



中航证券首席经济学家 许维鸿

当前被很多上市公司津津乐道的“市值管理”业务,其实是一个中国特色的资本市场概念;如果你跟国际投行专家讲“Market Value Management”,一定会引起歧义,因为在国际资本市场是没有类似业务类别的。

在我看来,中国的市值管理业务,是和中国资本市场、特别是A股市场的发展特点相吻合的。过去十几年来,我们很多A股上市公司的董事长和总经理,由于接触股票市场时间短,往往搞不清楚很多基本的市场规矩,更不用说有效地利用资本市场的金融杠杆,为上市公司的战略发展服务。

另一方面,上市公司所在地的地方政府也存在类似问题,导致有限的上市公司资源难以充分利用,以助力本地经济的创新升级;国有参股的上市公司考核,也没有把市值增长作为最重要的指标。换言之,上市公司不会用金融杠杆,地方政府更是门外汉。

市值管理就是在这样一个大背景下应运而生。2005年上市公司股权分置改革后,上市公司的市值逐渐成为监管机构、地方政府和股东对上市公司经营层评价的全新标杆。2014年5月的国务院新“国九条”更是明确提出“鼓励上市公司建立市值管理制度。”

具体讲,今天的上市公司比起十几年前,普遍更加重视公司战略发展的信息披露,重视与机构投资者关系,客观地说对中国上市公司现代化治理发展益处颇多。市值管理的融资目的,几乎是所有上市公司所共同关注的,因为更加正面地宣传公司的战略愿景、更好的机构投资者关系,可以把公司股价抬高;而高的公司股票溢价,自然会让公司的定向增发等二级市场融资变得更加“划算”,这在审批制背景下的中国股市显得尤为重要。

于是乎,市值管理在越来越多人眼里,变成了推高股价的简单方法,目的就是让定向增发的价格更高。由于A股市场还是一个以散户投资者为主的市场,对市值管理的这种狭隘的理解变得越来越危险,因为通过散布市场传言、大资金推动、引诱散户投资者跟进买入推高股价,再通过定向增发融资,继而大资金退出而市场传言难以兑现为利润增长,最后把散户套在高位,案例变得越来越多。市场上号称能提供市值管理服务的很多投资机构,如果仔细揣摩其投资逻辑,不外乎就是以上这个套路。简单说,就是上市公司配合大资金的节奏出消息,最终上市公司获得融资,大资金获利出逃,散户为企业融资买单。

2014年以前的熊市背景下,变了味儿的市值管理,由于散户的悲观情绪难以运作,但是,随着注册制、地方政府投融资改革、“一带一路”、国企混合所有制、工业制造2025等一系列改革红利的逐渐释放,A股市场持续走强,广大的社会资金跑步入场,越来越多的散户又开始津津乐道各种上市公司的“内幕消息”了。这种“假行家”式的散户,恰恰是变了味儿的市值管理的“最佳猎物”。

其实,由于新三板和注册制的巨大“蓝海”市场,中国特色的正规市值管理业务发展空间巨大。而且,即便是上市公司想锁定牛市顶峰的巨大市值,以应对市场调整带来的市值蒸发,也应该利用现代金融的衍生品市场,如通过ETF期权、多层次OTC市场、柜台交易做市商等金融创新业务,与多样化的机构投资者形成套期保值的业务模式。在这个意义上,每一家上市公司都应该利用现在大牛市预期的时间窗口,升级自身的市值管理业务。

但必须要提醒上市公司和投资者的是,如果还是“穿新鞋、走老路”,沿用上市公司散播业绩传言、最终套牢“散户”的老路,恐怕无异于在刀舔血。毕竟,各种监管手段在互联网和大数据技术下愈发成熟,玩火者也将最终为此付出代价。

# 股指宽幅震荡 成长潮现分化

经历上周缩量三连阴后,股指一波三连阳反弹至4400点附近,后市股指是延续升势还是蓄势震荡?本周创业板指数再演新高秀,且成交刷新历史新高,创业板后市走向如何?本周财经圆桌邀请南京证券研究所所长周旭、万联证券研究所所长傅子恒和银泰证券研究所策略分析师陈建华三位嘉宾,就此展开讨论。

