

# 严监管下投资者将更倾向价值投资

张志前

跟随全球经济复苏的步伐,2017年全球股市表现也相当出色。明晟国家投资指数(MSCI ACWI)连涨12个月累计升21.62%,而恐慌指数VIX最高仅为17.28,是有记录以来的最低。美国标普500指数全年累涨19.4%,道指累涨25.1%,纳指累涨28.2%,三大股指均创2013年以来最大涨幅。港股全年12个月中有11个月收涨,全年累计涨幅更是达到了35.99%。新兴市场股市也表现不俗,除俄罗斯股市RTS指数下跌1.4%外,印度和巴西股市的涨幅都超过了20%。相比较而言,中国经济虽然也收获了超出预期的增长,但是A股市场却没有相应表现。2017年上证综指全年涨幅仅为6.6%,而深圳综指和创业板指数均出现了不同程度的下跌。2017年多数A股散户投资者亏损。

但是,如果我们深入分析就会发现,以沪深300为代表的蓝筹,特别是以上证50为代表的大盘蓝筹股的涨幅相当不错。2017年沪深300指数全年上涨了21.41%,上证50指数年内涨幅达25.08%。这样的涨幅几乎与海外股市同步,也基本反映了中国经济的良好走势。2017年中国A股出现了以沪深300为代表的蓝筹股和以创业板综指为代表的成长股的高度分化。这背后的重要原因在于,在金融严管的背景下,投机炒作、内幕交易等无法再兴风作浪,纷纷退潮。市场重新回归价值投资的理念,尤其是以社保基金为代表的机构投资者对市场的关注度增加,他们更看重风险和长期的价值投资。



自2015年股市大幅波动之后,散户投资者正在大规模退出市场,A股市场的交易活跃度明显下降,与此同时,机构投资者持股比例正在提升。在机构投资者中又可分为相对收益投资者和绝对收益投资者。相对收益投资主要包括公募基金等;绝对收益投资者主要是社保和保险基金。一般而言,相对收益投资者的投资风格较为灵活,而绝对收益投资者较为稳健,追求长期绝对收益。数据显示,2017年以公募基金为代表的相对收益投资者平均持股比例和总市值都在不断下降,而以社保基金为代表的绝对收益投资者的持股比例在不断增加。这表明,绝对收益投资者对A股市

场的主导权在不断增加。这导致整个A股市场的期望收益率的下行,投资风格越来越偏稳健,以沪深300为代表的蓝筹股受到青睐。长期以来,中国A股市场被认为是成熟、有效的市场,股价无法准确反映经济的变化。当经济好转时,股票也未见得上涨。在以散户投资者为主的A股市场中,投资者不看企业的盈利和价值,而是热衷于听消息、重短期、轻长期,抱着赌一把就走的心理。市场的这种非有效性在2015年达到顶峰,借壳、并购重组等概念推动市场形成巨大泡沫。造成A股市场这种情况的重要原因之一就是监管的无效。由于一级市场与二级市场定价

不同,由于监管制度的不同,投资者在一二级套利、在信息传播时滞之间套利。随着IPO常态化,上市公司数量的不断增加,壳资源已经不再稀缺,炒新、炒小等将逐渐退出市场。从成熟证券市场的发展史来看,这种市场的阶段性无效并不奇怪。随着监管的不断完善和投资者的日趋成熟,股市也将最终回归价值投资。新的一年已经开始,A股市场的投资风格是否会进行切换呢?对此市场上有不同的声音。一种声音是,经过一年的上涨,蓝筹股的估值优势已经不明显,2018年将进行投资风格的切换,看好小盘股成长股;另一种声音是,2018年还将是价值

投资,投资风格不会切换。笔者认为,第一种观点实际上是延续了A股市场原有的思维逻辑,没有看到这两年监管层对投机炒作严厉打击的坚决态度,没有看到在严监管态势下,中国A股市场主导力量正在发生的根本改变,投资者的风险偏好正在下降,赌徒心理、听消息投机炒作、非法内幕交易等将逐步淡出。由机构投资者逐步主导的A股市场将更趋理性和成熟。在赚钱效应的示范下,投资者将更倾向投资于收益相对比较确定的大盘蓝筹股。A股回归价值投资已是大势所趋,投机炒作已经难再有市场。

