健中论道

看看回购股票对市场的影响

去年，中国股市几乎从年头跌到了年尾，在市场一路下跌中，管理层不断鼓励上市公司回购自己的股票，确定了一个基本标准，当上市公司股价跌进了每股净资产或连续20个交易日股价跌了30%，公司可以回购股票。

去年下半年，上市公司频频出手回购自己的股票，但出来的方案都是买入的股票将来要抛的，几乎所有的回购公司都将增持当作回购了，当时大家都有点纳闷，回购后不注销股本、回购的股票将来要抛的，这还叫回购吗？未来可以抛，这意味着上市公司可以套利、可以进行利益输送、可以加大忽悠加炒作的空间。

在过往的操作中，那种买入股份并不是为了卖出，而是为了注销股份，这样总股本减少了，控股股东是从公开市场买入的，总股本减少了，控股股东的持股比例提高，当公司盈利能力保持不变的情况下，由于总股本减少了，财务指标就优化了，每股税后利润、每股净资产、每股未分配利润、每股资本公积金都提高了，这种资本运作的操作方式就是回购，这是以往大家习以为常对回购的定义。这种资本运作方式也是国际资本市场上通行的操作方式。

也有回购不注销的做法，公司将回购的股票作为“库藏股”，用于股权激励和雇员福利，但这部分股权属于发行在外的股权，不参与每股收益的计算和分配。当然，也有日后卖出的。

但是，回购的核心还是注销股份，现在的问题是几乎所有公司推出的回购都不注销股份。上周末，沪深交易所同时公布了《上市公司回购股份实施细则》，对回购做出了如下几个规定：

■ **第一** 明确了回购股份的减持要求和限制，将限售期由“六个月”延长至“十二个月”，并增加“在任意连续九十个自然日内，减持股份的总数不得超过公司股份总数的1%”的限制条款。

■ **第二** 不得通过债务融资实施回购股份，上市公司回购股份应当完善内部管理制度，充分考虑资金状况，合理实施股份回购，确保股份回购不损害上市公司的债务履行能力和持续经营能力。

■ **第三** 将回购方案提议人明确为“根据相关法律法规及公司章程等享有提案权的提议人”，防范“忽悠式”提议误导投资者。

■ **第四** 为了市场的稳定，规定了回购股份的“爬行”原则，每五个交易日回购股份的数量，不得超过首次回购股份事实发生之日前五个交易日公司股票累计成交量的25%，而B股可不适用“爬行”原则。

上市公司或上市公司的大股东，出于财务投资考虑或者出于其它原因考虑，买入、卖出本公司的股票，在当下市场中已经习以为常，这样的操作，运作得好，上市公司可以维护自己的股价，也可以在主营业务之外，增加一份营业外收入，运作得不好，则可能损兵折将，如果加杠杆操作则将上市公司被打爆。

可以预料，回购新规实施后，那种忽悠式、炒作式的回购被堵上了，由于在未来减持中实施了更严格的规定，对那些绩优公司而言，资本运作的余地更大，而对那些想通过回购炒作股票的公司而言，则此路不通了，这对市场的长治久安是一件好事。

应健中

期权像保险还是彩票？

财看门道

什么是期权？先拿房子举一个例子。比如约定今天您付我10万元定金，用定金向我购买一个权利，您有权明年的今天以前以1000万元的价格买走我的一套100平方米的房子，不买也可以但是权利金（定金）不退。显然到时房子涨到1200万元，您是愿意按照1000万元购买的，我必须卖给您。您花10万元代价赚到了200万元，约20倍。如果房价还是1000万元，甚至下跌，您会放弃权利，结果是损失了10万元权利费。这个10万元买来的权利就是一种看涨期权。

所以期权是远期且有期限的一种权利，该权利让持有人在未来某一特定日期或该日之前的任何时间有权以固定价格购进或售出一种资产。给某期权定一个代码，就可以拿到证券市场像股票一样交易换手。房子从1000万元涨到1200万元有一个过程，那么这个权利从10万元涨到200万元也有一个过程，过程中权利会以不同价格换手交易。

