

申万宏源研究所首席策略分析师王胜：

A股白马股估值合理 南下资金已影响港股

证券时报记者 阮润生

互联互通机制开通后，今年 A 股蓝筹股估值大幅修复，格力电器、美的集团、海康威视等优质白马股获北上资金重仓持有，外资发掘价值股能力逐步彰显。申万宏源研究所副总经理、首席策略分析师王胜在接受证券时报记者专访时表示，外资作为最重要的边际交易者，正在逐渐进入 A 股市场，进而引发市场投资理念、偏好行为逐渐变化，使得 A 股市场更加成熟化和全球化。随着投资者结构优化，A 股正在美股化，而非港股化。虽然经历了一波调整，目前大部分白马股仍处在一个合理的估值区间上。

白马股调整符合预期

在 3 月 21 日的策略报告中，王胜提出，海外资金正成为 A 股最为重要的边际交易者，以消费龙头为代表的价值成长股票将长期走牛。他说，未来一段时间，除了消费品之外，还有体现 A 股美股化的各行业龙头，也值得重点关注。

但是再好的东西也有调整的时候，王胜在 7 月 3 日发布的策略研报中，总结了 A 股上半年创下历史新高 的公司特点，同时提示了由于微观结构拥挤，白马股有震荡补跌的可能。申万宏源研究显示，从交易情况来看，截至 6 月 30 日，白马股组合的成交量和成交额分别达到了市场的

3.1%和 7.8%，创下了 2011 年以来的新高；而且占比从 2 月以来已经连续提升 4 个月，多头交易拥挤，估值也接近历史高位，继续上行或有一定压力。另外，当时机构对白马组合配置水平也接近了历史最高水平，筹码压力较大。

数据显示，6 月底北上资金大幅波动，沪股通、深股通净买入和净卖出交替出现，甚至在 7 月 4 日沪股通、深股通同步“变脸”净卖出，并在 7 月 6 日创下三季度来最高净卖出规模（截至 8 月 31 日）。王胜表示，当时申万宏源量化体系显示，家电等一些白马股已经出现了拥挤交易的情况。基本面上，房地产的销售数据下行，对相关白马的基本面预期产生了一些短期的冲击，所以当时必然会有一波比较明显的调整。

不过，目前大部分白马股还是处在一个合理的估值区间上。如果用 A 股的“漂亮 50”和全球相关行业的龙头公司去比，静态 PE 并未贵到无法接受的状态，目前，万科等房地产股票已重拾升势。

内资正在影响港股

综合海通证券、申万宏源等统计显示，当前港股市场机构投资者占比高达 45.9%，个人投资者 7.6%，而 A 股个人投资者约占 40%，专业机构投资者占比约 16%。在港股市场，机构投资者重

仓金融、能源股，而 A 股公募基金在蓝筹股持仓比重也在上升。

在王胜看来，今年市场在演绎“A 股美股化”，重要特征就是优质蓝筹股频获溢价。

在香港市场，容易产生信息不对称的现象，进而导致中小市值研究不足的股票，估值会严重折价，这也是港股市场有不少“仙股”的原因。A 股显然是一个以本土投资者为主导的市场，所以在风险偏好向上的阶段，A 股市场上一些创新类公司仍将具备高估值，A 股可能还会反过来影响到港股的估值结构。南下资金的持续流入，令整个香港市场处在一个逐渐向上的牛市趋势中，随着内地投资者占比不断提升，港股市场将会逐渐修复信息不对称所引发的估值折价问题。

Wind 统计显示，自互联互通机制开通运行以来，南下资金通过港股通持续流入，累计净买入额已经超过 5000 亿港元，超过同期北上资金净买入 A 股规模。2014 年，南下资金持股最高比例不到 5%，截至 2017 年 8 月 31 日，港股通持有德普科技、神州控股、白云山比例已经超过 30%，而这些内资在改变着当地投资生态。

今年 3 月份，美国公司、周黑鸭等内地公司纳入港股通标的后，旋即成为南下资金活跃成交个股，内资持续净流入背景下，股价一路走强。6 月香港“仙股”集体暴跌期间，港股通曾逆势增持超过 10 只股价



申万宏源研究所副总经理、首席策略分析师王胜

低于 1 港元的个股，后期这些公司股价出现了不同程度反弹。内资甚至展示出逼空力量，在中国宏桥等遭国际机构沽空后，南下资金甚至一度逆势净买入。如果香港本地资金能够逼空外资的话，为什么是发生在现在而不是以前呢？”王胜表示，这是一个渐进的过程，沪港通及深港通开通之后，内地资金不断蓄