2017年,全国金融工作会议再次强调,金融要回归服务实体经济的本源。去年年底出台的资管新规,对资产管理业务将进行更为严格的监管,通过各种非法渠道进入股市的短期炒作资金将逐步退出。年底的中央经济工作会议也提出,要打好防范和化解重大风险攻坚战。预计2018年中国金融严监管的取向不会根本改变。2018年A股市场仍然以价值投资为主,不会进行大小股的切换。随着供给侧结构性改革的深化,市场将逐步向行业内的龙头企业集中,“赢者通吃”是市场竞争的必然结果。中央经济工作会议提出要培育行业内的排头兵企业,预计今年国家对于重点龙头企业将给予更多的重点政策扶持。与此同时,随着国企改革深化,兼并重组的步伐将加快。因此今年投资不应继续关注蓝筹企业,他们永远是A股市场的中流砥柱,也应是价值投资的首选。

(作者系中国建投投资研究院高级研究员、副秘书长)

## 房地产差异化调控的决策依据是什么?

黄志龙

房地产市场的任何风吹草动,都能激起市场和媒体的千层浪。近日,兰州、合肥对当前的房地产限购政策进行了微调,这是否如许多媒体猜测的,新一轮房地产调控放松周期来临?如何判断2018年中国房地产市场的调控前景,各个城市差异化调控的政策依据是什么?将是每个购房者和普通家庭都关注的焦点话题。

### 房地产调控的政策取向

要讨论2018年房地产市场前景,必然需要关注中央最新的政策动向。

首先,十九大精神是房地产市场制度的长期之“纲”。党的十九大报告关于我国住房制度的表述这样的,“坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,让全体人民住有所居”。

这一表述至少明确了两大方向:一是此前十余年以投机性、赚取买卖差价为主要目的之一的房地产交易行为将受到明显抑制。换言之,长期来看,限购、限贷、房产税等重点针对多套房群体,而居民的个人需求仍将得到不同程度的支持和鼓励;二是市场化、机构化的长期租赁住房,将得到前所未有的政策支持,多元化的住房供应体系将是顺势所趋。

其次,从中央经济工作会议看2018年房地产调控之“策”。会议强调了“完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制,保持房地产市场调控政策连续性和稳定性,分清中央和地方事权,实行差别化调控。”在此可作两点解读:一是当前调控政策的整体方向不会改变,从而保证政策的连续性和稳定性;二是中央将改变当前接近一刀切的严厉调控政策,地方政府和个城市将进行适当的政策微调,差异化调控政策主张将得到落地。

最后,从全国住房城乡建设工作会议看2018年房地产调控具体之“措”。除了中央一贯强调的精神外,住建部特别指出“针对各类需求实行差别化调控政策,满足首套刚需,支持改善需求,遏制投机炒房。库存仍然较多的部分三线城市和县城要继续做好去库存工作。”同时,“加强市场监测分析,提高精准调控的能力和水平,进一步强化地方政府主体责任。”

由此可见,此次兰州、合肥等城市微调限购政策是地方政府承担房地产稳定的主体责任、差异化调控政策的具体落地。

### 哪些城市会跟进优化调控手段

如何“加强市场监测分析,提高精准调控的能力与水平”,实现差异化的调控目标,决策依据将会是什么?又有哪些城市可能会优化调控或放松限购政策,不同城市的购房者可以重点关注以下三方面指标。

首先是前期房价上涨过快的核心城市,其周边三线城市房价调控放松后。一般而言,不同等级城市之间房价的差距会有一定的历史惯性。2010年6月份至2016年11月份,全国100个城市中,一线城市与二线城市住宅价格之比由2.4倍上升到3.5倍,一线城市与三线城市房价之比由3.3倍上升到5.5倍,而二线城市与三线城市房价之比则由1.35倍上升到1.59倍。