归纳一下，期权有如下几个要点：1. 期权涉及买方和卖方两方。买方可以执行权利也可以放弃执行，卖方则必须接受对方的执行。2. 期权总是对应一个标的物。比如上面举例的房子。这个标的物可以是股票、政府债券、货币、股票指数、商品期货等。3. 有期限。双方约定的期权到期的那一天称为到期日。4. 期权的执行。根据约定购进或售出标的资产的行为称为执行。在事先约定的、期权持有人据以购进或售出标的资产的固定价格，称为执行价格，比如上面举例中的1000万元房子价格。

上面举例是花10万元获得买进一个资产（房子）的权利，称为看涨期权。还有一种是花钱获得卖出一个资产的权利，称为看跌期权。比如2018年6月张三支付给李四10元钱，约定半年后的12月张三有权按照700元的价格卖给李四1股贵州茅台股票。张三付了10元权利金是看跌期权权利方，李四收了10元钱是看跌期权义务方，10元是权利金。到12月贵州茅台价格约550元，张三还是有权以700元的价格把1股贵州茅台卖给了李四，他花了10元买的权利，产生了150元的价值。

显然，如后来贵州茅台股价一直在700元上面，张三是不愿700元卖给李四的，可以市场上卖更高价。随着贵州茅台股价跌破700元，跌到690元后，这个权利就值10元，张三不赚不亏，跌倒600元，这个权利值100元。这10元钱权利金相当于买了一个保险，保证了700元的卖出价格。买方的最大损失是全额权利金（保险费），最大收益可能是很多倍。期权卖方最大收益是拿到权利金，最大损失则可能是权利金的很多倍，无论贵州茅台跌到多便宜，都得以700元价格接盘，就如保险公司拿到保险费，却发生了意外，需要高额理赔。

上面两个例子可以看出，期权的价格是随着标的物的价格变化而波动，理论上最低价值为0，看涨期权的最大理论价值为无穷大，看跌期权最大理论价值为执行价格，期权有以小搏大的效果。我们可以把买期权当成买彩票，最大损失就是不中奖，彩票作废，中了就赚了，还可能赚很多。

目前国内期权交易品种有上海交易所的上证50ETF期权、郑州商品交易所的白糖期货期权、大连商品交易所的豆粕期货期权、上海期货交易所的沪铜期货期权。前面两个比喻中，保险费和彩票费都是不返还的，所以期权的最大风险就是损失所有本金，属于高风险交易品种，不建议投资者盲目参与。

东方证券 **毛彩华**

口腔溃疡口臭有治了
美明口香合剂 已到货
口臭、口腔溃疡、口干、口苦、牙龈肿痛、肠燥便秘、胃灼热痛等。
全市各大药房有售
电话：62041665
灰指甲
品牌推荐中 复方聚维酮碘搽剂
用心治灰甲，对抗真菌，有信心！
按疗程使用，灰了指甲，不灰心！
全市各大药房有售
电话：62041665
销售地址：[黄浦]:南京东路第一医药商店,淮海路各药房,[静安]区各药房,愚园路232号,山西北路208号,中华新路957号,[虹口]:四川北路各药房,[徐汇]:汇丰各药房,荣陵路216号,[长宁]:玉屏南路152号得一各药房,[普陀]:曹杨路673号及复美各药房,[浦东]:海阳路622号,养和堂各药房,[惠南镇]城东路268号,[杨浦]:长海路349号,[宝山]:牡丹江路各药店,友谊路223号,[闵行]:江川路242号,莘朱路152号,[松江]:沪亭北路758号余天成各药店,[嘉定]:沙霞路83号,[金山]:恒德药店各药房,[奉贤]:解放中路20号,[青浦]:青安路210号,[崇明]:东门路178号等全市各大药房有售。广告

文兴说市

请关注预期外的变化

二十多年前，笔者应邀在一家证券公司做报告，这家券商隔壁是一家打火机厂，观察一下，觉得这家企业还有一定规模。于是在报告会中笔者现场提问，请台下吸烟的观众举个手，估计举手的人数有三分之一，笔者再问，吸烟的还在用火柴的请举手，现场竟然没有一个人举手。看看打火机一出现，火柴消失了，设想一下假如投资者持有的上市公司是生产火柴的，会是什么结果呢？

