

“沪港通”作用在长远

□中国人保资产管理公司 蔡红标

现在,沪港通向成为资本市场的关注热点。不少市场人士将沪港通作为下半年股市行情的最大支持,以至于现今股市活力大增,更有人果断喊出牛市到来的口号,甚至预言A股目标点位将到5000点。然而,沪港通对股市的影响,恐怕短期估计过高,而长期估计过低。

首先,需要对港股市场的投资者进行分类。本来,经过上世纪80年代的投资热,尤其1987年“黑色星期五”后,香港股市的投资者总体较为理性,更为准确地说,香港股市的投资者可以十分清晰地区分为不同类型,主流投资理念十分稳健。不要说机构投资者,即使是中小投资者也不会轻易购买垃圾股(更为常见的称呼是“仙股”);少部分风险偏好者会迷恋仙股——两者泾渭分明。但香港回归后,内地资金逐渐成为港股市场的一支重要力量,早先这批资金以投资红筹股和H股为主,但随着大量民间资金进港,香港股市的投机性明显增强,相当部分内地资金把国内股市的炒作理念带到香港。例如很多内地资金非常喜欢寻找股价为几分钱的股票,以至于有舆论认为港股出现A股化趋势。以笔者管见,如果成熟的国际机构投资者随沪股通进入A股市场,一定是从全球配置的角度、从A股市场和其他股市价值比较角度出发、从相对长期持有的方式投资于蓝筹股的。QFII近年来的投资风格十分清楚地体现了这些特点。但是,如果是那些“出口转内销”的资金,则很有可能会令内地股市的投机性更强,尤其是当这些投资大户把投资银行方式和国内泛资产重组相结合的话,未来A股市场就会异常的精彩纷呈。当然,由于初级阶段沪港通的投资标的局限于蓝筹股,这个问题不会很突出。

那么,为什么这些港股市场上的资金愿意投资内地股市?笔者认为无非是两个原因:一是这些投资者实质上还没有真正融入“国际股市”,一直是以非主流投资者出现在港股市场。因此,这些资金对A股更有亲切感,也更为



CFP图片

熟悉。与此同时,由于其身份上的模糊性,一旦被监管层和交易所认定违法违规(如操纵市场、内幕交易等),或许比A股投资者更容易“翻水”。即便被市场禁入,人家本就在香港,可轻易地改变身份。二是出于资金安全方面的考虑。出于“把鸡蛋放在不同的篮子”里的考虑,这些资金在保证安全的情况下,又可以通过沪港通来获取人民币升值的收益。

另外,国际上的大型机构投资者大多数已经以QFII的形式进入A股市场,只有那些不符合或没拿到QFII额度的投资者会对A股感兴趣。但对于机构投资者而言,即使我们规定额度,但其配置于A股的比例在初期未必有很多,先试水积累经验、在时机成熟后再大举进入A股市场,应该是普遍途径。因此,3000亿元投资额度不小,但不意味着沪港通开通首日即有那么多资金涌入沪市,这仅仅是提供了一个

通道。这和MSCI新兴市场指数等有很大的区别,因为这些国际指数实际上是ETF基金,一旦把中国股市纳入,则所有这些基金必须在短时间内配置到位,可以清晰地计算出资金流入金额。

当然,沪港通的启动开启了A股和国际市场直接对接的通道。当进入A股的国际资金成为市场重要组成部分(如占有A股实际流通市值20%,甚至1/3后),国内股市的投资理念将与国际成熟股市接近,这对于A股的国际化是非常有利的,而这也许是A股市场进一步发展壮大的重要推手。这方面已经有很多成功先例,如印度、中国台湾、韩国等。

另外需要指出的是,即便是沪港通运行成熟后,A股和H股的差价不会完全消失。因为决定股价的因素除了上市公司自身质素(业绩、分红率等)外,还取决于市场的投资者构成(对

上市公司价值的判断不同)、交易制度及市场供需(如新股对A股的影响很大,港股基本上不存在炒新)等。例如,港股可以做空(包括双边交易、卖空,甚至是个股期权交易等),而A股仅有少部分个股可以融券卖空,但这对股价的影响有时候会是很重要的因素。几乎可以断定,今年年底时,A股银行股仍会比对应的H股平均低5%以上。