而在房地产高度市场化的国家中,不同等级城市的房价波动大体是同步的,各城市的房价之比也有一个相对稳定的历史均值。然而,当前我国一线、二线、三线城市房价之比,明显偏离了2010年-2013年间的历史均值。特别是部分二线城市,房价涨幅过快的问题尤为突出。相反,核心城市周边的三线城市,如果与核心城市的房价差距过大,一旦优化调控的政策落地,其价值洼地的特征也将更为突出。

其次,存销比高企、库存绝对规模较高的二线城市,将是优化调控的重点。存销比是反映住房供需状况的一个重要指标。2017年4月份,住建部80号文要求,各地要根据商品住房库存消化周期,对消化周期在36个月以上的城市应停止供地,36个月-18个月的城市要减少供地,12个月-6个月的城市要增加供地,6个月以下的城市不仅要显著增加供地,还要加快供地节奏。

根据易居研究院的最新统计,截止2017年11月末,全国42个城市中存销比最高的为北京24.2个月,北京存销比高企有其独特性,史上最严的限购、限贷政策加上雄安新区的分流,使得北京住房需求陷入历史低谷。

从全国其他城市的存销比数据看,此次放松调控政策城市合肥、兰州的存销比分别为20.6个月和12.3个月,属于存销比偏高的城市,同样,库存绝对规模较大、存销比较高的城市如大连、沈阳、济南、西安甚至天津等二线城市,后期跟进、优化调控的可能性也较大。

最后,购房者可积极介入租金上涨潜力大、对高端人才吸引力较大的二线城市。根据云房数据的统计,当前住房租金回报率超过4%的城市仅有乌鲁木齐和哈尔滨,其他租金回报率较高的城市也都集中在东北、西南等地区。相反,一线城市、东部发达地区二线、三线城市,租金回报率普遍都在2%以下。

随着“房住不炒”政策陆续落地和租购并举住房制度的推进,住房租金回报率逐渐恢复到3%-4%的合理水平,将是各个城市的大趋势。

对于大多数城市而言,租金回报率的上升,要么是房价的回落,要么是租金的提高。租金的上涨,必然是人口的源源不断的流入。因此,东北、西北、西南地区人口流出较为严重的地区,显然不具备房租持续上涨的人口基础。相反,武汉、郑州、长沙、西安、成都等已经采取吸引人才政策,在周边具有较大人口基数的一线城市,且租金回报率处于2%-3%的相对合理水平,同时租金上涨的潜力较大,这些城市可能是后期优化调控的城市。

(作者系苏宁金融研究院宏观经济研究中心主任、高级研究员)

## A股创业板后发优势对港股创业板市场的借鉴

尚震宇

A股市场已经成为中国经济转型的重要引擎和助推器,港股市场在此历史进程中,顺应时代潮流,开启新征程是大势所趋。

### 两地股市的特征对比

截止到2017年12月份,A股创业板共有710家上市公司,总市值5.13万亿元人民币,市盈率53.83倍,2017年平均股息率0.52%,年化波动率55.65%,区间日均换手率4.66%。虽然A股创业板于2009年10月30日成立,落后于港股创业板10年,然而A股创业板后发优势明显,发展势头远好于港股创业板。

相比之下,港股创业板于1999年11月24日正式启动,首次上市只有2家公司,截止到2017年12月份,港股创业板仅326家上市公司,总市值才2954.87亿港元,市盈率为35.3倍,大幅高于恒生指数15.91倍的水平;平均股息率0.37%远低于主板平均股息率2.86%,年

化波动率73.86%;不同于A股投资者偏好小盘股的风格,港股创业板公司受市场关注度比较低,区间日均换手率只有0.62%,很多公司甚至全天都没有成交。

2017年A股市场共计3467只股票,总市值56.7万亿元人民币,平均市盈率18.15倍,市场风险方面,共计73只ST和\*ST股票;而港股市场共计2151只股票,总市值33亿港元,并且市场风险方面,存在合股行为的185家,超50%股份增加、20%折让供股的72家,存在折让20%折让配售的63家,存在近两年利润为负的480家。