## 大盘震荡蓄势

中国证券报:经历上周缩量三连阴后,股指以一波三连阳反弹至4400点附近。后市股指是延续升势还是蓄势震荡?下周新股密集申购,对市场影响如何?周旭:上周沪指持续三天大调整后,本周两市迎来反弹,但市场明显出现较大分化。由于券商实质性降杠杆以及下周新股密集申购,资金对于蓝筹股的关注度明显下降,这使得大盘在反弹中量能并未明显放大,更多的资金回流至深市小盘股,深市成交量创出历史天量。

当前,市场热点仍在小盘股上,资金分流效应仍在一定程度上影响沪指表现,因此,尽管股指的上行趋势未改,但短期市场节奏会相对平缓,预计沪指将延续总体蓄势震荡,底部不断抬高的可能性更大。下周20只新股将吸纳3万多亿元打新资金,将对资金面形成一定脉冲式影响,但在增量资金入市不改的情况下,预计总体冲击有限,更多是延缓股指上行节奏。

傅子恒:本轮行情由货币政策宽松与改革预期推动所促成,故中线行情处在上升趋势且未至临界。但从短线来看,股指的震荡调整尚未结束。当前市场分歧在于各方对股市是否有局部泡沫的认识出现差异,一部分观点认为,市场中许多个股反复大幅上涨,使结构性泡沫泛起,但在赚钱效应的刺激下,新股民加速进场,“慢牛”行情逐步演变为“快牛”行情,而政策面希望维持慢牛格局,于是股指的短线走势演化成市场与政策之间的博弈。在市场资金投资需求较为旺盛的情况下,新股发行作为“供给管理”的工具,是管理层能够影响市场节奏的措施之一。预计下周新股发行将给市场带

来震荡。目前来看,宏观经济数据不佳,流动性预期宽松趋势较为明确,股指是以激烈还是温和方式演进,取决于市场与政策之间的博弈。

陈建华:本周沪深两市得以企稳反弹主要源于央行降息政策的出台,但由于政策未能超预期,其对A股的提振力度有限。后期随着降息利好的逐步减弱,在A股进入阶段“去杠杆”的背景下,未来沪深两市料将以震荡调整为主。下周,随着影响市场的负面因素逐步增多,其对短期指数的冲击预计也将有所增大。一方面在多空双方力量相对均衡的情况下,新股的密集发行将对市场心理形成负面影响;另一方面市场赚钱效应的减弱也将导致部分场内资金选择打新。

## 创业板渐分化

中国证券报:本周创业板指数再演新高秀,且成交额刷新历史新高,创业板后市走向如何?是否会呈现显著分化呢?周旭:降杠杆效应下,资金明显更青睐小盘股。此外,政策自上而下推动的“大众创业”热潮极大地激发了市场追逐成长股的热情,市场情绪明显亢奋,创业板指持续逼空,但三天创业板指涨幅超过15%的走势也让监管层明显加大窗口指导力度。目前来看,由于符合产业发展方向、政策动作不断,创业板仍是资金关注焦点,尤其深港通开启预期下,预计市场热点将进一步扩散,这从周三创业板指跌幅较大而创业板综指相对抗跌就能初见端倪。因此,创业板内个股也会有分化。值得注意的是,政策风险仍然是创业板迭创新高下的最大风险,一些大幅走高的个股风险值得警惕。

傅子恒:目前创业板平均市盈率已超过100倍,虽然创业板

代表新兴经济与市场创新方向,但如此高的市盈率,不可能与上市公司盈利相匹配,这是创业板整体风险所在。从宏观角度来看,“大众创业、万众创新”战略的推进需要资本市场保持“创造性泡沫”,但在经历两年反复大幅涨升之后再度加速,还是需要保持冷静。长期来看,只要资金推动的因素弱化,创业板分化将不可避免。短期而言,目前创业板中部分机构集中持有的个股大幅拉升,此类品种如果出现筹码松动将给股指带来较大杀伤力,投资者需要保持谨慎。

陈建华:本周创业板强势上行在很大程度上受市场情绪推动,个股赚钱效应的持续显现使其成为场内资金重点关注对象,板块的不断自我强化最终导致创业板指数新高秀。从配置角度看,由于当前市场资金充沛且做多意愿犹存,在主板缺乏明显机会的情况下,创业板个股成为资金最佳配置标的。后期创业板预计仍将是市场机会的主要来源,但随着各方分歧增大,板块内个股表现料将分化,前期涨幅较大个股的调整风险预计将显著增加,而滞涨优质股有望迎来上行。

