

沪港通效应被误读 港股牛市来自两大动力

恒生指数能够穿越熊市,回归牛市,打破6年箱体整理,靠的是两大武器:一是科技股,二是地产股

证券时报记者 罗峰

恒生指数本周在 25000 点上方站稳,并以 25201 点创出 6 年来新高,港股上次到达这样的高位,还是 2008 年 5 月。

对此,大家都在寻找答案,国内证券分析师和媒体报道的答案,基本将恒指牛市归纳为三大动因,那就是沪港通、内地国企改革、国际热钱;其中,沪港通由于新闻热度高,被赋予港股上涨最主要动因的帽子,与 A 股上涨的动因被认定为是沪股通相呼应。

证券时报记者检验市场数据,发现香港股市表现及其成因与上面的主流看法并不一致,特别是前两点。沪港通、国企改革是 A 股热点,但并非港股热点。

恒生指数能够穿越熊市,回归牛市,打破 6 年箱体整理,靠的是两大武器,一是科技股,二是地产股。科技股炒作浪潮来自美股,地产股炒作浪潮来自香港房地产历史最大的牛市,房价早就超越了 2007 年,这样的楼市怎么不令地产股翩翩起舞?

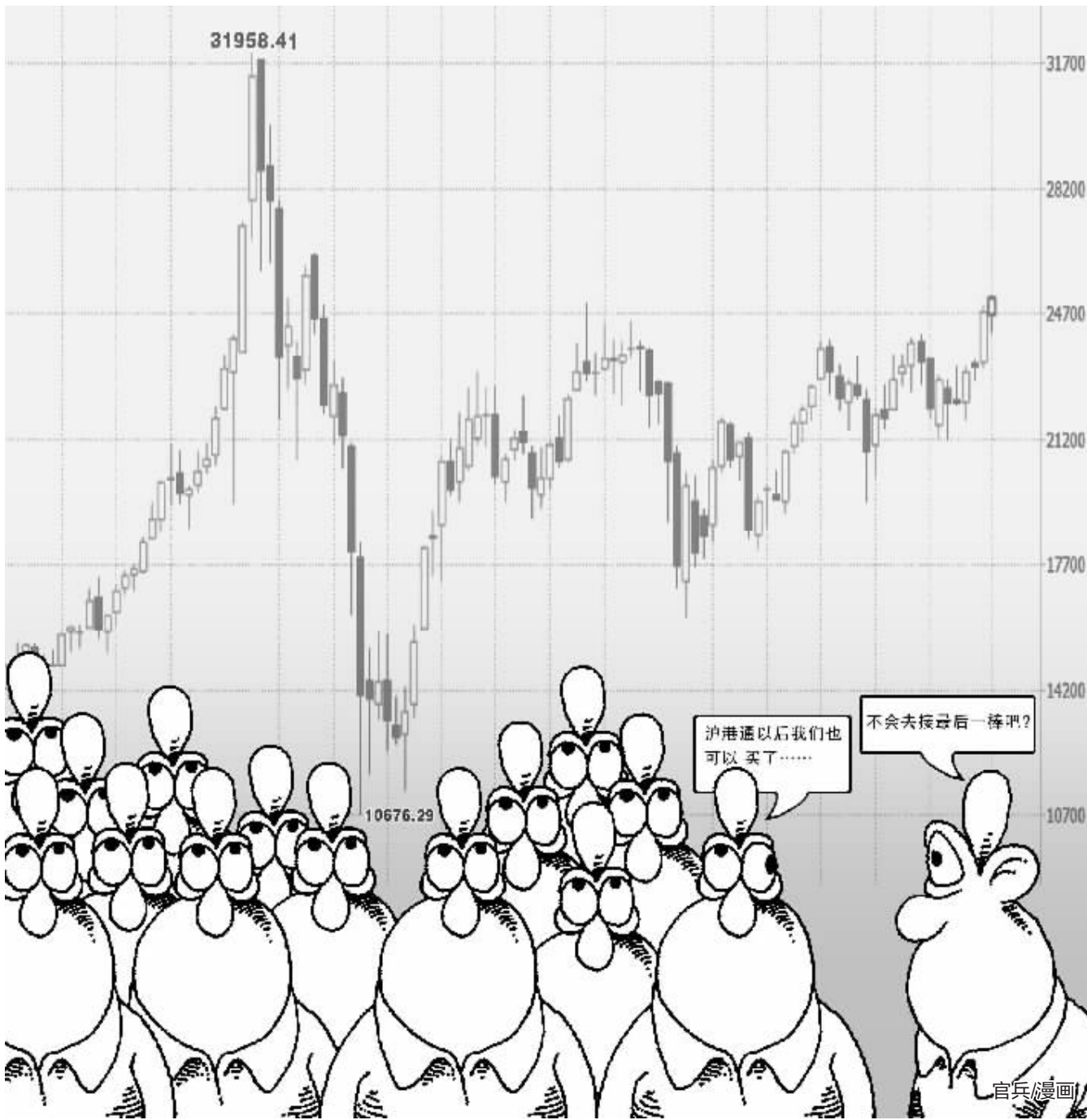
细看牛股

今年以来恒生指数上涨 7.75%,本周上涨 0.63%。恒指是以蜗牛慢爬的形式走出牛市形态的,之前长期保持箱体窄幅震荡,7 月份才有打破箱体的突破之势。

恒生指数有 50 只成分股,从涨幅来论带动力,贡献最出色的前十只股票是香港交易所、中信泰富、信和置业、联想集团、华润电力、长江实业、恒基地产、中国石油股份、腾讯控股、利丰,领头羊香港交易所今年累计上涨 45%,超越恒指涨幅 38 个点;自 2008 年 6 月以来上涨了 53%。中信泰富是上轮牛市结束后跌得最厉害的股票之一,现在相比 6 年前股价仍接近腰斩,但今年上涨 38%对恒指有显著贡献,不过含有中信集团整体上市的催化剂。