从内地与香港创业板市场特征的统计对比可见,在上市公司数量、总市值、市盈率、平均股息率、区间日均换手率方面,A股创业板均高于港股创业板,年化波动率却远低于港股创业板。而市场风险方面,A股上市公司数量及占比远低于港股市场。

由此可见,A股创业板优于港股创业板,而且A股市场也远远强于港股市场。因此从逻辑上梳理资

本市场的功能,将利于找出港股市场的症结所在,便于从根源上给出解决问题的措施。

### 功能障碍的制度根源

A股资本市场功能发挥较充分,主要基于三大方面。第一,监管层的行动具有一致性,A股市场具有五位一体的监管体系,由中国证监会、证监会派出机构、证券交易所、行业协会、证券投资者保护基金公司共同组成;第二,对上市公司盈利有要求,优质公司对经济社会发展贡献更大。为更好地服务于不同层次的企业发展,A股创业板盈利要求低于主板;第三,对上市公司有退市预警标识,A股对连续亏损三年日均换手率方面,有ST和\*ST的风险标识,在市场参与者结构以散户为主的市场上,利于降低风险和市场的波动率。考虑A股创业板的成长性,2014年创业板规则中删除了退市风险警告的\*ST标识,以免上市规则对\*ST股票在资本运作、公司经营等方面的限制。

相比A股,港股市场的功能障碍主要由以下三个方面导致。第一,监管层不具有行动的一致性,港交所和香港证监会两权分立、互相制衡,以盈利为导向的港交所和名义上的监管者香港证监会多年来互相掣肘,无法统一监管口径;第二,上市条件较为宽松,香港创业板的五位一体监管体系肩负着服务于新时代的历史使命,加强金融监管,防范金融风险、保护中小投资者权益、发展多层次资本市场、服务实体经济,所有的目标与利益均具有一致性,是一个完整、系统的整体,具有强大生命力。而港股市场中,现行的供股制度缺陷,致使老千股横行,这种有漏洞的制度安排,难以有效发挥市场对资源的动力和压力,进而破坏港股市场正常功能,产生功能障碍,在机构投资者主导的市场当中,致使整体定价偏低,进一步阻碍市场的融资活力,无法真正实现资源的优化配置,对实体经济的贡献有限。(作者系中邮证券董事总经理/财富管理博士后)

## 如何将金融控股集团经营管理好

董希淼

作为一种企业组织创新,金融控股集团近年来在我国发展迅速。它是经济全球化背景下,产业资本与金融资本深度融合的产物,也是金融行业发展逐渐升级的产物。在一定程度上,金融控股集团通过资源和客户的分类、整合和资源协同,实现金融对社会发展需求的多方位服务,提高经济社会运行效率。我国金融控股集团发展时间相对较短,第五次全国金融工作会议召开后,金融综合经营和产融融合发展进入规范发展新阶段。在这样的背景下,田晓林博士的《金融控股集团的经营之道》出版,可谓适逢其时。该书具有系统性、理论创新性和实践指导性等特点,是近年来探讨金融控股集团相关问题的一部力作。

从发达国家经济金融发展的历史看,受金融企业创新驱动和监管规制双重影响,金融业分业经营和混业经营模式是交互进行的,总体上向着混业经营的趋势发展。目前我国金融控股集团大体主要有三类:第一类是以单一金融机构发起设立,逐渐向综合经营发展的金融

控股集团,主要是一些大型银行、保险等机构。第二类是大型产业类企业发起设立金融机构,并将这些金融机构统一管理,形成集团化运营模式,主要是一些实力较强的央企。第三类是地方政府利用区位优势,通过重组整合新设等方式组建的金融控股集团,服务地方经济发展,主要是一些比较开放、经济实力较强的地方区域。此外,一些大型互联网公司,在多个领域开展金融业务,逐渐形成类金融控股集团。

