的市场环境,会出现针尖对麦芒的两类观点博弈,比如安信的看空与国泰的看涨,但实际上影响到 A 股市场上,多数机构投资者或私募基金机构等并不以为然,因为对于众多机构投资者而言,并不会太在意某类机构对市场的看法,其独立判断替代了以往的“买方”或“卖方”报告。对于一季度基金博弈情况来看,智者或出现较好的收益,而冲动者则负出的投机代价。比如市场统计显示,今年首季,沪深 300 指数下挫 7.89%,或许是受股市整体下跌影响,基金一季度亏损 658 亿元,股票和混合基金成为亏损主要来源,货币基金单季盈利达到 15926 亿元,成为最赚钱品种。

事实表明,智者之间的配置与市场重点操作,带来的是不同的收益与亏损。

总体而言,A 股市场经过大浪淘沙,实际上能够在股市中坚持的中小投资者,大部分是具有一定的智者特性的,他们处于投资信息的劣势地位,但船小好调头特色,使得一些智者仍能取得一定收益。对于机构投资者而言,目前规模化与品种差异化的日积月累,带来的投资风险与机会,使得机构投资者成熟度开始明显拉开,因此表现在市场上差异化投资的博弈将明显体现出来。展望未来,中国 A 股市场智者博弈的特征将日益体现,利于股市走向理性与成熟。

也许有投资者会说每天大部分股票股价变化如此之小,没法操作,但对于智者而言,仍在博弈着市场机会,回避着市场风险,因为博弈的法码与方式不同,其博弈中体现的收益与亏损将千差万别。成熟市场权重类股能够单日涨 3%就算大涨,而绩差股、问题股等单日跌 60%以上也非常正常,而绝大部分股票交易很差甚至零成交是其主要特征,这可能是 A 股未来博弈后的一种轨迹形态。

定向降准 为何扶不起 A 股

■ 郭施亮

4 月 22 日,央行宣布,决定从 2014 年 4 月 25 日起下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2 个百分点,下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。

据了解,央行此次定向降准意在加强金融对“三农”发展的支持,拓展资金来源,引导加大涉农资金投放,进一步提升农村金融服务的能力和水平。实际上,针对此次定向降准的利好政策,市场不应该过分解读。

据悉,截至 2012 年底,我国银行业金融机构共有 337 家农村商业银行、147 家农村合作银行。不过,绝大多数的农商行、农合行设立在县域,如果扣除主要城市的农村商业银行,则此次可释放的资金不多于 1000 亿元。

值得一提的是,随着今年大量的信托理财产品到期,巨量的兑付压力将会冲击市场。有数据显示,2014 年信托产品到期数量较 2013 年大幅增长超过 5 成,全年累计到期的信托产品或将高达 5 万亿元。经历中诚信托以及超日债事件后,信托市场的潜在风险依然不能轻视。2014 年将会是打破刚性兑付的元年。此外,月底的财政存款上缴压力也会给市场构成一定的影响,此次定向降准或许也在某种程度上缓解这种冲击。

于是,此次定向降准的目的就相对清晰了。可以预期,央行此次定向降准的实际投放规模并不大,而市场预期的货币转向的可能性较低。

针对此次定向降准的政策,市场预期 A 股会有不错的表现。然而,从 4 月 23 日 A 股的表现分析,市场对定向降准利好政策的积极性并不高。截至当天收盘,上证指数报收 2067.38 点,下跌 0.26%;深圳成指报收 7434.73 点,上涨 0.59%。

正如上文所述,此次定向降准主要针对“三农”问题,且可预期的投放规模或不多于 1000 亿元,整体影响不会太大。因此,也不会对股市构成太大的刺激。更为关键的是,近期 IPO 预披露企业数量的急剧上升进一步释放出市场的恐慌情绪,定向降准的利好刺激力度大幅缩水。

据统计,随着 23 日晚间第四批 10 家公司的 IPO 预披露及预披露更新材料的出炉,近期发布预披露的公司数量已经达到 75 家。通过对比,近几天公布的 IPO 预披露企业数已经超过了今年 1 月份的新股发行总量。

那么,市场进入预披露环节预示了什么呢?实际上,根据常规的首发审核流程,企业在预先披露更新之后,就会进入初审的环节。随后,初审委员会出具初审报告,告知发行人及其保荐机构做好发审会准备。在发审会环节,发审会将落实发审委意见。而后经过封卷环节和会后事项审核环节,企业才能够核准发行了。

不可否认,IPO 预披露节奏之快令市场感到担忧。目前,仅属于股票发行注册制的过渡期,市场的预披露节奏却呈现出加速的态势。不敢想象,在股票发行注册制全面铺开之际,市场的扩容速度又将如何展现?

