



【明远之道】

当一个社会逐渐成熟，其继续发展的潜力会变小。一旦经济有风吹草动，受到影响的概率就会增加。



【明眼看市】

自从2009年8月以来，市场再没出现过典型意义上的风格转换，主流一直在成长股上。



【明言至理】

对于拿捏不准黄金市场的“中国大妈”来说，多看少动不失为上策。



【一缕清辉】

监管层对人民币的调控将更为谨慎，一方面减少对人民币的干预。另一方面又需要防止失灵。

从基本面和两地比较观察香港市场

陈嘉禾

与内地A股不同，香港股票市场以机构投资者为主，更看重基本面分析。这里，我们从基本面和两地比较角度，试图在香港股票市场找到一些研究结论。

估值很低：目前，港股估值已经达到其历史最低水平。Wind资讯的数据显示，当前恒生指数的PE估值为9倍，恒生国企指数则为7.2倍。

尽管从历史上看，港股的估值水平在最低水平附近常常能维持较长的时间，但这不妨碍其成为一个优秀的买点。而且，我们发现，在一个市场低估、高估的时候，试图寻找可能导致估值回归的催化剂，是一件非常艰难的事情。

曾经在华尔街流行的一个笑话说明这种情况。问：请问1979年市场7倍PE的时候，价值投资者都在做什么？答：他们10倍的时候就满仓了，正在和投资者解释为什么亏了30%。

香港经济的问题有多严重？在投资一个市场之前，我们必须考虑本地经济

是否可以继续健康发展，还是会持续陷入混乱和衰退。在这个问题上，当前的投资者无疑对香港市场有疑虑。

不过，在抨击香港经济的言论中，我们很少听到讨论正常经济体发展潜力问题的分析。但对一个地区的经济发展来说，经济发展潜力又是重中之重。形象一点说，假设人类社会最高的发展水平就像考试卷子的100分，那么对于一个已经考了80分的学生来说，继续前进是困难的。但对于一个只考了20分的学生来说，一个晚上的补习就可以前进不少。

目前，香港人均GDP占美国人均GDP的水平大约为101%（世界银行购买力平价统计口径），这一点和日本在1989年前后的情况极其相像。反之，内地该指标只有24%。

也就是说，当一个社会逐渐成熟以后，不论在物质和科学技术上，还是在社会组织结构上，都已经达到相对完整的状态，导致这个社会继续发展的潜力会变小。这时候，一旦经济有风吹草动，

这个经济体受到影响的概率就会增加。但是，这种情况下的社会，其实和陷入困境行将崩溃的社会有本质区别。

此外，港股中大量的成分股并非香港本地公司，多来自于发展潜力仍然很大的中国内地、东南亚等地。所以，港股的低估值，仍然是十分可以依赖的。

高分红与股票指数没有反应回报：内地资本市场的投资者，大部分并不太关心分红。但在投资港股时，由于估值的低廉，分红则成为一个不可不考虑的问题。

目前，恒生指数、恒生国企指数的分红都相对较高。因此，在考虑香港市场真实回报时，我们必须加入分红因素，即用全收益指数代替传统的股票指数。在这种计算口径下，我们会发现港股长期的回报率，远高于股票指数所表现出来的情况。

恒生AH股溢价指数10年10次转折：不知道从何时开始，内地资本市场的投资者开始流传“A股一直比H股贵”理论，甚至为其找出许多支持的理

由。但是，当我们仔细看一下数据，就会发现事情并非如此。

过去10年中，恒生AH股溢价指数所显示，A股市场比H股市场估值高的时候有5次，低的时候也有5次。这意味着，对于在两地市场切换的投资者来说，至少从主板指数的层面上，过去10年有10次享受更低市场估值的机会：A股更低则买A股，H股更低则买H股。

AH股同时上市股票细分研究显示，H股定价更合理；如果进行A股和港股对比，我们会面临很多问题，比如两地上市企业资质、行业不同等。但同时在A股和H股上市的公司，则不存在此类问题。