全书介绍了金融控股集团的概念、研究成果,以及近年来国内金融控股集团发展所取得的成果。该书提出,金融控股集团是指由一个实际控制人主要发起设立的两个或两个以上金融机构,并受实际控制人影响形成相同发展方向,业务相互关联的联合体。作为金融控股集团管理问题的核心,本书主要从监管环境、货币环境、资本市场环境三个方面分析了外部环境对金融控股集团管理的影响。系统梳理了金融控股集团以来发达国家和经济体的金融监管政策变化,分析讨论了监管要求对金融控股集团内部业务的影响。

该书建立了一个双层的理论分

析框架。本书从第一个层面,即金融控股集团总部战略管理层面,重点讨论金融控股集团经营管理过程中遇到的战略目标、管理模式、管理机制、资本管理、风险控制、人力资本配置等主要问题。该书认为金融控股集团战略管理的三大目标分别是资本管理、风险管理和价值创造。在体制机制配置下,分别深入分析了信息不对称、专业化和运营成本等金融行业特征对集团管理模式的决定,金融控股集团的风险资本管理,以及人力资本与不同业务模式的匹配问题。该书从第二个层面,即金融控股集团成员单位业务经营角度,重点讨论了金融产品与服务开发、客户开发与渠道管理、集团内部资源协同、投资和营销等。这个双层框架,既是近年来国内较领先的金融控股集团的经营范式,也是作者对这种经营范式的理论提炼和充实,为我国蓬勃发展的金控集团搭建管理架构和掌握管理要素提供了指导。

在第五次全国金融工作会议上,习近平总书记多次强调了金融要提高资源配置效率问题。金融控股集团产品多、客户覆盖广、业务链

条长,客观上管理难度较大,降低运营成本一直是管理之要。作者在书中首次创新性地提出了“两人模型”并将其进行了扩展。该模型抽象出了金融机构存在及其核心竞争力的一般条件,是分析金融企业竞争力的一个重要理论贡献。作者将“两人模型”运用到金融控股集团最主要的两个业务条线——资产端和负债端,以及由此引申出的投资业务和产品营销与客户服务业务。作者还将该模型扩展至“多人模型”,直至金融控股集团和金融控股集团的实际运作。“两人模型”在一定程度上揭示了金融机构以及金融控股集团内部提高资源配置效率的要点,有助于金融机构调整就简,优化企业组织架构,降低运营成本,提高运营效率。作者还深入到业务领域,利用理论分析的优势,提出了客户价值和风险资本占用之比是衡量集团内部业务资源配置效率的重要依据这一观点,为金融控股集团内部优化资源配置,提高运营效率奠定了理论基础。

全国金融工作会议强调,要遵循金融发展规律。金融发展规律既指金融行业与宏观经济的密切

交融,又指金融行业和机构的自身特征规律。本书既有理论分析揭示规律,又有前瞻性分析,为金融机构和金融控股集团业务布局以及风险管控进行提示。例如信息技术的应用已经成为金融业变革创新的动力和压力,本书论述“信息技术在金融领域的快速应用正在颠覆传统渠道”和“互联网金融出现的新形势”,提出了现代金融技术对传统的金融市场结构和体系构成了挑战,已经不断为市场实践所印证。又如,在分析金融控股集团的人力资本管理中,本书从资本和劳动力这一最基本的经济学概念出发,深入分析了资本和劳动力各自的性质特点,以及它们不同的相互要素组合,既从经济学的角度揭示了“资本雇佣劳动”这一深刻命题的理论基础,又提示了金融控股集团的管理者应注意金融行业有别于其他行业的资本和劳动力特征,设计两者相互配合的适当比例,以提高金融控股集团产出效率。

(作者系恒丰银行研究院执行院长、中国人民大学重阳金融研究院高级研究员)

本版文章仅代表作者个人观点 不代表本报观点

本版主编 闫立良 责编 徐建民 制作 王敬涛 E-mail:zqr2@sohu.net 电话:82031730