## 新兴产业仍是配置主流

中国证券报:此前市场风格整体偏向小盘成长股,这种风格是否会发生变化?在具体品种上,投资者应该如何操作?周旭:今年以来创业板指涨幅高达116%,上证指数涨幅35%左右,创业板成长股的龙头效应非常明显,尽管上周沪指在内部个股也会有分化。值得注意的是,政策风险仍然是创业板迭创新高下的最大风险,一些大幅走高的个股风险值得警惕。

傅子恒:目前创业板平均市盈率已超过100倍,虽然创业板



南京证券研究所所长 周旭

万联证券研究所所长 傅子恒

银泰证券研究所策略分析师 陈建华

主持人:本报记者 徐伟平

的调整幅度,或以时间换空间有2-3个月的调整时间。目前来看,上周的沪指调整更多只是技术性调整,而技术性调整又为后续进一步震荡上行夯实步伐。在目前这个位置,沪指调整空间非常有限,这在一定程度上也封堵了创业板指的下跌空间。因此,在选择具体品种时,仍应遵循改革与创新主线,着重挖掘涨幅相对较少品种的机会,如军工、工业4.0、能源互联网、新能源等一一些相对滞涨个股机会,或者一些调整相对充分的创业板个股以及次新股中换手充分、调整到位的个股。

傅子恒:独宠小盘的风格特征正在受到监管关注,这是市场短线波动风险的主动诱因。我们

说创新需要股市的“创造性泡沫”培植环境,但过度泡沫将会带来资本市场的畸形繁荣,造成社会资源错配,并不利于实体经济创业。当前的问题是市场节奏过快,我们预计未来创业板走势将会发生改变,建议回避此类个股。

陈建华:本周市场风格明显偏向中小市值个股,短期这种风格预计仍将延续。首先从宏观环境看,经济数据普遍低于预期,国内实体经济仍面临较大下行压力,经济疲弱将对周期权重的上行形成明显制约。其次就市场本身来看,监管机构推动的股市“去杠杆”对权重板块的影响更大,未来一段时间预计同样将面临上行乏力的局面。在权重板块

短期缺乏明显催化剂,而场内资金依然宽松,投资者做多意愿犹存的情况下,中小市值个股将依然是最佳配置对象。

我们认为投资者仍应当以中小市值个股为主,但更多的关注滞涨优质成长股的机会,对于传统行业,则建议以主题投资为主,同时亦可适当把握基本面有改善预期滞涨板块的补涨机会,重点推荐新能源汽车以及地产板块。

陈建华:本周市场风格明显偏向中小市值个股,短期这种风格预计仍将延续。首先从宏观环境看,经济数据普遍低于预期,国内实体经济仍面临较大下行压力,经济疲弱将对周期权重的上行形成明显制约。其次就市场本身来看,监管机构推动的股市“去杠杆”对权重板块的影响更大,未来一段时间预计同样将面临上行乏力的局面。在权重板块

## 掘金价值投资

大摩华鑫基金公司

多因子模型俨然已成为量化投资领域的一个标配工具,但要想将多因子模型玩好玩转却并不容易。一方面在于多因子模型在建模过程中具有相当程度的复杂性,任意环节有所疏漏都可能致投资业绩偏离预期,另一方面则在于多因子模型所依赖的指标体系可能阿尔法来源不足。前者需要研发人员在多因子模型的开发初期投入大量精力以求完美,后者则需要对因子进行持续跟踪、完善,乃至不断挖掘更多和更有效的因子,进而提高投资收益。

价值投资会在每一次市场大跌后被重新予以重视,因为这些所谓“便宜的”股票虽然涨势萎靡,但其跌势同样踉跄,这也是格雷厄姆所谓安全边际的直观表现。究其原因,股票就像市场上的任何一件商品一样,都是有价值的,所以一旦股票价格低于其所承载的投资价值,其在未来上涨的概率将远远大于下跌的概率。然而对投资者而言,要对2000多只股票的价值进行横向比较并不十分容易,因为除了市盈率、市净率、股息率等估值指标外,在股票价值中还往往包含了企业文化、品牌认知度等不可量化的信息,这就使得自下而上的价值投资变得十分繁琐。

回到多因子模型,似乎价值投资可以变得十分简单,因为我们只需要在每一期给予低市盈率或者低市净率的股票以更高得分就可以分享价值投资的收益,事实上也正是如此,低估值的股票在历史上总是能够大概率跑赢高估值的股票,但同样不能忽视的是,低估值股票所带来的超额收益并不明显。