外资作为最重要的边际交易者，正在逐渐进入 A 股市场，进而引发市场投资理念、偏好行为逐渐变化，使得 A 股市场更加成熟化和全球化。随着投资者结构优化，A 股正在美股化，而非港股化。

势，对香港市场影响逐步显现。

2014 年在点评互联互通机制开通时，王胜指出其短期影响被高估，长期影响被低估。虽然互通资金成交额占比暂时还较低，但资金是逐步流入，也意味着港股的牛市没有终结。当然，这中间会有震荡，从大局局来看，内地资金不断向港股市场渗透，一定会影响当地投资风格。

疯狂和田玉 淡季掀波澜

孔伟

和田玉市场最近发生了三件大事，第一件就是玉龙喀什河被再度禁止挖沙(挖沙为名，挖玉为实)，和田玉籽料的新料产出几乎趋近于零，市场籽料供给全靠以前的老料支撑；第二件就是在供给骤减的情况下，和田玉籽料原石或成品的成交价格屡屡创出新高，竟 5 万”、某富豪花 1.3 亿元买走一件玉雕作品的江湖传说在玉界不脛而走；第三件就是在有玉都之称的河南南阳石佛寺玉石市场，最近频繁出现一些神秘买家，不是像大多数人那样一件一件地砍价一件一件地交易，而是在看中之后整摊扫货，席卷而去，那光景，就跟在菜市场买大白菜差不多。

这两天网上又爆出一条新闻：苏州一个名家工作室花 2 万元购进的一块原石经过挖脏、去绺、雕刻、打磨之后，最终以 18 万元卖了出去，不算雕刻、抛光的费用以及采购原石的车马费，也妥妥地吃了一个“跌停板”。照此看来和田玉市场的风险似乎并不比股市小。

这事也反衬出另外一个事实，那就是人们常说的，玉石贵过玉器，

面粉贵过面包”。

其实这并不难理解。因为首先涨价的就是籽料原石，并且是从原产地率先涨起来的，然后逐渐传导开来，苏州、上海、北京、河南南阳石佛寺等地的玉价也随之拔地而起，涨幅之大令人瞠目。而雕件市场的响应似乎并不积极，或者说价格的传导机制在这里遇到了明显的阻滞，虽然在原石价格上涨的带动下也有所反应，但用一位资深业内人士的话说，涨幅不及原石的“两成”。

这主要有两个原因。第一个就是近段时间正值和田玉销售的淡季，尤其雕件的销售并不畅旺，第二个就是目前市场上玉器的迭代速度明显加快，雕刻师尤其是新一代玉雕师在题材的创新上创意无穷，传统老题材的受众大为减少，拥有这些玉件的玉商情急中巴不得早点出货，尽快实现更新换代。在这样的市场格局下，不少主打成品的玉商有点微利就跑，甚至保本、微亏也抛，价格还能涨到哪里去？

而原石就是另一番光景了：可塑性强，想雕啥雕啥，至少在雕刻之前无题材过时之虞；更重要

的是，当人们发现了原石的这一“长处”之后，喜欢原石的人越来越多，其中不乏实力雄厚的大买家，面粉贵过面包”也就不奇怪了。

当然也有人趁雕件“面包”便宜的时候套金。在石佛寺玉器市场前来扫货的老板包摊的对象不少就是雕件摊。原石涨了这么多，雕件就明显成了价值洼地。玉石市场跟股市也有相似之处，被严重低估的“雕件股”肯定会有补涨甚至大幅补涨的机会”。这是一位玉友的见解，也正是大戶有包成品牌的主要原因。

本轮和田玉籽料的疯狂涨势中，枣红皮、秋梨皮等最受青睐的皮色料的价格完全可以用“一飞冲天”来形容，而光白籽没有皮色的白玉籽料涨幅则远远落后于皮色料。

近年来，籽料漂亮的皮色越来越受到人们喜爱，雕刻师也完全可以利用它们进行巧雕，创作出令人赏心悦目的作品。事实上，虽然同为籽料，但拥有靓丽皮色者其实并不多见，物以稀为贵，价格高企也就不难理解了。

光白籽的走势落伍，不仅仅是因为没有漂亮皮色的缘故，更重要的还在于近年来籽料造假技术的突飞猛进，不仅外形造得更像真籽料，就连毛孔也可以



人家都包摊了，你怎么地也得买上一两件吧？

孔伟/摄

用激光打出比原先的喷砂工艺造出的毛孔更加逼真。虽然造假的籽料不少，造假的皮色也多，但要造假籽料和假皮色完美地结合在一起还是有相当难度的。在人们的防范心理下，大家宁愿高价购买带皮色的真籽料，而逐渐疏远了有可能是滚成卵石状、激光打出毛孔的假光白籽。市场有此取舍，真正的光白籽也就受连累成了“滞涨股”。

