

深港创业板不同际遇探因



陈嘉禾

“香港创业板指数十几年几乎归零”的消息,引来市场广为关注。其实,对于这则信息,我倒是没有任何意外之感,只是意外于许多投资者今天才知道这件事:早在A股市场推出创业板时,我和同事们就研究过全球的创业板市场指数,其中就包括这个当时就已经蛮糟糕的香港创业板指数。

标普香港创业板指数 20年下跌97%

说起标普香港创业板指数的历史,真是让人唏嘘不已。这个指数发布于2005年1月3日,基点(指数开始计算的日期)为2003年2月28日,基点(指数一开始设置的点位,理论上可以随意设定,实际工作中一般设为100点或者1000点)为1000点。指数由标准普尔公司发布,目标是追踪香港创业板市场的长期表现。

从2003年2月28日的1000点开始,标普香港创业板指数在头几年表现还可以,到2007年12月31日收于1350,比基点上涨35%。

不过,如果看看同期的恒生指数和恒生国企指数,就会发现事情有点不对。在同一时期,恒生指数上涨205%,恒生国企指数则上涨634%。要知道,从2003年到2007年,是香港股票市场历史上最大规模的牛市之一,许多优秀的投资者都赚了动辄10倍的钱。香港创业板指数期间只涨了这么一点,实在有点说不过去。

在2007年以后,香港创业板指数就变得更加糟糕。在2008年全球金融危机中,香港创业板指数从2007年底(年底均指12月31日,下同)到2008年底,跌了整整71%,从1350点跌到385点。而如果这一轮下跌,还能说是“全球金融危机是个筐,啥问题都能往里装”的话,香港创业板指数在后来的表现就越发糟糕。

从2008年底到2016年底,标普香港创业板指数再次从385点下跌到359点,跌幅7%。而同期恒生指数上涨了53%,恒生国企指数上涨了19%。到了2019年底,香港创业板指数再次下跌到79点,比2016年底的跌幅达到78%。到了2023年9月14日,香港创业板指数进一步下跌到了26点,比2019年底又下跌了67%。

总的来说,从2003年2月28日到2023年9月14日,在这20年的时间里,

香港创业板指数从1000点下跌到26点,跌去了整整97%,残值只有初始点位的3%。期间的CAGR(年复合增速)为-16%,也就是说这个指数每年平均下跌16%。

A股创业板综指 历史涨幅159%

由于找不到标普香港创业板指数的估值和盈利能力数据,我很难判断这20年中指数的持续下跌,有多少来自指数估值的变动,多少来自成份股经营不善导致的价值折损。不过,从经验来说,指数估值的变动很难造成如此持久、巨大的下跌。能造成一个股票指数如此下跌的,一般是上市公司资产质量羸弱导致的。

从A股创业板身上,我们可以看到以上规律的再现:在长周期中,估值的变动并不会对股票指数的变动产生主要影响。股票指数的增长,主要来自其内涵价值的提升。换言之,在长周期中,即使股票指数的估值有所下跌,但是基本面的增加仍然会让投资者赚钱。

在A股创业板,有两个主要的指数:创业板成份指数(399006)和创业板综合指数(下面简称“创业板综指”,代码399102)。两者的区别主要在于成份股数量的不同:创业板成份指数有100只成份股,而创业板综指则包含了全部的创业板股票,截至2023年9月15日有1316只成份股。此外,创业板综指是全收益指数,包含了股息在内的所有回报,创业板成份指数则没有包含股息。