十年间,A 股市场融资与现金分红的比例严重失衡,两者之比将近 2:1。近年来,随着管理层对现金分红的重视,市场整体的现金分红比例正逐步提高。遗憾的是,因差异化红利税的影响,市场却呈现出红利税“明降暗升”的局面。A 股市场无疑陷入了高股息率的尴尬,而 A 股市场的吸引力也没有得到有效地改善。

笔者认为,就目前而言,A 股市场最主要的问题就是过度的融资。同时,在市场融资得以强化之际,再融资的规模却有增无减。于是,在过度融资的市场环境下,定向降准等利好政策也很难扶起 A 股了。



股市为何 应该 T+0 交易

■ 金岩石

全球主要股市都可以当日买卖即 T+0 的制度,似乎只有中国和另外几个新兴股市选择 T+1 制度。从实施时间看,其他实施 T+1 制度的股市开盘时间晚于中国,因此可以说股票交易的 T+1 制度是“中国创造”。

由于 T+0 是证券交易的国际惯例,上海证券交易所开盘之初暂时选择了 T+1 制度,约半年后即在 1992 年 5 月转为 T+0 制度,随后在 1993 年底,深圳证券交易所也开始实行 T+0 制度。从 1995 年 1 月 1 日起,根据中国证监会的一纸通知,沪深两市同时改行 T+1 制度,该规定后来被写入 1999 年《证券法》第 106 条款。但是在 2005 年,经全国人大表决通过的新版《证券法》删除了原《证券法》第 106 条款,中国证监会对此从未正式表态,直至 2013 年 7 月 13 日,证监会发言人在回应市场人士的询问时表态说:由于 2005 年《证券法》已取消了股票交易 T+1 的规定,“A 股市场实行 T+0 制度不存在法律障碍”。

还记得在《证券法》修订草案工作小组讨论该条款时,面对坚持 T+1 制度的人士,曾任英国金融监管局律师的米歇尔女士问:你们为什么要实行 T+1 制度?在场的证监会代表答曰:“是为了抑制股市投机”。后来在整理纪要时我私下又问米歇尔律师,她说:“那就不要开股市好了!”最后拍板决定删除《证券法》第 106 条款的人是全国人大财经委副主任周正庆先生,因为新版《证券法》涵盖期货交易,全球期货交易无一例外都实行 T+0 制,有太多案例可以证明 T+1 制度会使期货交易的的市场风险急剧放大乃至完全失控。

T+1 制度会导致期货交易的失控,如古人云:夜长梦多!但股票交易的 T+1 制度却被中国监管者认为可抑制投机!事实果真如此吗?与此相关的问题还有:股市投机何错之有?抑制投机的政策会降低市场风险吗?中国人习惯于用善恶来评价经济问题,监管者也常以道德天使的身份来制定政策,比如核准制或审批制据说是新股发行的“道德卫士”,在二级市场,投资为善,投机为恶,抑制投机似乎也成为一种价值判断的标准。基于此,抑制投机的 T+1 政策被写入法律而成为中国特色的交易制度,甚至在法律将其删除后至今逾 9 年仍未开始修正。

投机是股市与生俱来的交易行为,抑制投机的政策会在抑制交易风险的同时提高市场风险。在证券交易市场中,资产的流动性特指其变现能力,任何未能变现的金融资产都处于风险中,所以金融风险理论创造了“在险价值”(ValueAtRisk)一词,简称 VAR。以“在险价值”和流动性为标准,抑制投机的政策由于降低了资产的流动性而倾向于提高而不会降低市场风险。证券交易实施 T+0 制度的原因主要有三:其一是提高资产的流动性,降低市场的交易风险;其二是提高资产的交易性,提升证券市场的财富效应;其三是给参与者提供更多的投资机会,驱动金融市场的创新。

金融业的核心价值不是劳动价值,而是交易价值。任何金融交易都是在承担风险之时获取财富的行为,所以交易创造价值,风险创造财富。抛开伦理道德的价值判断,证券市场的本源就是创造交易:一切投资行为都是投机,先有机会,才有投资;一切投资机会都有风险,先有风险,才有机会;一切投资决策都是预测,先有预期,后有决策。所以把投资和投机对立起来的道德标准,和早已被废除的“投机倒把罪”并无二致。在证券市场中,投资人之间的交易行为在绝大多数情况下是非合作博弈,参与交易者彼此之间并没有信息沟通,何谈善意或道德!非合作博弈的参与者必须遵守规则,因为博弈即游戏,英语是同一个词(Game)。和其他各种游戏一样,证券市场的博弈超越道德,只论规则。以伦理道德标准监管市场,就像体育竞赛中坚持“友谊第一比赛第二”的原则一样,必然改变游戏规则,弱化竞争精神。