实际上，就算是造得再逼真的光白籽，跟真正在河水里冲刷千百万年形成的籽料还是有区别的。一位老玉商告诉我，他正好趁此机会收一些不错的光白籽：籽料的皮色实际上是一种矿物浸染或者说污染，光白籽因为玉质致密而没有受到这种污染，油润度、老熟度也相当不错，你说值不值得收藏？”

请用良心造好房

证券时报记者 朱凯

9 月 14 日，地产 Y 教授”公众号发表的《一个地产高管的良心吐槽：住宅质量正在全面倒退！》文章称，品牌地产商开发的地产项目，可能品质会更差，而不是更好。在上海，我们确实也看到了这种“令人痛心”的现象，家住上海仁恒森兰雅苑的曹先生对此深有感触。

“用心造好房”——自上世纪 90 年代开发仁恒滨江园（位于陆家嘴）开始，在上海房地产市场，仁恒置地集团几乎是高品质住宅的代名词。公司是这样宣传的，市场上置业

者们也是这么认为的。于是，曹先生与他两位好友前几年一起在仁恒森兰雅苑各买了一套住宅，但在入住后，他和朋友都受到了各种质量问题的困扰。

交房时，曹先生等人发现“可视对讲系统”的主机是坏的，通知物业管理处来维修，结果等了 7 个月，仁恒才把新主机换上。安装的时候，维修师傅发现安装槽开得太大了，主机没法固定，于是临时找来两块 2 厘米左右宽的木条敷衍着固定住了。装宽带时，业主又发现多媒体机箱设计得太小了，宽带路由根本没办法放进去，只能塞进去一半。路

由器装了后，发现没信号，检测下来竟是光纤断了，换光纤又费了半天的劲，因为管子塞了太多的线，管子生锈了，扯线时，维修师傅说“连吃奶的劲也使出来了”……种种住宅设计上的硬伤，让业主苦不堪言，仁恒方面没有积极处理，很多情况下业主自己想办法。总之，质量问题经常性地发生，令人为不胜防，哪里还有舒适的感觉！现在，曹先生觉得“用心造好房”这句话就是个讽刺。

今年 1 月份，仁恒森兰雅苑小区兰谷路东熙路路口四角，业主们拉上拒绝仁恒恶意涨价“维护广大业主利益”的抗议横幅，持续了月余，这是

一次规模比较大的业主组团对抗仁恒的行为。事情的起因是，仁恒在没跟业主沟通的情况下，突然发出通知，欲将车位月租金上调 2.6 倍”。业主们认为，仁恒此举真正用意是推动车位的销售，其实销售车位也正常，但仁恒给车位的定价远超市场价 30 万，这个定价业主不能接受。仁恒为什么急着出售车位？据了解，去年房地产调控后，仁恒几乎停盘惜售，而他们是新加坡的上市公司，惜售行为可能导致业绩不好看，因此，公司欲以车位销售来弥补业绩。

这种随意提高车位销售价格及租金的行为，引起了上海市政

府的关注。7 月 21 日，上海市出台专门通知，明确要求开发商在房屋销售时就要明确车位的售价，并向主管部门备案。客观地看，我们不能说仁恒是随意提价的始作俑者，但这样的做法显然有悖于其标榜“我们的价值取向不在于一时得失”。

仁恒在上海的第一个楼盘确实是高质量的，赢得了市场好评，同地段的房子，也卖得比别人贵，可谓名利双收。像仁恒这样的开发商建造的房子都有如此多质量问题，是不是我们的住宅质量正在全面倒退？唉，让人忧心的住房质量。

风险、选择与理性

包不同

丹尼尔·卡尼曼是一位心理学家，因为把心理学运用到预期分析中而获得了 2002 年诺贝尔经济学奖。他认为，在面对风险的时候，我们不是理性的经济人。

例如，下面有两个选项：a、抛硬币决定，如果正面，你将得到 100 美元；如果是背面，你就什么都得不到。b、肯定得到 46 美元。大多数人会选择 b 而不是 a，包括我自己都会这么选。那么，这个选择是不理性的吗？理性告诉我，这道题再让我选 1 万次，我也会选 b 而不是选 a。