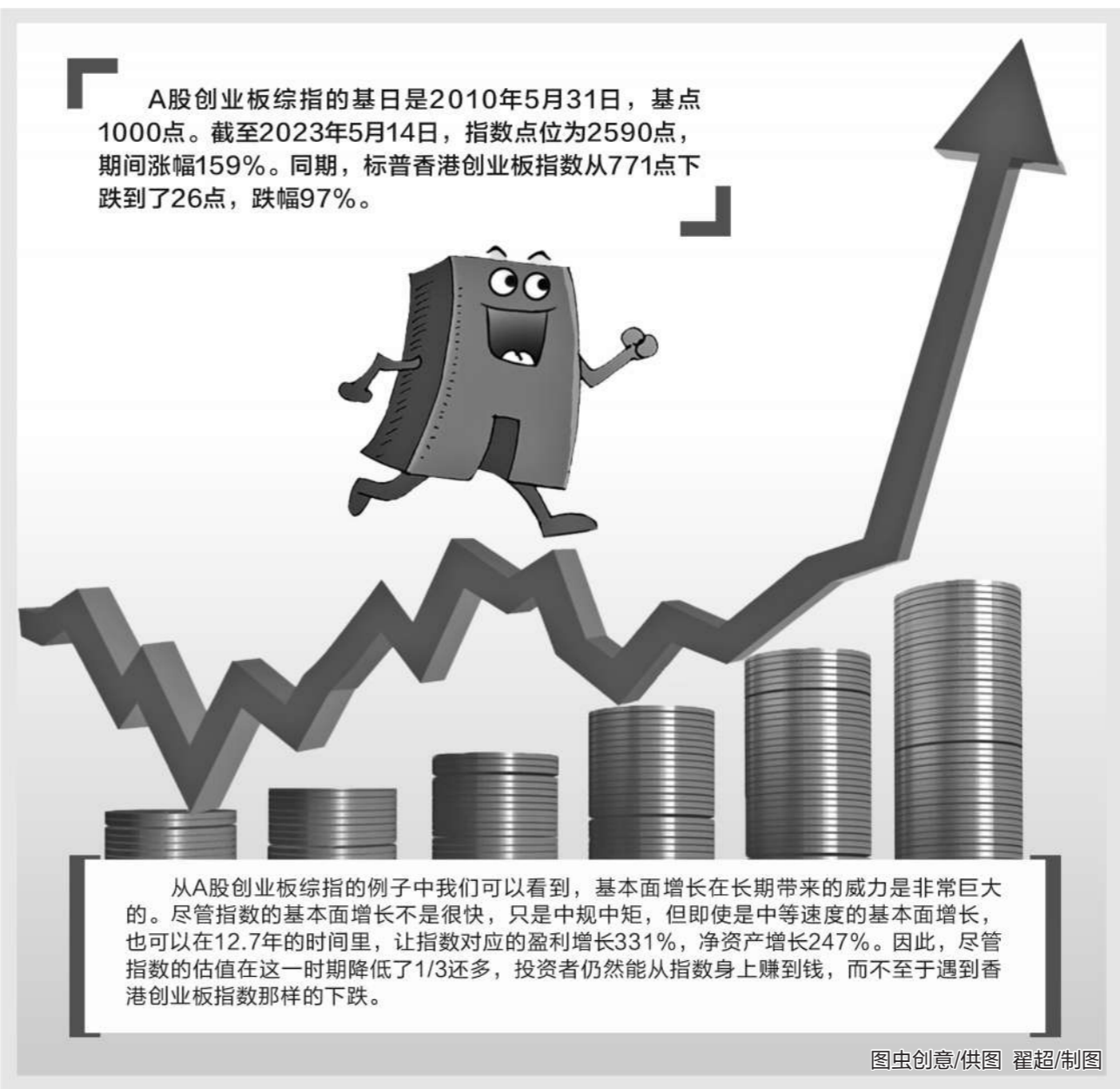
下面,就让我们以涵盖范围更广的创业板综指为例,看看这个代表了A股创业板市场的指数,是如何在长周期里上涨的。当然,如果用创业板成份指数来研究,结果也差不多,只是创业板综指涵盖的面会更广一些。

A股创业板综指的基日是2010年5月31日,基点1000点。截至2023年5月14日,指数点位为2590点,期间涨幅159%。同期,标普香港创业板指数从771点下跌到了26点,跌幅97%(这个97%是四舍五入的结果)。

A股创业板指数因何而涨

创业板综指的期间回报是如何取得的呢?由于创业板综指的财务数据在指数刚开始时无法获得,这里研究了指数从2010年底一直到2023年9月14日的变动,并且从估值变动和基本面变动两个维度,拆解创业板综指在这十几年里发生了什么。

从2010年底到2023年9月14日,A股创业板综指从1124点上涨到2590点,上涨了130%,而标普香港创业板指



数同期的跌幅则是97%(和之前的97%在小数点上略有不同)。

但是,如果观察创业板综指的估值,会发现在这段时间里,指数的PE(市盈率)估值从84.9倍下跌到了45.4倍,跌幅达到47%(指数估值数据由Wind资讯计算提供)。同时,其PB(市净率)估值从5.0倍下跌到了3.3倍,跌幅34%。