从今年恒指成分股中的牛股可以发现,地产股是带动大盘上涨的主要因素之一,远远跑赢大盘的个股里面地产股扎堆,从形态上说,长江实业是典型代表,目前股价 146 元不但处于 6 年来高位,而且 7 月底曾摸高 152 港元创下 6 年来新高,距离 2007 年 10 月的历史最高点 159 港元只有一步之遥,是恒指成分股中距离历史巅峰最近的品种之一,最近 6 年跑赢恒指 40 个百分点。其他地产股如恒基地产、新鸿基地产、信和置业等今年均跑赢大盘 10 个百分点以上。

第二大的人气板块是科技股,联想集团跑赢恒指 26 个百分点,腾讯控股跑赢 16 个百分点;联想最近 6 年跑



赢大盘 110%, 腾讯最为惊人,最近 6 年跑赢恒指 770%。作为权重高达 9.19%的恒指第二大权重股,腾讯是罕见的今年不断刷新历史最高点的权重股,新的股价巅峰就是 8 月份创造的,5 月份实施“拆五”拆股计划后已上涨两成。

至于权重最大的金融股,对恒指没有明显贡献。占恒指 14.22%权重的第一大权重股汇丰控股,今年以来累计上涨 3%,跑输大盘 3.8%,本月也是跌的;其他金融股好些,占恒指权重第四大的友邦保险,跑赢大盘 6%,第五大权重股建设银行跑赢大盘 1%。

可以说,金融股是恒指的稳定器,由于金融股没有发力,所以恒指以蜗行模式走牛,从这个角度看,恒指还有空间——一旦金融股发力,指数涨幅将相当惊人。

热钱袭港

以上观察可见,沪港通概念股基本没出现在恒指涨幅最大贡献名单中,恒指上涨与沪港通没有很大关系。香港市场以紧跟美国市场著称,从外汇到股市,莫不如此。

所以,内地投资者要明白,港股创新高的模板是美股,创新高的道琼斯指数、创 14 年新高的纳斯达克指数,是港股的指路灯,港股市场上的科技股浪潮来自美股,香港的资产泡沫,特别是房地产泡沫,与美国推出 QE (量化宽松)后全球各地涌起的资产泡沫类似,最终这些资产泡沫体现在港股市场上。