相对而言,香港对港股通的认识较为理性,尽管有统计表明7月以来港股日均成交量增加了两成。以笔者经验看,至少大型保险公司对港股通会有很大热情,但年内能否成行、占多大比例,仍存在相当的不确定性。首先要监管层发出监管指引:是否可做此业务?是否需要资格认定?是占用A股额度还是外资股投资额度?其次,需要保险公司修改投资指引,而这又需要其董事会审议。其三,对于保险资管而言,需要确定有哪个投资部门操作(A股投资部还是港股投资部)、决策流程、和A股的协同如何解决等。事实上,对于公募基金而言,港股通也不容易,因为存在一个契约修改的问题,而这需要持有人大会审议决定,只有新基金契约规定了才能成行。也许唯一占优的是券商资管产品,因为法律问题很好解决,只要监管层认定即可。另外,究竟有多少个人投资者参与港股通,目前还缺乏权威说法。按照一般理解,A股市场仍是散户投资者为主。根据去年底的一项调查,股市资产在50-100万元的占12.7%,100万元以上的为13.5%,即只有约1/4的A股投资者满足港股通的门槛。那么这些投资者目前又有多少资金可以用来投资,又有多少愿意投资港股?这仍有待时间检验。

总之,沪港通开启了中国股市新时代,其最大历史意义是让中国股市和国际无缝对接,这对中国股市的长远发展具有重大意义。假以时日,这些金融开放政策一定会成为A股步入牛市的重大推动力。而真正的国际投资者均是经过了资本市场的长期考验,会对沪港通充满热情,但绝不是冲动。

楼市“新常态” 市场规律唱主调

□深圳市房地产研究中心 李宇嘉

国家统计局70个大中城市房价指数发布以后,一则“楼市创10年最大跌幅”的文章被多方转载,文章所言的“最大跌幅”包含两个方面:一是70个大中城市7月份新建住宅销售价格环比下跌的城市高达64个,创下了历史新高;二是环比跌幅之大创纪录,百城房价环比跌幅首次超过了0.8个百分点,70个大中城市房价环比跌幅首次超过了1%。最引人注意的是,北上广深四个一线城市的房价领跌全国。

今年以来,楼市量价连续下跌,在6月份出现跌幅短暂收窄和企稳迹象,但6月底以来政策全面松绑、房贷重回基准利率并没有让楼市站稳,7月份主要城市楼市的量价跌幅重新扩大,而一线城市房价更是领跌全国,这被很多业内人士判断为房价进入全面下降通道的标志。笔者认为,未来房价可能将进入长周期、大幅度、全国范围调整的时期,这可能与前两轮短暂的、小幅度、部分城市调整(2008-2009年、2011-2012年)的情形完全不同,这是一个“新常态”。

全国楼市将进入市场供求规律、价格规律、可支付能力决定规律作用下的新运行常态。过去对楼市运行周期和轨迹影响最大的政府政策,未来将定调于“去行政干预、回归市场主导”。也就是说,不仅过去存在于国家层面的行政性救市将不会再出现,而且地方违反市场规律、旨在挽救短期经济和短期财政收入的救市行为,也不大可能再出现。楼市波动将由政策作用下的波动向市场作用下的波动转变。

因此,在未来较长的一段时间内,供应过剩(包括总量过剩和结构性过剩,也包括二手房供应)、房价整体下调和收入决定的真实需求,将全面取代过去10年供不应求、房价上涨和资金面决定的投资需求,成为决定未来楼市运行的主要因素。这意味着,未来楼市将继续处于下行通道,就连过去一直被认为楼市“忧等生”的一线城市和重点二线城市(如杭州、天津、沈阳和西安等),也未能幸免。不管是成交量下滑,还是价格下滑,一线城市均超过了二、三线城市。今年7月份,一、二、三线城市新建商品住宅价格指数环比跌幅分别为1.2%、1.0%和0.9%,一线城市房价跌幅首次超过二、三线城市。根据国家统计局数据,前7个月,全国销售面积同比降幅从上半年的6.0%扩大至7.6%,一线城市集中的东部地区降幅最大,达到1.5%。