也就是说,在这13年中,创业板综指的上涨完全不是由估值带动的,估值变动反而给指数带来了负面影响。根据以上点位、PE和PB的数据,我们可以轻松算出指数基本在这之间的变化:盈利(E)增加了331%,净资产(B)则增加了247%。

这种增长看起来很多,但是实际上,考虑到以上的周期长达13年(精确表述为12.7年),因此指数所对应的净利润和净资产增速其实非常中规中矩:利润的CAGR为9.9%,净资产的CAGR则为7.4%。

那么,这种增长是如何产生的呢?最主要的来源,是指数所含成份股自身的盈利。

通过用每年创业板综指的PB和PE相除,我们可以得到指数的净资产回报率(ROE)。在这13年的14个时间节点中(包括开头和结尾的、每年年底的时间节点),创业板综指的ROE均值为6.4%,中值为6.8%,其中最大值为8.1%,最小值则为2.8%。

此外,一些A股市场特有的制度安排,也会带来指数的基本面增长。比如,上市公司得到优秀资产的注入,就会带来企业在净资产回报以外的基本面增长。而指数成份股的调节,则会在有些时候促进(或者减缓)指数基本面的增长。

从A股创业板综指的例子中,我们可以看到,基本面增长在长期带来的威力是非常巨大的。尽管指数的基本面增长不是很快,只是中规中矩(和一些优秀基金经理可以取得的20%,甚至更

高的基本面增速不可同日而语),但即使是中等速度的基本面增长,也可以在12.7年的时间里,让指数对应的盈利增长331%,净资产增长247%。因此,尽管指数的估值在这一时期降低了1/3还多,投资者仍然能从指数身上赚到钱,而不至于遇到香港创业板指数的下跌。

以上,就是两个同样包含“创业板”三个字的不同的股票指数,在长期反映出来的不同变化。从这两段不同的股票指数历史中,投资者可以发现投资的精髓:投资对象的名称、概念等因素,并不是决定长期投资回报率的关键。长期投资回报率主要来自基本面的变动,次要来自估值的变动。

因此,价值投资的精髓,总结来说一句话:只要我们能长期基本面以高速增长,辅之以不太离谱的买入估值,那么取得投资回报就是水到渠成的事情。(作者系九图青泉科技首席投资官)

原油突破90美元关口 高位回落需警惕

证券时报记者 赵黎昀

在供不应求担忧持续升温影响下,9月14日夜间原油、布油均突破90美元/桶关口,创年内新高。经历上半年的蛰伏之后,6月以来国际油价强势格局渐显,最大涨幅已超三成。

尽管当前国际市场持续看多油市,但在价格不断冲高之下,已有分析人士关注到需求端负反馈,市场仍需警惕油价高位回落风险。

国际油价破90美元/桶

油价又涨了。9月14日国际原油期货收盘上涨,纽约商品期货交易所WTI原油期货合约收盘上涨1.64美元/桶,至90.16美元/桶,涨幅为1.85%。洲际交易所布伦特原油期货合约收盘上涨1.82美元/桶,至93.70美元/桶,涨幅1.98%。美油、布油均突破90美元关口,创下2023年以来新高。

国际原油市场带动下,国内原油期货主力合约2310也延续涨势。截至9月15日上午收盘,上涨2.66%,盘中一度冲高758元/桶,较6月中旬506.2元/桶,已大涨近50%。

自2022年6月起,国际油价从超120美元/桶的高位回落,今年上半年持续在65美元/桶至80美元/桶之间波动。但今年6月末起,油价强势上涨,不到3个月已收获超35%的涨幅。

油价带动下,近期能化板块维持强

势格局。相比6月低点,中国石油股价已涨超20%,中国海油也录得23.5%的涨幅。9月15日,能源设备指数一度领涨,早盘收获近2%涨幅,个股威尔逊一度涨超6%,中曼石油涨超5%。

油价上行,对整个产业链都将形成重大影响。

9月15日,对二甲苯期货正式在郑商所上市,挂牌价9550元/吨,当日开盘价1万元/吨,涨幅达到4.71%。当日,PX现货市场商谈也同步走强。

“原油作为大宗化工品的原料,一直是聚酯链条产品价格走势的风向标。原油作为炼化一体化装置中PX的上游原料,对其成本波动起到至关重要的影响。”卓创资讯分析师张慧表示。