沪港通对权重股的影响不显著,但对大市的影响,特别是看多情绪的正面效应还是很明显。正是 4 月 10 日沪港通消息出台的那天,香港主板成交额大增

至 1069 亿港元,当时是半年来最大成交量,之后成交上过千亿港元,但从未超过该数字。

沪港通只是一个契机和话题,真正催化香港市场兴旺的,不在实体经济而在于低成本资金泛滥,大量欧美资金进入香港。为此,香港金融监管部门不断警告风险,因为热钱很不稳定。由于今年前两个季度经济较差的表现,香港特区政府开始调低全年经济增长预期至 2%到 3%的增长。香港经济走下坡路、竞争力下降,资产泡沫却更大,显然热钱是最大功臣。

美国、日本、欧洲等利率接近于零的货币政策未有效改变之前,香港作为国际热钱的来去自由之地,还将继续是热钱的囤积重地,包括股市在内的资产有望继续保持繁荣,但热钱退去的路径难以预测,这也是香港投资圈认为恒指是弱牛市且不知道何时结束、怎样结束的原因所在。

沪港通会给谁带来牛市?

安信证券研究所

沪港通影响几何

A 股的对外开放始于 2003 年开始推行的合格境外机构投资者(QFII)制度,在 2003~2011 年 9 年间发展相对平缓,截至 2011 年年底,2012 年之后,中国资本市场对外开放进程有所加快,QFII 总额度从 216 亿美元提升至目前的 580 亿美元仅用了两年半的时间。人民币合格境外机构投资者(RQFII)开始准入后,目前总额度已达 2576 亿元。监管机构数据显示,2012 年底,QFII 持有 A 股流通市值占比为 1.4%,约为 2522 亿元;按照我们的估算,2013 年和 2014 年中期,包括 QFII 和 RQFII 的海外投资者持有 A 股流通市值占比约为 2.1%和 2.4%,市值规模约为 4000~5000 亿元。

与目前的制度安排和海外资金入市规模相比,“沪港通”某种程度上意味着中国股票市场对外开放进程向前迈进了一大步。按照“沪港通”在试点初期的制度安排,通过“沪股通”A 股单边最大资金流入规模为 3000 亿元,大致相当于 A 股流通市值的 1.5%,与目前 QFII、RQFII 制度下海外资金投资 A 股的规模基本处于一个量级。同时,极限情况下这一过程最快会在 23 个交易日之内完成。当然,这只是理论上的测算,实际情况“沪港通”正式开闸后方可知。2012 年韩国股票市场上海外投资者持有市值约为 2.4 亿元人民币,当年其 GDP(国内生产总值)相当于中国的 15%。单纯从数据对比上,我们倾向于认为“沪港通”开放初期,海外投资者在 A 股市场上的持股比例会出现一轮相对明显的上升。但主要动力并不一定是看好 A 股,而是源于前文所述的全球配置需要。

短期行情正在演绎

如韩国、我国台湾市场经验所示,新兴市场股市开放度提升行为之前市场上涨概率较大,这在很大程度上已是投资界和学术界的一种规律或共识,既然是规律,资本市场就可以完成自我实现,从这一点上看,短期 A 股的走势是可以这一规律来解释的。而作为这一规律的另一面,韩国股市在开放度提升后普遍调整,我国台湾股市开放度提升后的表现也不及开放之前,那么单纯从这一点上看,沪港通开闸之后的 A 股走势较大概率上会弱于开闸之前。

到目前为止,沪港通对于 A 股的短期效应是较为明显的,如果正式开闸后,双边资金流动相对均衡或更有利于 A 股,那么这完全可以成为监管层引导市场预期的一把利刃。

目前“沪港通”制度关于“试点初期”并无明确界定,也很难明确界定。但可以肯定的是,当双边额度均用足后,进一步提高额度的必要性是客观存在的,特别是当监管层作出有效承诺之时会引起市场足够重视。除了提高额度外,另一种可能是“沪港通”模式向其他市场推广,当然这需要资本项目进一步对外开放,不确定性较大。