但是，你把题目修改一下：a、抛硬币决定，如果正面，你将得到 100 美元；如果是背面，你就什么都得不到。重复选 1 万次。b、肯定得到 46 美元。重复选 1 万次。那我肯定是选 a 而不是选 b，再让我选 1 万次，也是这么选。

这两道题的区别在哪里？我把题目再变一变：a、抛硬币决定，如果正面，你的资产将增长 100%；如果是背面，你就什么都得不到。b、你的资产肯定增长 46%。现在清楚了，无论是理性的“慢思考”还是感性的“快思考”，答案都是选 b，按照复利方式计算，a 的收益期望只有 41.42%。

在这三道选择题当中，第二道题是单利问题，第三道题是复利问题，都很容易回答。第一道题呢？没有说，这就是漏掉的细节。

可以把这个选择题想象成一个游戏，不管我们有多少实际资产，在参与这个游戏的时候，扮演的是一个身无分文的乞丐角色，而机会只有一次……或者，也可以把这个数字想象得大一些：一个工薪族，突然天降鸿运，有机会得到一笔巨款：a、抛硬币决定，如果正面，你将得到 1 亿美元；如果是背面，你就什么都得不到。b、肯定得到 4600 万美元。你会如何选择？显而易见，这里隐含的条件是复利问题，理性的选择就是 b。从复利角度很容易解释，为什么人类对亏损的厌恶要远大于对盈余的偏好，假如你亏损 50%之后又盈利了 50%，那么你的资产只有原先的 75%。

如果采用真实世界中的案例，就可以看得更加清楚：一位贸易商将 5 万吨铜从智利船运到中国，假设沉船的风险是万分之五，购买保险的费用是万分之八。如何选择？任何一个有理性的贸易商都会选择购买保险。对于贸易商的经营来说，这是一个复利问题；对于承保的保险公司来说，这是一个单利问题。所以双方的合作才成为可能。

卡尼曼还从另外的角度比较人类的 风险偏好：问题 1：肯定会得到 900 美元，还是有 90%的可能得到 1000 美元，10%的可能一无所获，如何选择？问题 2：肯定会损失 900 美元，还是有 90%的可能损失 1000 美元，10%的可能避免损失，如何选择？大多数人在问题 1 中选择确定的前者，而在问题 2 的选择中选择不确定后者。这有什么差异吗？正如先前的分析：在回答问题 1 时，我们会假定自己是一个身无分文的乞丐，而问题 2 则有所不同——我们已经拥有了 1000 美元。要看清楚这两个游戏的差别，我们可以把数字放大 1 万倍。

俗话说，由简入奢易，由奢入俭难。想象一下：一名千万富翁，财富缩水 90%，豪宅被拍卖，搬到一个较差的寓所，这跟损失 100%有多大差别？在这种时候，铤而走险地搏一下就是合乎理性的。卡尼曼挑选的这个问题是具有误导性的，如果他问：问题 3，肯定会损失 500 美元；或者有 50%的可能性损失 1000 美元，50%的可能性避免损失，如何选择？从复利角度考虑，我还是会选择确定损失的前者，我也相信大多数人的选择会跟我一样。

这个例子告诉我们，在投资中，要避免将自己置于必须孤注一掷的那种境地，才能从容地做出数学概率上有利于自己的选择。极端一些，我们设身处地地来想一想致使巴林银行倒闭的“魔鬼交易员”尼克·里森所面对的困境：确定损失 1 亿美元，或者有 80%的可能性损失 2 亿美元，有 20%的可能性挽回损失。如何选择？无论损失 1 亿美元还是 2 亿美元，对尼克·里森来说都是没区别的，结果一定是锒铛入狱，如果能避免损失，他就能继续保住他的工作。这样一来，上述选择就变成：确定锒铛入狱，或者有 80%的可能性锒铛入狱，有 20%的可能性保住工作。如何选择？

答案显而易见！尼克·里森案件有助于我们理解，政府为什么常常会做出看似非理性的选择——政府官员也是理性人，由于责、权、利不对等，他们就会理性地做出对他们所管理的国家来说是非理性的选择。巴林银行犯了错误会倒闭，尼克·里森也没有机会再搞垮其他银行。

卡尼曼试图证明，在面对不确定的风险时，人类是不理性的。但是，他通过对不确定性中的细节分析发现，人类的理性比他想象的要强大，而政府的理性十分可疑。虽然他获得了诺贝尔经济学奖，但我还是要说：一个不懂投资的心理学者不会成为一个好的经济学家。

本版作者声明：在本人所知情的范围内，本人所属机构以及财产上的利害关系人与本人所评价的证券没有利害关系。