对此批公司来说，在A股的估值显示出市值越小、估值越高的情况，但在H股则并不存在。但市值越高的公司，却体现出净资产收益率更高、股息率更高的特征。由此可以看到，对于同时在两地上市的企业来说，H股的定价更为合理。

分红如何影响AH股溢价：与简单认知的不同，AH股溢价率并不是一个简单的恒定值。在AH股股价均保持不变的情况下，分红率会逐渐使得投资者实际支付成本的溢价变得更高。

让我们来看一个简单模型。假设一家公司的A股股价是15元人民币，港股股价在折算完汇率后，为10元人民币。在这个时候，这家公司的AH股溢价是50%。

假设这家公司每年分红0.75元，同时其AH股股价在未来10年保持不变，都为15元和10元。但10年后，对于A股持有者来说，持有该股的实际成本7.5元，H股为2.5元。这时，很明显，AH股持有的实际成本溢价会从50%变成300%。

如果说50%的溢价是我们容易见到的，那么300%的溢价明显不容易保持。所以，对于长期价值投资者来说，分红会对AH股溢价，投资者的实际回报产生缓慢但巨大的影响，这一点问题不容忽视。

（作者系信达证券首席策略分析师）

谁是市场风格转换的主角？

桂浩明

股票市场的风格转换问题，在沉寂了一段时间以后，时下又受到了很多人的关注。本周地产板块的突然崛起，以及随后金融板块大面积上涨，确实给人一种蓝筹股“王者归来”的印象。于是就有很多人开始说，市场风格要变了，将从中小市值成长股转到大市值的蓝筹股。

提出这个观点并非没有一点道理。以蓝筹股集中的上证50指数为例，今年以来，截至本周三，该指数下跌4.76%。成长股集中的创业板指数，同期则上涨了77.63%。在市场基本企稳的大背景下，蓝筹股有一定的补涨，其实是很自然的。更况，该板块时下也

有一些利好消息，如个人所得税改革将考虑实现房贷利息抵扣，还有国务院部署多点开展金融改革创新试点等等。这些信息对于相关的蓝筹股来说，虽然并不构成直接的当期利好推动，但从长远来说，作用还是很积极的。时下，蓝筹股的估值普遍还比较低，其股价如果能够与国内生产总值(GDP)保持同步的话，那么年内上涨6%至7%也并不为过，所以蓝筹股目前的行情，应该说还有一定的演绎空间。

但是，这并不意味着市场风格将会转换，蓝筹股将取代成长股成为后市行情的主流。这是因为现在沪深股市的蓝筹股，基本上分布于传统行业，并不处于发展的最佳时期，有的甚至在走下坡路。以这几天较为活跃的地

产板块而言，时下境内除了北上广深等少数几个一线城市以外，大多数城市都面临供大于求的问题，因此高层提出了房地产“去库存”的要求。即便贷款利息可以抵扣所得税（这其实是国际惯例），也未必能够释放多少购买力。对于一个急需去库存的行业来说，很难想象在短期内会有很大的业绩提升机会，因此地产板块由于超跌，现在有一定的上涨是自然的，但不能指望其持续飙升，成为行情的龙头。

金融板块同样如此，现在估值不高，但银行股面临的最大问题是受日益严重的坏账拖累，以至被拨备等侵蚀利润；券商股则由于运行环境发生变化，很难再取得像今年上半年这样的业绩。毫无疑问，在股价不变的情况下，它们

现在的低估值，在以后就不一定还能够保持。也因为这样，无论是银行还是券商，其上涨行情往往是脉冲式的，并不具有持续性。既然如此，怎么可能在风格转换中去扮演好主角呢？

一年前，在央行刚开始降息之际，蓝筹股也有过一波行情，当时就有不少人认为是市场风格转换了。这波行情持续到今年的一季度结束，随后市场又成了成长股的天下，后来在“救市”行情中蓝筹股还有过一段表现，但之后仍然让位于成长股。这里主要的原因在于国家正大力发展新兴产业，推动产业结构的调整和增长方式的改变，这就需要培育一大批创新类的成长型企业。在中小板和创业板中，又集聚了比较多的此类企业，因此这些板

