

震荡之年“掘金”并购重组

□福建旭诚资产管理公司总经理 陈赞

2016年,尽管实施时间短暂,但是熔断机制却使得本已消退的股灾阴云再度来袭,比起去年六七月份时甚有过之。

对始于1月1日的暴跌,市场一度也找了很多个原因来解释,比如股东减持禁令解除,注册制即将落地实施,经济数据持续走低,人民币汇率暴跌等等,而股市暴跌和新规实行的时间节点上的貌似巧合应该并非偶然,A股市场 and 国外发达国家成熟市场一个根本的区别就是市场的参与主体中投资者的性质构成不同,国外市场以机构投资者为主,共同基金、对冲基金等是投资活动中的主要参与者,而A股市场则是由大量的散户组成,机构投资者虽然也具备相当的规模,但很多在投资行为上却呈现着散户化的特征。

散户是我国股市的交易主体,而中国的散户又普遍存在理论知识欠缺、热衷短线炒作、交易情绪化、听消息跟风等等特质,容易形成羊群效应,从而导致交易方向趋于一致性,如果在一瞬间市场交易方向高度一致,就会形成对手盘消失、产生流动性短缺,而熔断机制下停止交易,正好放大了这种对流动性的担忧心理,市场会因为害怕无法成交而造成踩踏效应,从而形成暴涨暴跌和单边运行,这也造成熔断机制的磁吸效应。

回过头看,跌宕起伏的2015年有许多值得总结的经验,我们的投研团队经过了三轮牛熊市的洗礼,在2015年的股灾期间也再度经受住了考验,其中业绩虽然有回撤,但是在市场反弹过程中净值迅速回升,并且在下半年取得非常好的绝对收益,再度实现了所管理的所有产品全部绝对收益,二级市场的所有阳光化产品年平均收益率在61%左右,旭诚七期在股灾期间成立,7月份至今经历十次千股跌停洗礼,100



余个交易日获得绝对收益56%。长安信托旭诚二期净值在12月份基本回升至股灾前最高位收益水平,全年绝对收益为78%。

展望2016年,预计上半年市场投资信心仍然较弱,整体市场重心下移,市场时不时出现急杀的潜在风险,然而3000点下方,市场下跌空间有限,所以我们预计今年为2800-3400点之间的震荡年份,操作上在震荡区间内做波段策略更为适合。

从资产的配置方向上,目前来看,上游行业中的采掘类受改革影响更为明显,在弹性条件下未来机会在于反转。中游行业中的制造业、电力设备、电力和热力等增长主要是建立在成本端到上游价格大降基础之上的。最具成长性的还是下游中带有技术含量的产品和必需品,符合产业逻辑。所以选股策略将继续重视下游,即消费端的新技术、新变革、新市场,中游则是看谁能承接产业转移和成本转换,而上游则是看能否诱发反转要素,但需要相当的时间和政策力度,短期仍显不易。行业上看,笔者最看好新能源汽车行业,该行业全产业链超预期爆发,未来仍然持续受到资金追捧。

2016年市场将以“稳”字当头,宏观经济在稳增长措施下可能进入企稳周期,而市场也难以再现2015年的剧烈波动,资金配置风格上更讲求均衡,不过蓝筹股仍然无法摆脱资金专注度低的尴尬格局,而中小创业板或呈现内部分化,2015年主要依靠外延式扩张或并购式重组的机会寻求市值空间的逻辑在2016年仍将得到持续,并购时代继续在新的一年里延续而疯狂,创新型和成长型公司在业绩和预期驱动之下将继续受重视。

此外,从私募发展的方向看,未来仍会更多的往一级市场纵深发展。2015年旭诚资产总共发行8个阳光化产品,其中二级市场阳光化产品5个,累计管理11个阳光化产品,参与上市公司重组并购基金3个,参与上市公司非公开发行专项基金3个,规模上看,二级市场中规模超过20亿元,一级/一级半的PE、重组并购、定增基金累计管理规模超过40亿元。

未来一年,投行并购市场仍将会是我们另一个业务方向。我们去年参与了华锐风电的财务重组、霞客环保的破产重整、西安民生的重大资产注入、两个上市公司定增项目,以及近8个PE项目。定增项目的选择上,我们看重四个因素,一是以大注小,特别是重大资产重组过程中的配套融资,上市公司本身市值越小,未来股价弹性就越大;二是小市值垃圾股的定增反而机会多,此类上市公司本身有转型的需求,未来市场预期强烈,股价容易有较好表现;三是参与定增的投资者最好是与上市公司大股东一起认购或者资产注入方管理团队同时认购的,给市场传递更加坚定做好项目的决心;四是优先选择首次并购的上市公司,如经历多轮并购,未来每一轮并购方的减持都给股价造成承压,业绩不确定性在定增解禁后变数较大,所以我们愿意参与首轮并购。