要想对多因子模型进行改善,持续挖掘更多和更有效的因子成为最为关键的步骤。一个最简单的思路是尝试各式各样的估值指标,包括市销率、市现率等,另外一个思路就是对指标的计算方法进行改善,比如市盈率的计算可以扣除非经常性损益,市净率的计算可以采取过去一年滚动平均净资产等,有时独特的指标计算方法也可以获得意想不到的选股效果。

中证之声

# 流动性改善利好楼市 房企结盟转型

本报记者 于萍

在楼市进入“白银时代”后,房地产市场的竞争更趋激烈,房企消化库存的压力不断加大,市场格局已经发生转变。不过随着央行降准降息等利好政策落地,楼市预期明显改善,市场成交稳步回升,这为房企转型提供市场空间。近期万达、万科宣布达成战略合作,标志着房企将开启结盟转型的时代,未来或将有更多房企开展合作。

## 楼市成交回升

随着央行降息降准政策逐一发布,购房者的购房成本随之降低,进而刺激市场成交量回升。

5月10日,央行再次宣布下调金融机构人民币贷款和存款基准利率0.25个百分点,同时将存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的1.3倍调整为1.5倍。这是近半年来央行的第三次降息。降息后,5年以上贷款基准利率仅为5.65%,5年以上个人住房公积金贷款利率仅为3.75%,均创近年来新低。连续降息对实际贷款成本的拉低作用已开始显现,购房者的财务成本也将因此降低。

回顾过去两次集中降息降准的周期,均对房地产市场成交带来了明显的拉升作用。如果说2008年全球金融危机后的货币刺激政策存在特殊性及不可复制性,那么2011年12月至2012年7月间的降息降准后的市场反应,则更具有参考意义。上一轮降息开启后,市场从2012年3月起逐步回暖,且成交高位延续至整个2013年。数据显示,当前楼市成交量正出现明显回升。5月以来,各地新房市场开局良好,全国40个城市成交量较4月同期上升9%。其中,成交量增幅超过三成的有石家庄、厦门、东莞、中山、佛山、南昌、天津、深圳及扬州等城市。若按当前增幅,5月市场成交水平有望回升至去年第四季度的高位。连续降息



新华社图片

对市场带来利好,有望重燃市场热情,并刺激楼市再度进入成交活跃期。除货币政策向好外,各地方政府也纷纷出台政策缓解楼市压力。近期,海南省、大连市、自贡市先后公布促进房地产市场健康发展的综合性文件。具体来看,海南省提高海口、三亚等四个市县的住房公积金贷款最高额度至70万元;大连调整普通商品住房的认定标准,单套总价300万元以下的为普通商品住房;自贡则对居民购买自住商品房给予100元/平方米的财政补贴。除上述三个地区,今年以来包括福建、云南、辽宁、河南等多地均发布了房地产业相关的综合性文件,以促进市场成交持续复苏。

## 房企加快转型

5月14日,万达和万科签订战略合作

框架协议,双方将展开长期性合作。这标志着房企发挥各自比较优势、“结盟”转型时代的到来。在地产“新常态”下,房企转型将向着分工与协作方向发展。目前众多房企均已提出战略转型计划。万科从专注住宅开发转为“城镇化配套运营商”;绿地集团提出从开发商向“综合地产全程运营商”的转型思路,不断加大海外市场布局;远洋地产宣布公司第四期战略计划,提出构建包括住宅开发、不动产开发投资、客户服务、房地产金融在内的四元业务格局;作为商业地产“老大”的万达提出轻资产的转型方向。此外,不少房企还把转型延伸到互联网金融领域,尝试转型运营模式。

在A股市场上,招商地产因实际控制人招商局集团正在筹划与公司相关的重大资产重组而停牌;泛海控股实

际控制人卢志强近期回归董事会,而公司已提出打造“金融+房地产+战略投资”的发展目标。

之所以出现房企联合的现象,主要是由于当前土地市场竞争激烈,不论是住宅开发领域还是商业地产领域,目前面临的主要问题依然是土地价格、资金价格快速上涨,吞噬利润。房企通过联合的方式,在降低拿地成本、规避投资开发风险,优化市场资源配置上将起到协同作用。同时,房企各自的比较优势也有助于促进彼此转型。

从未来发展看,房企自身转型及企业联合将成为应对行业变化的必然选择。在万达与万科合作后,其他规模房企有望陆续开展业务合作。同时,房地产领域对于中小企业来说,生存环境将越来越艰难,未来房地产行业有望出现新的竞争模式。