不过,国际油价上涨,使得国内主营炼厂炼油利润走弱。根据卓创测算,三季度以来,国内主营炼厂炼油利润低位运行,主营炼厂出厂价测算利润大约100元/吨,相较于一季度高位水平显著下滑,与近四年同期比较,仅高于2020年同期水平。

供应担忧持续扰动

经历了上半年的蛰伏,近期原油市场持续上涨,背后的支撑因素主要来自供给端。

“从市场消息面看,投资者对原油市场供不应求的担忧是本轮原油价格上涨的主要推动力量。”金联创分析师韩政已指出,9月5日,沙特阿拉伯能源

部宣布,将把每日100万桶的石油减产措施延长3个月,至2023年年底。俄罗斯也宣布继续减少30万桶/日的石油供应至2023年12月底。两国均表示,将每月进行审查,以考虑进一步减少产量或增加产量的可能性。“此前,市场的普遍预期是沙特及俄罗斯会将减产延长1个月,但出乎市场预料的是,沙特和俄罗斯一步到位,直接将减产延期至今年年底,这对于原油市场来说是重大利好。”他说。

在主要产油国的超预期减产动作下,原油市场供不应求的预期持续升温,国际能源署(IEA)、石油输出国组织(OPEC)与美国能源信息署(EIA)三大机构均预测,四季度原油市场将处于供不应求状态,这进一步激发了市场的看涨心态。

根据目前最新的市场消息,三大机构中,IEA表示,沙特和俄罗斯将其减产措施延长至今年年底的决定可能会对全球石油市场在第四季度之前产生重大影响,导致供应短缺的情况持续存在。OPEC则维持其对需求强劲的预测,并指出如果维持减产,2023年原油供应将短缺。而EIA表示,因沙特将100万桶/日的额外减产行动延长到今年年底,2023年四季度全球石油库存预计减少20万桶/日。

隆众资讯分析师吴燕表示,据美国能源信息署发布的9月份《短期能源展望》预计,全球石油日产量将从2022年的9990万桶增加到2023年的1.01亿桶

和2024年的1.03亿桶,而世界日均需求将从2022年的9920万桶增加到2023年的1.01亿桶和2024年的1.02亿桶。美国能源信息署预计,2023年下半年全球石油日均库存将减少近50万桶,导致油价上涨,预计布伦特原油期货第四季度平均价格为93美元/桶。但是,随着明年库存增长,全球石油需求增长减缓,沙特阿拉伯不再自愿减产,预计2024年布伦特原油均价将回落至88美元/桶。

警惕油价高位回落

国际油价节节攀升之时,市场唱多之声不绝,油价上破100美元/桶的呼声渐起。不过也有不少行业分析人士认为,在当前价格高位下,油价下行压力需要警惕。

“8月原油供需两端差值仅有近60万桶的供应缺口,依据供需两端历史数据与油价的影响关系看,其供需差值对供需关系仅体现为0.57%的失衡状态,远不足以对油价形成供小于求的失衡局面。当前供应紧张的状态对油价的影响过于情绪化。”卓创资讯钟健认为,市场上对供应紧张的反响这么强烈,一个重要原因是,自从OPEC+在6月实行新的减产协议后,全球供需状态从略有盈余,转为供应缺口50万桶。这一盈缺的突然转变,市场产生了对比强烈的对比情绪。但需要看到,以美国能源信息署的预测,今后3个月内(9月、10月、

11月),供应盈余值分别为-128万桶、75万桶、-3万桶,其供应盈余都在供需均衡的区间内。

韩政也已认为,短期内,全球主要能源机构最新月报普遍认为原油市场的供应缺口将会加剧,国际油价将保持高位。但进入第四季度后,随着减产对于油市的推动作用逐渐减弱,油价预计将缺少进一步上行的支撑,且市场进入季节性的需求淡季,也将在第四季度抑制油价,原油价格或将重回区间震荡走势。

海通期货最新研报分析,高油价同样也会产生系列反应,后续对需求的抑制将更加明显,目前来看对明年原油市场预期谨慎的机构正在增加,EIA数据显示上周美国需求回落明显。与欧美柴油延续强势不同,近期国内成品油市场明显难以匹配原油强势,汽柴油裂解利润持续走低,显示了国内下游难以接受原油成本上涨,出现了需求被抑制的迹象。作为国际能源署和欧佩克高度重视的需求增长驱动,中国需求后续变化值得重点跟踪。油价的冲高之旅仍在持续,强势格局暂时仍难以撼动,投资者在顺势参与同时,需高度关注高位风险。

