

## A 股巨变进行时，投资应回归常识 / 钱军辉

证监会新主席刘士余先生上任以来，虽然宏观经济稳中有升，但是代表 A 股小市值概念股的创业板指数跌去 20.2%（截止 2017 年 5 月 31 日），而同期上证 50 上涨 23.7%，沪深 300 也上涨 14.5%，“二”和“八”的表现可谓有天壤之别。

在笔者看来，这不是一次寻常的周期性“二八”转换，而是在监管升级和新股扩容双重压力下，A 股正在悄悄进行的一场不可逆革命。端午小长假推出的“减持新规”，更可能加速这场巨变。

对大多数习惯于旧游戏的投资者来说，这会是一次痛苦的转型。首先，大批坐庄和投机的游资，或退出或转型，导致“八股”流动性下降、估值下降。在不远的未来，我们可能会看到大量市盈率 10 倍以下、市净率 1 倍以下的小市值股票，尤其是在传统行业。而流动性可能会越来越集中于蓝筹，包括大蓝筹和少数有真实潜力的成长股。

第二，新股持续扩容，直到 23 倍市盈率也发不出来，于是注册制实质性地落地。水还是那么多，面无限量供应，结果就是流动性进一步枯竭。

第三，因为减持限制和二级市场估值下降，所以“壳价值”跳水，一二级市场套利资金或退出或转型。

可以想象，在这个转型过程中，虽然大盘指数可能平稳，但是当前“八股”高昂的估值难以维持，投资者损失在所难免。

当然，对于那些坐庄、投机、套利的大资金，真正退出休息的会是极少数。这些资金本就是市场中最活跃、最聪明的。它们是以 IPO 审核制为核心的制度扭曲的内生产物，它们就是传说中的“主力”。无论制度怎么变，资金的“动物精神”不会变。在扭曲的制度下，“主力”就是“扒皮吸血”的“妖魔鬼怪”，因为套利和欺诈有暴利而无风险；而当制度理顺了，当套利和欺诈有大风险，“主力”就会华丽转身。

可以说，刘士余先生的新政是在股市治理方面回归常识（IPO 市场化、退市常态化、严厉打击内幕交易，等等）。制度是风，行为是草，“主力”的投资风格会跟随新政回归常识。

什么是投资常识？首先，买股票就是买企业（本杰明·格雷厄姆），而不是买筹码。虽然买的是企业的千分之一、万分之一，但投资者会以买下整个公司的态度来研究它的股票。对大资金来说，减持限制政策和流动性局限会加剧退出难度，因此理应比散户有更长的投资视野，对上市公司治理也应发挥更多积极作用。

在长期，赚钱的投资是因为和优秀的企业一起成长。说大一点，赚钱的投资是因为推动社会资金的优化配置，让那些能推动人类科技发展、让人类生活更方便更满足的公司得到相对便宜的融资。

第二，评价企业的根本标准是当下和未来的分红。上市时间（次新股炒作）、市值高低（壳股概念）、股价高低（低价股概念、送股概念）、行业（军工、环保等概念）等企业属性，如

果不带来分红，那么对投资决定和估值高低都不重要。事实上，如果某个属性长时间对应无分红或低分红，那么理应得到低估值（典型的如 A 股中的军工概念股）。那些重要的财务指标之所以重要，如每股收入及其增长、每股收益及其增长、每股净资产、净资产收益率等等，是因为它们反映企业的分红能力和增长潜力。

**聪明的投资者一旦把聪明放到研究公司的分红能力和增长潜力，必然突破简单的 PE/PB/PS 估值，而深入到公司发展和行业变革的本质。**那些做不到的，净值增长赶不上指数，掌握的资金越来越少，慢慢在市场的估值游戏中被边缘化。那些能做到的，在二级市场市场不断的试错和检验中，对生意和战略的判断越来越敏锐，净值增长远超指数，掌握的资金越来越多，渐渐主导市场的估值。

实际上，**因为市场无情的优胜劣汰和反复教育，冷眼旁观的二级市场投资者完全可能比董事长有更深更准的眼光。**他们对上市公司的投票形成 A 股新的估值体系，引导资金流向未来的产业和成长中的牛逼公司。至于它们是什么，CEO 不一定知道，发改委和总理更不会知道，但是聪明的市场“主力”会知道。

**回归常识的中国投资者，才可能成长为真正的投资者，屹立于世界金融市场。**习惯于制度套利的投资者，一身“本事”只能用在国内“扒皮吸血”。一旦出海，必然一败涂地。可以说，股市治理的回归常识，为培养世界级投资者和交易员提供了国内环境。笔者一直相信，凭中国人对追求财富的热情、吃苦耐劳的精神和聪明才智，日后世界顶级的投资者中，会有不少“赵钱孙李”。

当然，制度套利很舒服，因此转型必痛苦。甚至是最受益的散户，也会因为一时不适应而怨言四起。正因为这样，**刘士余先生的知难而进，更值得大家为他点赞。**聪明的投资者，不仅会研究公司与行业，而且会审时度势，知道“扒皮吸血”不可持续，顺应股市治理的回归常识。谁先转身，谁先赢得先机。

知道什么是对的，并且身体力行，也是一流投资者应具备的价值观。

本文刊于《秦朔朋友圈》