楼市整体下行的大背景下,开发商在“降价跑量”上已经达成共识,一方面基于楼市整体下行这一大趋势的认同,另一方面基于完成销售业绩的考量(仅30%的主流房企完成了上半年的销售任务)。因此,房企降价不再是“噱头”,而是货真价实的降价;不再是资金链紧张房企的被动性降价,而是所有房企主动性、策略性的降价。根据笔者的调研和梳理,7月份,一线城市新开楼盘降价幅度在每平方米2000元-5000元不等,幅度在15%左右,这也是7月份房价创10年最大跌幅的主要原因,未来这一趋势有望延续。

由于主要城市住房需求还在,只是为高房价所困扰,实质性降价对于需求的提振是比较明显的,一线城市再次出现了久违的“日光盘”。同时,在楼市整体下行、降价潮到来的背景下,上半年因少数楼盘降价而出现的老业主“闹房”现象,在7月份各地楼市大面积降价的背景下并未再现,反映了市场各界对于在供求规律、价格规律、可支付能力决定规律的作用下,认可和遵从楼市正常的、必然的调整态势。这是对市场趋势一致性判断,也是市场走向成熟的标志。

目前,反映楼市库存压力的指标——批售比(批准预售面积和成交量的比例)跌到了0.65,为三年来最低点,仅比2008年下半年略好。由于目前全国楼市的施工面积达到63亿平方米,相比2010年增长了50%,后续供应还会源源不断地到来,库存压力超过历史最高水平是必然的。楼市潜在的需求虽然很大(如2.6亿人的外来人群)也很强烈,但受购买力、就业、户籍制度、社会保障等方面制约,要转化为现实购买力,还要有很多方面的改革,但这不是短期内可以实现的。

就目前来看,高房价是阻碍需求实现的最大障碍,只要房价有实质性回调,只要政府也不再“托市”,房价下调将带来可观的楼市需求释放,这不仅有助于避免楼市快速下行,同时也是楼市真正企稳的标志。更为重要的是,这将为新型城镇化的推进、后续需求的导入赢得时间和空间。在外来人口真正融入城市以后,楼市将迎来内需和消费主导而非投资主导的发展新时期。

“沪港通”开启 基金业“大象起舞”

□融通基金 王鄧

“沪港通”是国内内地循序渐进开放资本市场的一大创新,旨在以最小的制度成本,换取最大的市场成效。即两地市场尽可能地保留沿用自身市场的法律、法规、交易习惯,同时尽可能地降低对投资者的限制因素,让市场力量发挥决定性作用,实现最大幅度的中国资本市场的双向开放。“沪港通”推出后,对内地的公募基金公司有何种影响,会带来什么样的机遇和挑战,则是需探讨的主要问题。

两大挑战

挑战之一:公募QDII产品或进一步边缘化 首只QDII基金于2006年底成立,进入2007年,南方、华夏、嘉实、上投摩根4家基金公司分别推出各自的QDII基金。截至2014年6月底,这4只首批出海的QDII基金单位净值分别为0.779元、0.879元、0.637元、0.595元。首批接近1200亿元的QDII基金投资者整体亏损严重,这严重影响了后续QDII基金在国内市场的发展,2009年整年没有新的QDII基金成立,直到2010年开始才陆续又有新的基金发行,但投资者认购热情远不如前。截至2014年6月底数据,2008年后成立的81只QDII基金平均规模仅为1.36亿元,甚至有7只不足1000万元,成为迷你基金。

“沪港通”与QDII基金完全是平行关系,不占用QDII额度,且参与方式灵活,虽有总额度和日额度限制但均为买卖轧差之后的净额。

预期今后会有越来越多的内地投资者通过“沪港通”投资港股以满足国际化配置的需求。因此从一定程度上讲,“沪港通”是QDII基金的替代品,QDII基金如不继续创新并提升主动

管理能力,将会进一步边缘化。

挑战之二:资金流向大盘蓝筹,基金公司业绩分化,小盘股基金面临业绩压力 “沪港通”无疑将为A股市场带来增量资金,但增量资金最终流向哪里?沪港通的主要投资标的无论上证180还是上证380均为大盘蓝筹股,因此多数卖方研究机构认为,沪股通的3000亿元额度能修复并提升大盘蓝筹股估值水平。其主要逻辑是,港股市场投资者结构与内地A股市场有着根本性不同,香港以机构投资者为主,并且海外投资者的比例较高,这部分投资者秉持价值投资观念,投资风格稳健,更加偏好青睐低估值和高股息率的蓝筹大盘股的。根据测算,沪股通517个投资标的自由流通市值高达4.5万亿元人民币,3000亿元额度最多可以带来6.6%的涨幅。