真正牛市仍需等待

从韩国、我国台湾经验上看,尽管新兴经济体资本市场开放初期外资持股比例明显上升(特别是韩国),但这一过程并不必然带来牛市。特别是考虑到沪港通的资金双向流动机制,我们倾向于认为短期效应过后,海外资金对 A 股趋势的影响将明显减弱甚至可以忽略不计。在此之后,沪港通对 A 股的作用类似于“打开一扇窗”,A 股和全球股市的一致性会得到增强,但是否会有风吹进来,主要取决于全球资金流动和中国经济的系统性因素,作用上类似于对内在趋势的强化。这意味着我们需要提高全球经济表现和资金流动因素在投资决策中的权重。

与 2003~2007 年的牛市相比,2009 年以来全球资本市场行情修复性质更强。其中,美国市场才是主要风口,新兴经济体普遍位于第二梯队,其次是欧洲市场,而中国股市的超低速表现显然与自身因素关系更大。随着美国量化宽松的结束,我们需要等待的是新兴市场重新成为全球资金的风口,以及中国经济的确定性回升。

市场风格如何变化

对于“沪港通”对 A 股结构和风格的影响,市场已经讨论的非常充分了。在此,我们从香港和 A 股投资者结构差异这一最为直观的角度上,再来简单讨论。

与内地证券市场相比,香港市场是以机构投资者和海外投资者为主导的。根据港交所的统计,2012 年 10 月~2013 年 9 月期间,机构投资者(外地、本地)成交额占全部成交额的比重高达 61%,外地投资者(机构、个人)成交额占全部成交额的比重达 46%,其中排名前三的美国、欧洲和中国内地合计比重达 36%。

反观国内市场,上海证券交易所 2012 年成交额中有 81%来自于自然人,专业机构和一般法人占比分别只有 17%(其中投资基金占比 8%)和 2%。尽管自然人流通市值持股占比只有 20%,但依然是市场最活跃的投资者。

另一方面,2012 年 QFII 持有 A 股流通市值占比只有 1.4%,按照相同换手率估算,在上交所成交额中的比重大约只有 1.5%左右。从这个角度看,我们可以选取 A 股 QFII 投资者来近似代替通过沪港通流入的海外资金进行分析。

研究发现,A 股 QFII 更偏向指数化投资。众所周知,QFII 股票投资既有指数化投资也有主动化管理。从统计数据上看,QFII 一季度重仓股行业分布与我们选取的新华富时 A50 的相似度高于全部 A 股,突出表现在对于银行、食品饮料以及中小板、创业板的配置权重方面,这反映出 QFII 和 A 股整体资金相比指数化投资倾向更高,并会造成 QFII 股票配置的大市值倾向。主动管理方面,相对于新华富时 A50,QFII 明显超配家电、建材、汽车等低估值品种,明显低配非银金融、房地产、采掘。虽然 QFII 对于医药、电子以及中小板的配置权重高于 A50,但与全市场权重相比偏好并不明显。

大股票更受益

沪股通的交易标的包括上证 180、上证 380 成分 A 股和沪市含 H 股的 A 股(被风险警示的除外)。目前 A 股市场成交最活跃的 ETF 追踪的是上证 50 指数,其成分股行业分布与新华富时 A50 较为类似,相对于全部 A 股口径,银行、非银金融、食品饮料的权重很高,计算机、电子、医药等高估值成长性行业权重偏低。

另外一个事实是,沪港通显然与中小板、创业板没有直接关系,这会进一步加大流入资金的大市值倾向。这是我们从指数化投资角度得出的沪港通开闸后海外资金对 A 股结构和风格相对确定的影响,7 月 20 日以来的市场表现似乎与之有所出入。需要强调的是,关于沪港通开放后的外资行业配置分析是相对的概念,实际收益情况则需要结合其他方面因素综合考虑。