块就成为了市场的主流，吸引了大量资金。也因为这样，现在深市的成交金额一直比沪市要大，即便是在蓝筹股大涨的本周三，情况也还是这样。这就表明，所谓的市场风格转换，在现在并不现实。其实回顾一下这几年来的行情就可以知道，自从2009年8月以来，就再也没有出现过典型意义上的风格转换，市场主流一直是在成长股上。

当然，现在的确也有些绩差股，混迹于成长股的队伍，并且被大肆炒作，结果败坏了成长股的声誉。投资者对这类股票是需要作出鉴别，应该坚持投资真正的成长股。而对于蓝筹股，则更多还是从超跌反弹的角度来认识其上涨行情，慎言风格转换为好。

（作者系申万宏源证券首席分析师）

抢不抢黄金？“中国大妈”先听耶伦怎么说

吕锦明

日前，一则有关“东北大妈花350万一次购买26.7斤黄金”的消息被各大媒体炒得沸沸扬扬，成为大家茶余饭后的谈资，惹来不少议论和关注。交易数据显示，近期国际金价呈现持续下跌的态势，这或许又令那些曾经几番被套的“中国大妈”们有了出手“抄底”的冲动。

中国大妈此时该不该出手去抢金？且慢！还是得听听美国的“耶伦大妈”怎么说。

本周，作为美联储主席的耶伦会

分别在全美高校美联储挑战赛上致欢迎词以及在华盛顿经济俱乐部发表讲话。市场分析认为，耶伦一周之内两度发表讲话，很可能将揭晓未来一段时间美联储货币政策的方向，而市场关注度重点在于后面这次讲话。

众所周知，美联储的利率政策将左右美元以及以美元计价的国际金价的走势，因此，耶伦讲话透露出来的美联储加息幅度、频率等信息，对国际金价的走势有重要的启示作用。另外，美联储理事布雷纳德以及美联储票委洛克哈特、威廉姆斯也都在近期发表了公开言论，他们的讲话也都支撑美联

储在12月加息。这些讲话，都是值得手痒的“中国大妈”们密切留意。

与“讲话”相辅相成的，是美国最新发布的11月就业数据。分析普遍预期，若这一数据优于市场预期，则即将于美国当地时间本周五发布的非农数据向好的可能性极大。这也是左右美联储加息时间和步伐的关键因素。

从交易数据看，截至2日收盘，纽约期金以每盎司1053.8美元收市，跌9.7美元，跌至近六年来低位。从技术走势看，现货黄金日线图显示，虽然目前金价交投在5日均线和10日均线之间，MACD指标动能柱翻红、双线低

位金叉、KDJ金叉向上，但指标的利多因素仍显得极为弱势。市场分析指出，本周三美国公布的就业数据非常亮丽，预示非农数据也不错。耶伦发表加息言论提振美元再度上攻，目前ETF基金大幅减仓，短线依旧看空金价。

回顾2013年上半年出现的一波抢金潮，令“中国大妈”损失不小。当时，随着黄金机构投资者头寸的萎缩和美、日股市的轮番上涨，国际黄金价格创出4年来最长连跌纪录，基本回到了当年4月份首次探底附近，因此，在4月中至5月初疯狂抢金的“中国大妈”遭受不小的亏损。另外，“中国

大妈”多数是从珠宝店购金，而珠宝店通常会在黄金成本价加上一定的手工费和铺租再标价出售，因此她们的亏损幅度可能更大。

既然有前车之鉴，再加上目前国际投资环境复杂多变，对于拿捏不准市场行情的“中国大妈”来说，多看少动不失为上策。前文提及“东北大妈”，和近两年抢金的“中国大妈”不一样。有报道称，其揽金行为理性、并有很强的规划性，连续七年的大手笔投入。这有点类似于基金“定投”，是一种稳健的投资方法，这一点值得借鉴。