投资即投机,规则即道德。证券交易的 T+1 制度是一个历史的错误,现任监管者不必再为前任善良的无知寻找理由了,把投资人当傻瓜的时代应早日彻底结束。

挂牌上市即“变脸” 是谁的尴尬



■ 盛东辉

挂牌上市即“变脸”。IPO 开闸之后首挂牌的诸多企业在一季报出炉之时,并没有向投资者交出满意的业绩答卷。据统计,大概有四成的挂牌企业在一季报披露之时出现业绩变脸。然而隐藏在“变脸”背后的,则是挂牌之前诸多企业为了利润目标大秀财技,与保荐机构“合谋”制造完美利润报表的事实。在经历过“史上最严财务核查风暴”的挂牌企业,纷纷变脸,让谁蒙羞?是挂牌企业的尴尬,还是监管制度的尴尬,值得深思。

在“史上最严财务核查风暴”考验之下,IPO 开闸后首挂牌企业依然上演业绩“变脸”大戏。梳理最新数据显示,48 只次新股中,已有 17 只出现业绩预降或亏损,“变脸”面积高达四成之多。尽管各公司都强调各自的原因,但业内人士指出,在大面积的“变脸”背后,上市公司及其保荐商有涉嫌联合包装之疑。尤其是上市首季即亏损的公司,其上市前亮丽的财务报表,被粉饰的迹象更加明显。

预报“忽悠”

梳理资料不难发现,在上述 17 家上市即遭遇业绩变脸的公司中,金一文化、牧原股份、东易日盛、绿盟科技、东方通、安控股份、鼎捷软件、赢时胜 8 家公司,在上市短短两三个月即出现首季度亏损。尽管亏损原因各异,但值得注意的是,在预报业绩的过程中,多家公司大玩“技巧”——先小幅预降,后出现大亏。

金一文化于 1 月 27 日登陆深交所中小板,主承销商为招商证券。上市首日,金一文化收报 15.20 元/股,较 10.55 元/股的发行价上涨 44%。此后公司股价一路飙涨,短短 12 个交易日便已站到 29 元/股上方。但在经历 3 月初 32.88 元的最高点之后,公司股价又一路下滑,4 月 1 日的低点较最高点已跌去近四成。

在公司股票先爆炒、再大跌的背后,是公司业绩预报中忽悠式的表述。3 月 31 日,金一文化发布的《2014 年第一季度业绩预告修正公告》显示,一季度金一文化归属于上市公司股东的净利润为亏损 1200 万元至 1900 万元。而去年同期,该公司还为盈利 2435.83 万元。

金一文化表示,亏损主要原因为黄金价格的波动导致因黄金租赁而产生的公允价值变动亏损,短期借款及黄金租赁量的增加导致的财务费用增长。

另一家由招商证券保荐上市的牧原股份,也在上市后业绩大幅变脸。1 月 27 日,牧原股份上市前夜,公司公告预计 2014 年 1-3 月营业收入同比增长

30%以上;净利润为 2331.6-3497.4 万元,同比增幅为 -20%-20%。

然而,仅两个月之后,牧原股份的业绩预告出现巨变。3 月 29 日,牧原股份发布一季度业绩修正预告。公司预计一季度亏损 4500-6500 万元。有分析人士质疑,在 1 月份猪价价格明显下跌且价格同比明显偏低的情况下,牧原股份 1 月 27 日仍坚持预计公司一季度净利润最高可达 3497.4 万元。这其中忽悠的成分可见一斑。

而作为 IPO 开闸后的首批创业板新股之一,牧原股份曾被券商高度关注和追捧。身为牧原股份的主承销商,招商证券更是不遗余力地推荐该股,在上市前夕给予牧原股份“强烈推荐 A”的评级。

技术性预降

在一季度业绩亏损或大幅下滑的公司中,多家公司表示,“季节原因造成业绩拖累”,而“IPO 发行路演及财经公关费、上市酒会费”也被着重强调。多位业内分析人士指出,客观上看变脸公司强调的业绩拖累原因不无道理,但是仔细分析各家公司经营现状后不难发现,各家公司都在利用财务技巧,技术性调节财报。

如 1 月 29 日上市的绿盟科技,公司预计 2014 年 1 月至 3 月,净利润为亏损 2200 万元至 2700 万元。尽管公司强调亏损是营业业绩季节性原因造成的,但事实上,绿盟科技的业绩隐忧却被业内人士分析为高度依赖政府优惠及补贴。

该公司招股说明书显示,税收优惠、政府补助等在公司业绩中占比超过 50%,可见公司业绩对税收和政府补助的依赖之严重。也就是说,季节性因素在该公司看来,也许是因为相关优惠补贴在本季度无法体现,其未来财报转正或仍依靠优惠和补贴的技术性调节。

另一公司汇金股份在业绩修正后,预计 2014 年 1-3 月净利润为 100-120 万元(原预计为 370-400 万元),去年同期为 362.64 万元,同比下降 66.91%-72.42%(原增长 20.3%-10.30%)。从原预计增长到修正为下降,其变脸速度也可可见一斑。