■ 高兴就说 | Luo Feng's Column |

A 股为何难以效仿港股崛起



高兴

沪港通话题下连接的上海、香港两个市场,大盘的显著差异让投资者一目了然;恒生指数创了 6 年新高,离历史最高点尚有两成距离;上证指数还要涨 170%才能抵达历史最高点。

上证指数本周创下年内新高 2248 点,最近三个月涨约 10%,让投资者们初见牛市的气息。但从整体上看,别说相对 6124 点的历史高点,即便是之前多次反弹的诸如 3478 点之类也离之甚远,甚至连去年高点 2444 点都迟迟未能突破。

而香港市场,恒生指数已经突破了箱体的所有阻力位。对于本周创出 6 年来新高的恒生指数来说,这一刻与其说让香港市场的多头兴奋,不如说感到高处不胜寒的寂寥;前方几乎已无阻力位,再往前走,下一阻力位只能是 2007 年的历史最高点 31958 点。勉强能作为下一阻力位的,是 2008 年 5 月的 26387 点,但对于熟悉市场的人来说都清楚,这是指数从 30000 点高空落下来后的一次抵抗性小反弹,这种下跌中继,既不形成阻力位,亦非支撑位。

在 A 股市场将沪股通视为对沪市权重蓝筹股的利好,对 A 股资金面的利好,希望借此将香港市场传说中的源源不绝、等待已久的热钱注入 A 股市场时,香港市场也对沪股通寄予厚望,在翘首盼望内地资金将大盘打到更高位置。这就是投资圈所说的相互盼望对方市场充当“解放军”的故事。

国内很多机构相信沪股通对外的吸引力,估值折扣已经彰显出这一点。相比之下,出海炒港股的时机也许没那么好,恒指的走势往好处说是处于弱牛市,

往坏处说是不知道何时撑不住。A 股上证指数处于历史低位,恒生指数处于历史次高位,2007 年下半年出海的合格境外机构投资者(QDII)在香港市场第一年即全军覆没的场景历历在目。

这样的比较下,港股总有点让内地投资者的情绪得到提振:A 股能像港股一样创出 6 年来新高吗?或者说,为什么 A 股没这么强劲,金融危机始发地的美股创新高了,跟风险的亚洲金融中心香港也走牛了,作为金融危机后日子最好过的大国,A 股为啥连半山腰都没爬到?

抛开热钱难测的退路不说,港股比 A 股好运作,年度的箱体震荡,恒指已经多次到过 24000 点一线,多个“W”形态下,2008 年大熊市的套牢盘消化殆尽,也没有非常丰厚的获利盘。从这个角度看,上证指数在 3000 点上方的重重套牢盘,在目前的场内资金格局下,是无法消化的。

那么,为何场外资入市那么迟缓?这段时间资金面略微宽松,股市也出现了小阳春,毕竟和香港的形势还是不能比。美国量化宽松政策之下,发达国家已

经维持超低利率数年,泛滥的国际资金到处寻找高回报的机会,很多资金经常逗留在香港。资产洼地并非投资的唯一理由,港股估值比美股低,A 股估值比港股更低,低的原因本身就含有资金流动的因素,要是热钱在内地进出便利,也不会有明显的洼地了。沪港通是打开资本管制的一个窗口,只是一个开始,要吸引过国际资金投资是一个渐进的过程,市场熟悉度和退出的便利度更重要。目前,全球估值最便宜的俄罗斯股市,其实绝大部分热钱死都不去,对吧?另一个角度来说,寄望于热钱造市,类似空中楼阁,又似海市蜃楼。香港当局惧怕崩盘,不断提醒市场风险,我们的分析师和监管层也能多注意点吗?

国内是不缺资金的,但资金成本高企,股市赚钱效应不明显,一二级市场游戏规则扭曲,很多资金不进股市也可以理解。A 股自身若好,仅靠吸引国人投资,也足够辉煌(比如并无太多外来资金入市的 2007 年)。如若还被认为是抽血市,便只能怪韭菜不够多,韭菜长得慢。