（作者系证券时报记者）

人民币加入SDR后的挑战和机遇

宋清辉

国际货币基金组织(IMF)宣布人民币入篮SDR，其实没有必要过度兴奋。既然2016年10月份才能正式入篮，这近十个月的时间依然存在变数。

当然，成为国际货币后的人民币将在使用方面得到更多便利，我国政府对此也非常重视。

需要注意的是，人民币加入SDR货币篮子，并不意味着我国经济能出现翻天覆地的变化。这就好比我国加入WTO前夕分成两派的人们：一派认为开放后，中国的商品更容易走出去，对外贸易将有质的飞跃；另一派认为开放后，外来商品将挤压国内商品的生存空间，打压中国经济的发展。如今十几年过去，对经济增长而言，我国进出口贸易可能也谈不上有卓越贡

献，但对进出口行业而言的确产生了不少便利。

人民币加入SDR以后也是一样，我们会像加入WTO一样得到更高的国际地位，人民币在正式入篮后将获得国际市场的认可，国际市场也必须接受人民币。如果一切正常，人民币将从2016年10月起成为国际货币，承担贸易计价货币和结算货币、金融交易和投资货币、国际储备货币等重任。如此一来，人民币在世界市场上的地位到了新的高度。

但批准加入SDR也好，被拒绝也好，人民币都会沿着国际化的进程走下去，在经济规律、市场规律中依照规则升值或者贬值。只不过在新的高度上，人民币的发展必然会被多方高度重视，也会有更多的做空势力所盯住，因此不要指望这件“喜事”会带动股市、楼市的持续大涨。

人民币作为首个加入SDR的新

也是正常情况，不必对其过度解读。重要的是，监管层对人民币的调控将更为谨慎，一方面要减少对人民币的干预。另一方面又需要防止失灵。

和加入WTO一样，人民币加入SDR对中国经济带来的利好也是一个渐进的过程。虽然我们感觉不到加入WTO后带来的变化，但和十几年前相比，我们在寻常商铺里都能购买到来自世界各地、千奇百怪的商品。加入SDR也是如此，我们也不可能在短期内看到其为中国经济带来的利好，因此不要指望这件“喜事”会带动股市、楼市的持续大涨。

人民币作为首个加入SDR的新

投资者对中国市场的投资兴趣，资金流入也会对中国经济增长起到积极作用。这也有利于实现A股的一个梦想，即能否被纳入MSCI新兴市场指数，以继续扩大中国在金融市场的影响力。

人民币加入SDR对我国经济有好处，对全球经济亦是如此。从全球经济的变化来看，美国在退出量化宽松政策后让市场产生了心理恐惧。2015年12月份加息的可能性也导致新兴市场颇为关注；欧洲方面，政局不稳导致经济发展面临更大的不确定性，而欧元区推出随着逾万亿规模量化宽松，汇率表现一直不佳；除此之外还有日元，该货币同样出现大幅、持续性贬值情况。SDR中的货币相继贬值的直接后果是使相关国家外汇储备缩水，在这个关键时间段上人民币的加入，有助于维护国际金融市场的稳定，也

能够让IMF继续发挥作用。

就银行业而言，人民币成为国际货币之后，在我国金融市场不断开放、汇率环境复杂、利率市场化的背景下，商业银行将面临一系列新的挑战和机遇。银行业必须拓展新的业务模式、渠道，向境内外客户提供更为优质的服务，应对各种困难。不排除会有银行在此期间破产。此前人们热议的存款保险制度便会展现出其作用，这也足以体现我国决策层早已做好的层层准备工作。

对于我国居民而言，人民币作为国际货币后，结算区域在不断扩大，未来居民境外消费可以直接使用人民币。对从事跨国贸易的企业而言，人民币结算能够帮助它们规避汇率波动的风险，减免外汇汇兑手续费从而降低成本，为企业提供更多利润。

（作者系知名经济学家）