该公司表示,“虽然公司一季度收入与去年同期相比大约增长 20%,但由于 2013 年底公司募投项目投入使用,公司一季度人工费用和折旧摊销同比大幅增加,导致公司期间费用增加和毛利率下降,使公司一季度净利润同比去年下降 66.91%至 72.42%。”

其实该公司技术性粉饰业绩在其招股说明中早有端倪。公司招股说明书显示,2009-2011 年,汇金机电分别获得税收优惠 602.89 万元、638.23 万元和 1119.44 万元,分别占当期净利润的 22.14%、19.29%和 24.74%。不容忽视的是,公司 2011 年税收优惠同比大增七成,扮靓业绩功不可没。这与 IPO 法规中“发行人的经营成果对税收优惠不存在严重依赖”相违背,因为一般情况下,如果税收优惠占各期利润平均达到 20%以上,将被认为是严重依赖税收。另外,该公司存在毛利率领先,净利润靠后的矛盾,或凸显财务调节游戏。资料显示,2011 年汇金股份实现营收 1.64 亿元,而公司主营产品除装订机毛利率低于 60%外(实际为 40.78%),其余皆超过 60%,而公司真正实现净利润为 4543 万元,仅占营业收入的 27%,据已有的行

业披露,汇金机电的产品毛利率在行业居前,但其净利润与同类上市公司相比却排位靠后。这其中管理成本的升降,也是一种常见的财务调解术。

联合包装之疑

上述公司业绩变脸是在 IPO 新政之下,即最严厉的财务核查之下发生的。从上述有关公司的预报技巧以及调节技术,业内人士认为,粉饰业绩、过度包装是这些公司变脸的主要原因。尽管粉饰业绩的根本原因是要求上市前三年盈利的规则导致,但变脸难逃上市公司以及其保荐商有涉嫌联合包装之疑。

前述金一文化、牧原股份在上市后业绩大幅亏损之前,其保荐商招商证券曾强力推荐。而眼下发生的业绩大变脸,让不少业内人士质疑保荐商曾经大肆鼓吹的动机。前述一些公司把业绩变脸的原因归之于 IPO 发行费用支出太大,也让业内人士感到匪夷所思。

有业内人士表示,在现金充裕的情况下,一笔 IPO 发行费用就让公司陷入亏损,这只能说明这些公司的经营非常脆弱,主营业务乏善可陈,不具备任何抗风险的能力。既然如此,在申报 IPO 时,这些公司有没有把这个问题交待清楚呢?当这些公司风光上市时,几乎都顶着绩优股的光环,赚足了眼球,也顺利圈到了钱,现在却说发行费用拖累了公司,显得难以服众。

在该业内人士看来,其实不在于是绩优还是绩差,而在于这些公司为了尽可能多地圈钱而粉饰业绩,玩弄账面高增长,这在现实中不可持续,因此业绩变脸也具有一定的必然性。

尤其值得关注的是,上述两家业绩大变脸的保荐商招商证券近年来更是“劣迹斑斑”。数据统计也许更能说明招商证券保荐项目所存在的问题。

通过 Wind 数据统计发现,2009 年以来,招商证券共有 13 个 IPO 保荐项目首次闯关未能通过证监会发审委审核,项目未通过数量高居保荐商第三位。其保荐的上市公司,也频发上演业绩问题,由此也遭到处罚。

资料显示,2010 年招商证券保荐的 IPO 公司达 21 家,而在上市当年业绩便下滑的有 7 家;2011 年,招商证券保荐的企业有 13 家,有 3 家在上市当年业绩出现变脸;2012 年,招商证券保荐上市的 7 家企业中,有 3 家公司在 2012 年当年便出现了业绩下滑。

据证监会发布的公告称,2009 年招商证券保荐代表人周凯在保荐桂林三金首发并上市时,未参与现场尽职调查,未勤勉尽责地履行相关义务,违反了《证券发行上市保荐业务管理办法》第四条的规定。根据规定,对周凯采取 12 个月暂不接受与行政许可有关的文件的监督管理措施。2011 年 5 月蓉胜超微因违规挪用募集资金,公司及相关负责人遭深交所通报批评。而作为蓉胜超微上市保荐代表人的招商证券王黎祥、帅晖因未能勤勉尽责、及时发现并制止公司的上述违规行为,也未能督导公司做出整改,同样遭到深交所通报批评。

多位资深人士分析指出,IPO 后业绩变脸尽管根源是上市规则,但粉饰业绩、过度包装上市不应成为保荐商以及上市公司圈钱戏弄投资者的工具。因此,建议“史上最严财务核查风暴”应该启动有关责任倒查风暴,并对那些造假者处以最严厉的处罚。