“沪港通”资金一旦流向大盘蓝筹,将导致两地同一公司或可比公司的股票估值水平趋于一致,对A股大盘蓝筹股有一定的估值修复作用,而对内地估值过高的小盘股则可能产生一定的抑制作用,即折价的向上修正,溢价的向下修正原则。最终对于公募基金而言,预计“沪港通”出台之前,重仓大盘股的基金将迎来多轮业绩爆发的脉冲式行情,而重仓小盘股的基金将丧失本次行情机会,不同基金公司之间可能会出现业绩分化,后者将面临较大的业绩压力。而“沪港通”实质性实施之时,预计股价获利空间已经不大,获利盘将伺机离场,大盘蓝筹行情将结束。

三大机遇

机遇之一:公募基金或将迎来新产品的机会 回顾中国公募基金业发展的历史,每一次证券市场实施新制度,都会有吸引眼球的

创新基金产品诞生,本次也不例外。参考上交所已经公布的细则,国内公募基金公司发行“沪港通”基金基本无障碍。根据公开的信息显示,上投摩根和宝盈等基金公司已经在研究设计相关的基金产品。

发行“沪港通”基金的优势在于以下几点:首先,“沪港通”基金不需占用QDII额度,而QDII额度相对于基金公司是稀缺资源;其次,传统的QDII产品只能全部投向境外,不能境内和境外两部分分散投资,而“沪港通”则不存在这个问题,可以跨沪港两地投资;最后,相比港股通个人投资者50万人民币的高起点,公募基金的低门槛和主动管理能力无疑具有很大优势。

机遇之二:双向的“沪港通”或将打开套利之门,为基金带来套利机会 大量卖方研究关注了A-H股折溢价问题,并指出了这其中明显存在的套利机会。“沪港通”所带来的套利机会远远不止AH股配对交易一种,由于沪港两市的资金成本(香港市场资金成本更低)、估值方式(源于流动性、投资者结构等差异)、交易时间(每日交易时长差异、节假日差异等)、交易制度(T+0和T+1差异、涨跌停板差异等)等方面差异,以及沪港通与QFII/RQFII的制度差异,可能带来一系列的套利机会。

其一,A-H股套利策略——最直接的逻辑。由于A股和H股同时上市公司的股价价差的存在,部分股票为A-H溢价,部分股票为A-H折价。典型的相对价值对冲策略就是买入并持有低估的股票,融券卖出高估的股票,待价差回复无套利区间后再次反向平仓。

其二,利用交易时间差进行套利。港股通交易时段安排是:每个交易日的9:00至9:30为开市前时段,9:30至12:00为上午持续交易时段,13:00至16:00为下午持续交易时段,因此H股比A股多出1个小时的交易时间来反映市场信息。投资者可能利用A股最后十几分钟的异动较大的股票所反映出来的“增量信号”在港股接下来的1个小时进行集中反映操作,A股也能通过港股的反映对第二天开盘的情况进行预测。除了每日交易时间不同,双方节假日安排也不同,因此沪港通的交易日必须安排在两地交易所的“共同交易日”,这就带来了套利机会。

其三,利用沪港交易制度差异套利。沪港两市交易制度有很多差异。A股有严格的涨跌停板制度,而H股没有涨跌停板制度。假设一家A-H股同时上市的公司的A股涨停,而H股由于不存在涨跌停板,能够更有效地反映市场短期的情绪变化,对未来A股的操作也会有一定的指导意义,其中也必然存在短期套利机会。

其四,利用两地利差套利。长期以来,海外资金成本远低于国内,两地之间也存在巨大利差,国内企业融资成本长期居高不下。而海外低成本资金通过“沪港通”等合法途径涌入国内,有利于改善国内的实体经济融资成本,对于股市而言,也较大程度降低了整体的无风险利率,可以逐步拉平国内外的利率水平,并同时逐步推进人民币国际化,降低国内企业融资成本。