□易方达沪深300量化增强基金经理 罗山

准确理解股市波动率,是构建有效投资策略的基础,准确理解股市波动率,更是制定合理监管制度的基础,因为股市的波动最及时地反映了市场容纳的信息,最真实地反映了投资者的行为。

从微观层面看,股价的任何波动都直接来源于买卖的不均衡,波动率直接反映了这种不均衡的程度。当买方多于卖方,股票就上涨,反之就下跌。买卖双方力量差异越大,股价的涨跌幅度就越大。

而投资者的买卖决定取决于投资者对上市公司未来的预期。长线投资者的投资决定基于投资者对公司长期发展的预期,短线投资者的投资决定基于投资者对股价短期走势的预期。长线投资者因为交易频率比较低,对股市每天的波动影响比较小,股市的波动基本上是由短线投资者对股价的预期决定的。短线投资者对股价上涨的预期越强,预期股价上涨的投资者越多,股价向上波动的幅度越大,反之亦然。在特定的市场环境下,长线投资者和短线投资者会形成相同的预期,做出相同的投资决定。两者的共振使股市的波动更大。

投资者的预期来源于投资者对股市的判断,影响投资者判断的既有公司层面上的因素,像公司经营状况、特定事件的影响等等,也有行业层面的因素,如行业的竞争格局、产业政策变化等,更有宏观层面的因素,包括经济整体走势、货币政策调整等。除了这些基本面因素,投资者还会根据交易价格和交易量等技术指标来判断股价的变动。很多投资者,尤其是经验有限的散户投资者,会在很大程度上受媒体、舆论的影响,受身边朋友的影响,受小道消息的影响,甚至受自身情绪的影响。

一旦市场出现没有预期到的事件,投资者将根据自己的判断做出买入卖出的决定,股价开始向上或向下波动。事件对股价影响的确定性程度决定市场反应的速度,而事件超预期的幅度决定市场反应的大小。事件对股价影响的确定性越高,市场对该事件的反应就越快,股价波动就越剧烈,表现为跳空高开或低开,甚至无量涨停或跌停。超预期的事件与市场预期的差异越大,股市的波动幅度就越大,新的股价均衡点离事件前的均衡点就越远,表现为股价比较大的上行或下行趋势。在极端情况下,当一系列事件使整

个市场形成强烈的一致预期时,股市的买卖双方力量持续严重失衡,市场就会在比较短的时间内暴涨或暴跌,形成泡沫或股灾。

所以,股市波动率的根源是影响股价的事件使投资者形成了有倾向性的一致预期。这种超预期的事件越多,股市的波动率越高;这种事件形成的一致预期越强烈,股市的波动率越高;这种事件与投资者的预期相差越大,股市的波动率越高。

从上面波动率根源的分析可以得出如下结论:第一,要有效降低股市的波动,应该尽量减少大幅超预期事件的出现,避免市场形成过于一致的预期。上市公司要避免自己股价的波动,就应经常和市场沟通企业的经营状况,使股价及时反映企业的基本面,任何盈利或亏损都不会大幅偏离市场预期。政府和监管层要避免股市整体的波动,就要尽早将经济运行的整体状况和政策可能的变化传递给市场,使市场通过逐步微调来反应经济和政策的变化,更要防止舆论对市场单方向的引导而使投资者对股市的涨跌形成相同的看法。

第二,一直使投资者纠结的市场其实是最安全的市场。大家都很纠结就意味着股价离均衡点不远,投资者无法形成明显的向上或向下的一致预期,股价就不会大起大落。泡沫和股灾就很难发生。

第三,只存在结构性行情的市场才是健康的市场。不管如何管理也不可能完全避免超预期事件的发生,但管理得比较好的市场,超预期事件发生时,超越市场预期的程度会比较有限,事件影响的范围会比较小,因此只对一小部分股票产生影响,形成结构性行情,而非全市场的趋势性行情。这样整个市场在不断的局部调整中比较平稳健康地演化,不会大幅波动。

第四,衍生品、配资、杠杆这些投资工具虽然在市场大涨大跌中有推波助澜的作用,但并不是股市波动的根源。如果投资者对市场没有大涨的一致预期,即使杠杆可以轻易获取,大部分人也不会使用杠杆,过去几年股指期货的升贴水就证明了这一点。一直到2014年11月前,沪深300股指期货在推出后的四年多中升水都非常有限,也就是说很少有人利用股指期货的杠杆去搏市场上涨,因为过去四年多投资者没有股市将大涨的预期。2014年11月开始,在各种舆论的影响下,投资者对牛市形成了明确的一致预期,股指期货的升水也飙升到了前所未有的地步,杠杆被大量使用,给火热的股市继续浇油,短期内形成很大的泡沫。