其实类似的情况不少，比如计算器一出现，算盘消失了；CD一出现，磁带消失了；手机一出现，BB机消失了；数码相机一出现，胶卷就没市场了；智能手机4G一出现，回家用电脑的次数都减少了；微信一出现，改变的事情更多。世界一直在变化，警惕不变的自己。

是啊，近期笔者关注美国经济，有些变化也出现在笔者的预期之外，比如近日美联储官员的态度就是一例。被外界认为“最强硬鹰派”的美联储堪萨斯城联储总裁乔治的货币政策立场突然出现了转向。她在1月15日发表讲话称，美联储在加息上需要更耐心和谨慎，以免抑制经济增长。乔治2019年拥有美联储联邦公开市场委员会(FOMC)的货币政策投票权，在她意外倒戈后，FOMC有两位偏向暂停加息的“鸽派”成员，同时七位成员的政策立场比较“中立”，偏向继续加息的“鹰派”成员只剩下一人。投资机构据此反思前期美股是否下跌反应过度。

最近证监会副主席方星海讲话值得关注，第一条：将尽更大努力继续大量引进国际中长期资金进入中国股市，包括进入中国的期货市场；预计今年外资流入A股会进一步增加，望达6000亿规模。第二条他说：（新股）第一天价格涨了44%，没有交易量，“没有交易量的价格是虚幻的、不准确的价格”。“而且前几天都没有交易量，非常不合理。”“首日涨停板这个事情要研究，我个人觉得应该取消。”

方星海副主席关于外资流入的讲话，能影响市场的预期，找出当年韩国与我国台湾地区外资流入的历史资料，有下列观察结论。我国台湾自1983年至2003年分四个阶段逐步开放资本市场，自1996年我国台湾股市开始纳入MSCI，最初10年内外资加速流入，之后节奏逐渐放缓，但仍以净流入为主。期间金融市场动荡会导致外资临时流出；市场走势方面，外资流入并非一定能催生牛市，但会明显提高境内外股市联动性；投资者结构方面，纳入MSCI后机构投资者与外资占比持续提升。韩国自1981年至1991年起分四步逐步开放资本市场，自1992年韩国股市开始纳入MSCI。资本开放对韩国影响与我国台湾基本一致，资金流入方面，纳入MSCI之后外资持续放量流入；市场走势方面，明显提高境内外股市联动性；投资者结构方面，机构与外资占比明显提升；外资持仓特征方面，外资偏好韩国的优势产业，偏好大盘股、高ROE、高流动性股票。投资者可参考上述情况对今年外资流入做预判。

方星海副主席谈到的新股上市首日交易看法值得重视，不过放开新股首日交易似乎离不开同时辅之以T+0和做空机制，这属于股市交易制度的改革，笔者感到出乎意料了，等待进一步信息吧。

进入2019年以来的股市交易日并不多，但是依旧有预期之外的变化，据数据宝统计显示，沪指开年以来累计上涨3.07%，28个申万一级行业指数开年以来均实现上涨，其中家用电器板块表现最佳，行业指数大涨9.03%。有28个股票2018年全年累计跌超50%，但没想到进入新年以来涨幅超过20%。而从A股所有股票来看，开年涨幅超过20%的个股不足100只，这就意味着这28股跑赢了近97%的股票。分行业看，上述股票主要分布在电气设备、电子、机械设备行业，其中电气设备行业有7股入围，占比最大。这点值得提出来，变化有了，人们不能忽视。

不能忽视的还有一个会议，那就是1月15日召开的总理专家学者企业界座谈会，这个座谈会一季度一次，但新年开场这一次尤为重要，不仅总结2018年的中国经济，同时又为今年春节后的“两会”《政府工作报告》听取意见，笔者特别看重这次会议对营造新的预期作用。尤其关注参加会议的专家学者和企业家代表。余永定（宏观经济学者）、陶冬（瑞士信贷首席）、马怀德（法学专家曾为政治局授课），新经济的代表马云，旧经济装备制造业转型升级的代表中国一重董事长刘明忠，人工智能的代表寒武纪陈天石。这几位参加座谈会很值得思考，尤其他们的观点是公开的，大家都能找到，与决策者的看法加以研究，是否能有出乎人们意料的内容？

资本市场特别是股市，就是与人们的预期相关，投资者一定要关注影响预期的变化，也许你期待的变化已经出现了呢。

文兴

本版观点仅供参考