机遇之三:投资机会 “沪港通”为A股和H股的多个行业和个股带来了投资机会。“沪港通”使得沪港两市互通有无,稀缺带来投资机会。此外,符合海外投资者投资偏好的高市盈率、低估值、高股息收益率的股票,以及A-H股同时上市公司、且具有高折价/溢价的个股,都有可能蕴藏投资机会。

将对经济社会稳定性造成极大影响。

另一个问题是不可逆的实施制裁可能迅速打消俄罗斯回到谈判桌的动力,特别是考虑到,由于欧洲和美国金融稳定也会受到影响,因此金融制裁升级的威胁并不可信。

随着制裁开始起作用,没人能确定谁会受到伤害、受到何种程度的伤害。此外,1998年的俄罗斯和2002年后的阿根廷表明,重塑市场参与者的信心是一个漫长而痛苦的过程。

无论如何,美国和欧洲领导人必须认识到,一切制裁都会让双方付出代价——其中许多代价是不可预料的。如果他们不想拿全球金融稳定性冒险,也许更明智的做法是反思他们所实施的制裁的构成。

(马塞尔·弗拉茨舍是前欧洲中央银行国际政策分析主管,现为研究机构兼智库DIW柏林总裁,洪堡大学宏观经济学和金融学教授。本文版权属于Project Syndicate)

警惕俄罗斯经济风险升级

□马塞尔·弗拉茨舍

作为对西方升级金融制裁的回应,俄罗斯日前宣布禁止从美国和欧盟进口食品和农产品。但对西方的真正威胁在于,对俄罗斯制裁所可能引起金融危机,并引发潜在风险。

以1998年俄罗斯金融危机为例。当年8月,时任俄罗斯总统叶利钦宣布“不会有贬值,绝对不会。”然而三天后,卢布贬值,俄罗斯金融市场崩溃,资本纷纷出逃,俄罗斯被迫重组债务,经济陷入深度衰退。

尽管俄罗斯在国际金融上的地位相对不重要,但其危机仍造成了深远后果。受影响最大的是阿根廷。俄罗斯危机加剧了投资者对新兴市场信心的下滑,不出四年,阿根廷就爆发了主权违约。甚至美国和欧洲也未能幸免,对冲基金长期资本管理公司(LTCM)的倒闭,让人们十分担心其他许多金融机构的安全。

今天的金融闹剧与这一经验十分相似:阿

根廷在技术上破了产,美国、欧洲金融机构和金融市场风声鹤唳,而俄罗斯信誓旦旦地表示制裁对经济毫无影响。

最突出的相似之处是俄罗斯宣称可以抵御一切任何形式的西方制裁,这或许只是一厢情愿。事实上,阻止大部分俄罗斯大银行在西方资本市场自由经营,可以影响整个俄罗斯经济,而不仅仅是银行本身。而俄罗斯央行决定加息以巩固卢布,可能导致公司和家庭面临的信用条件进一步收紧,让俄罗斯经济在今年和明年陷入衰退。

金融制裁的问题是没人知道制裁如何展开——特别是在像俄罗斯这么大的经济体。如果制裁比预想中的更加有效,那么将给全球金融稳定造成严重威胁。对俄罗斯各家银行的经营限制颇为温和。俄罗斯银行仍能进入货币市场,满足短期融资需要,指望中央银行的支持。但投资者的风险偏好正在快速变化,促使他们抽回大量资本。尽管

另一个问题是不可逆的实施制裁可能迅速打消俄罗斯回到谈判桌的动力,特别是考虑到,由于欧洲和美国金融稳定也会受到影响,因此金融制裁升级的威胁并不可信。

随着制裁开始起作用,没人能确定谁会受到伤害、受到何种程度的伤害。此外,1998年的俄罗斯和2002年后的阿根廷表明,重塑市场参与者的信心是一个漫长而痛苦的过程。

无论如何,美国和欧洲领导人必须认识到,一切制裁都会让双方付出代价——其中许多代价是不可预料的。如果他们不想拿全球金融稳定性冒险,也许更明智的做法是反思他们所实施的制裁的构成。

(马塞尔·弗拉茨舍是前欧洲中央银行国际政策分析主管,现为研究机构兼智库DIW柏林总裁,洪堡大学宏观经济学和金融学教授。本文版权属于Project Syndicate)