股市的健康发展需要多方面的条件,从波动率的起源来看,充分、准确、及时的信息披露和舆论对牛熊市的中性立场,是防止股市大起大落的有效措施。

海外股票投资不妨“入乡随俗”

□上海长见投资管理公司总经理 唐祝益

到海外进行股票投资,是一国或地区经济增长到一定水平,居民财富积累到一定阶段的必然选择,大部分原因是本国经济增长水平下降,海外市场相比有更好投资标的,对于中国内地投资者而言,还有另外一层原因,我们有大量的企业在海外成熟市场上市,要分享自身发展成果也需要到海外进行投资。做为一个海外投资先行的私募机构,笔者想谈几点我对海外投资的肤浅认识。

首先是制度安排上的差异。海外成熟市场发展时间相对比较久,相关的上市制度、退市制度相对比较完善,交易品种上,做多做空都很丰富,看好与看空都可以在市场上找到工具来表达自己的看法。

其次是股东文化的差异。由于各种退市及做空机制相对完善,投资者与企业经营者、内部股东与外部股东、中介机构等市场参与者在长期博弈过程中形成了相互认同的股东文化,“为股东创造价值”不是一句空洞的口号,是实实在在落地化的公司行为。以再融资为例,美国上市公司平均20年才再融资一次。美国企业做大做强所需融资主要靠自身积累,也就是未分配利润和借债。企业经营者及股东普遍认为,如果有有利可图的项目,利用外部融资手段是最好增加股东价值的方式。香港市场再融资相对比较多,而且也很方便,在股东大会的一般授权范围内,董事会就可以决定再融资的时间,发行价格按照市场化方式来确定,监管部门不予以过多的实际性审核。但是,如果这个融资没有增加上市公司的长期价值,即使每股净资产增加了,股价也不会涨,如果这个融资安排会损



害其他股东利益,那么,该公司基本要被打上“老干股”的标志了,公司日后的股权融资成本就会变得非常高。

制度或文化上的差异导致了不同的投资者结构、投资理念、投资行为。在海外成熟市场,投资者机构化的现象非常明显,仅以共同基金来看,美国共同基金在2014年持有美国股票28%,中国偏股基金截至2015年末是2.79万亿元,总市值占比不足5%。在机构投资者主导的市场中,理念上关注长期投资价值,表现在投资行为上是换手率较低,纽交所的年化换手率在70%左右,港交所年化换手率是1,而我们的创业板年化换手率超过10倍。投资者结构的差异带来了估值水平的差别,对比海外市场 and A股市场,一个显著的区别是国内蓝筹股估值相对较低,中小市值股票估值相对较高,流动性好,反而大批中小市值股票无人问津,估值水平低。

在这种投资环境中,我们的机会在哪里呢?

首先,海外投资要遵循海外市场的游戏规则,从价值的角度出发,时刻关注上市公司的治理水平,公司治理结构是成熟市场投资不可逾越的红线,一旦一个上市公司被认为有道德风险,基本就不可能有人问津了。海外强调价值投资,看重估值状况,但是不是说买便宜的股票就可以了,一定要考虑增长,很多投资者到海外投资,喜欢买市净率低的股票,或者账面现金多的公司,但是这样的公司价值回归之路非常长,甚至没有。因为国内炒作某个概念而去买海外相同的东西就更不可取了。

其次,海外投资要关注增长的长期逻辑,只有符合大的产业逻辑,这样才能保证增长的可持续性。在海外上市的中国公司凭什么能引起国际投资者的关注呢?国际投资者考虑的首先是产业逻辑,普遍认为中国的服务业、消费升级是大的产业方向,所以消费类、服务类的公司的业绩增长容易获得投资者的认可,我们看到消费股在香港普遍可以获得不错的估值水平,很多还高于国内公司,互联网公司在美国容易得到投资者的认同,教育、医疗类的公司也是投资者比较看好的方向。而工业类上市公司很少在美国能上市,在香港市场的估值水平也很低,因为这些公司在世界范围内不具备比较优势。盈利模式不好的公司估值也被压缩在很低的水平,如很多游戏类公司,估值参照周期股。因此,产业逻辑是海外投资必须考虑清楚的问题。

因此,本土机构赴海外投资要遵循海外市场的规则,价值投资理念是这个规则的核心,不要试图去争夺所谓的“定价权”。发挥我们自己的优势,比海外投资者更多调研、更多思考,寻找信息差,就有可能获得好的投资收益。