南华期货也指出,宏观预期好转,俄罗斯、沙特延续减产,供给端收紧,汽油柴油裂解依然坚挺,全球库存低位以及沙特和俄罗斯减产提振油价,但估值已经到位,原油回落风险在不断加大。



明眼看市

北上资金:不应神化,也无须妖魔化

桂浩明

所谓的北上资金,一般是指在香港联交所开户,并通过陆港通渠道参与内地沪深交易所股票交易的资金,由于其地理上的资金流向是由南向北的,因此被称为北上资金。

虽然相比QFII(合格境外机构投资者),陆港通开通时间要晚很多,但由于其交易状况相对透明,且规模增长比较快,因此受到大量关注,在不少内地投资者眼中,被视为是外资的代表。甚至有内地的基金公司按北上资金的投资标的来设计基金产品,走上了模仿北上资金投资的道路。

由于北上资金来源复杂,并且受到不同投资主体性质的影响,本身在操作上也并不具备高度协同的基础,它只是香港证券市场上参与陆港通交易资金的统称,并非严格意义上的外资主流资金。

不过,在实践中人们发现,每次在北上资金连续净流入一段时间后,A股市场都会出现一波上涨行情。而每当出现北上资金连续净卖出的时候,A股市场则往往表现得比较疲弱。于是有人把北上资金称之为带有导向作用的“聪明资金”,认为还是外资对市场看得比较准,善于抄底及逃顶。其实,这里存在很大的认识误区。

当有一定规模的资金连续买入股票时,不管这种资金究竟是什么类型,股市通常都是比较容易上涨的,反之亦然。相对于内地中小投资者分散的操作来说,北上资金的体量算是相对大一些,但与内地的基金等机构投资者相比,则算不上很大规模。每天百亿元级别的买卖,在市场上的占比并不大。只是,内地机构投资者的交易信息,普通投资者并不容易了解。相反北上资金的买卖,则是一目了然。这种信息披露上的差异,导致了人们对北上资金关注度的提高,并且由此形成了对北上资金操作行为潜移默化的认同乃至神化。

但北上资金实际的运行情况,很难说一定是能够明显领先大盘的。北上资金在总体规模上也不算很大,其对大盘的影响也有限。因此,夸大北上资金的绩效及对市场的作用,并不妥当。

今年6月以来,内地证券市场出现了较为明显的下跌,而这期间北上资金也是在持续卖出,饱受股市下跌之苦的投资者,在寻找行情下跌原因时,有的就把矛头对准了北上资金,认为是外资“砸盘”导致A股低迷。而此间也确实有外资大行发布看空中国A股的报告,这就更引发了部分投资者对北上资金连续净卖出行为的不满。

其实,股市无论是上涨还是下跌,都有其自身的原因,靠几个报告不可能左右其走势,部分非主流资金的进出,也不可能对行情的运行产生根本性的作用。将股市的下跌归咎于是因为北上资金的连续净卖出,这有点以偏概全,不是科学的态度。

虽然近段时间北上资金是净流出,但是今年以来它还是处于净买入状态。而且,A股市场上跌得多的板块,往往还是北上资金参与较少的。显然,与神化北上资金一样,将其妖魔化也不是客观理性的态度,并不可取。

中国资本市场的对外开放是历史的必然,虽然在开放中会遇到各种各样的问题,但在本质上是利大于弊,因为它不但给中国市场引入了资金,也有利于其规范化运行,促进发展。北上资金作为陆港通交易的产物,它是内地与香港资本市场互联互通的产物,也是加快境内证券市场走向世界的有效力量。北上资金在一段时期的连续买入与卖出,应该基于市场的大背景来分析,把出于避险因素的卖出视为“砸盘”,并不符合实际。

证券市场本身就是由买卖双方组成的,根据不同的预期所形成的交易,只要在具体操作上没有违反规则,就应该予以认可,而不是情绪化地指责。在行情好的时候把北上资金称为聪明钱,行情不好的时候又将其看作市场上的破坏性力量,都是脱离实际的。对此作出准确的判断,是我们脚踏实地搞好市场的重要基础。