

# “沪港通”开启 基金业“大象起舞”

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。

“沪港通”是中国内地循序渐近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,沪港通的 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标的。根据测算,沪股通 517 个投资标的自由流通市值高达 45 万亿元人民币,3000 亿额度最多可以带来 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中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:公募基金或将迎来发行新产

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,相比较港股通个人投资者 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 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,对将来 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值、低估值、高股息收益率的股票,以及 A-H 股同上市公司,且具有高溢价/溢价的个股,都有可能蕴藏投资机会。

(腾讯财经)

## 当前市场背景中 更须保持平和与理性

■ 财经评论员 肖玉航

股票市场是多空争夺的市场,一会多方占优,一会空方主导。近期 A 股市场表现相对较好,不仅将去年 12 月份的 2231-2228 点缺口给以回补,同时也创出今年反弹新高。在此背景下,我们得到过分乐观的投资者或机构开始出现,但从 A 股自身情况来看,笔者并不认为此轮行情会产生牛市,总体性的反弹而没有分化的风险差异,实际上显示这是一波政策引导加技术调整下的一个阶段性反弹而已。对于此,笔者认为,投资者需要保持良好的投资心态,平和与理性的参与或看待此轮行情。

保持平和理性需要克服的关键是什么,笔者认为下述几点需要认真分析与对待。

### 首先,不盲目乐观

近期 A 股市场的反弹,使得一些机构不断的调高上海综合指数的空间,比如国泰君安证券首席宏观分析师任泽平最新指出,未来中国如果能够通过改革破旧立新,无风险收益率将降一半,经济增速到 5%,股市可上 5000 点。其并将股市与国家领导人挂钩而上,比如其提出的“国家领导人政治经济学”时代而生,将引领中国这艘巨轮驶向新航道,“新常态”。实际上,我们认为,从世界主要资本市场来看,风险与收益任何时期均存在,即使牛气冲天的道指近年走势过程中,同样显示出,一些公司取得较大的股东价值上升,一些公司破产倒闭、退市也非常正常,更没有国际机构将其命题为“总统经济学”,实际上股票市场的运行虽然有政策影响身影,但其市场表现、轨迹与运行更多是市场规律所致,股票的结构化风险与机会并不会因股指上涨而出现过大分歧。

### 其次,对于社会媒体的报道“三思而行”

众所周知《人民日报》在中国股市的运行轨迹中的,确起到过引导牛市的产生,但我们应该客观的看到,当时的市场环境是计划经济转型市场经济的初期,行政性的政策或直接干预会对市场产生直接作用,而随着市场经济的深入,这种权威媒体的声音,实际上对市场经济的股市再难起到决定性作用。近期我们看到,人民日报一天内发布三篇关于股市的文章,对股市表达了强烈关注。客观的说,对于财经与证券市场的评述,其作为财经版谈论是一种正常的一个发声,但这种声音,在股市连涨后,需要投资者对目前经济形势与金融形势、宏观金融数据进行理性判断,不能片面的认为,其就是牛市的倡导者,因为市场经济下的资本市场演变不确定性很高,市场经济越深入,这种不确定性风险越大,决非某个权威媒体所能左右。最后,对于目前市场进行一理性梳理

近期市场我们看到,沪港通也好,支持政策也罢。实际上,作为投资者需要对股票市场的估值与品种差异进行一个理性梳理非常重要。比如我们看到目前两市表现较好的股票,许多是业绩不佳,甚至亏损,市盈率风险较大的,这些股票在未来市场化运作过程中,特别是退市政策、对接港股过程中等因素影响下,有可能出现大面积的结构化风险回归,有的则可能形成市场化的回归风险,即使产生大波段强势,这些股票的最终归宿也是逆向而下的概率较大。相反,因素分析变化中,梳理其中的估值合理、成长性且具有投资回报的品种,在市场波动中关注机会,也是梳理的一个重点。笔者反对“一涨就牛市,一跌就熊市”的极端论点。在股票市场向市场经济深入的过程中,如果你看到偏激与过于乐观、或过于悲观的情况时,需要保持平和与理性,目前 A 股市场实际上许多股票并不便宜,比如某些市盈率高达 100 倍,甚至上千倍 PE 的股票,其多年运行股东回报率且问题不断的公司,其未来的风险可想而知;而新股所创造的连续 PE 上升式的炒作,其累积的投资风险,也将许多公司中未来暴露。

对比国际资本市场,我们看到苹果公司股价近年涨的很高,但成长性回报所体现的 15 倍以上 PE 运行轨迹,说明其投资是理性的;美国市场方面,伯克希尔哈撒韦公司股价突破 20 万美元/股,是世界上最贵的股票,如果算一下市盈率,2014 年 8 月 15 日收盘,其动态 PE 为 17 倍左右,显示美国市场的相对理性。

而中国新股大面积的炒作,一开始就将 PE 炒至 100 倍 PE 可以说,其累积的品种风险极高。因此对于此轮连续上涨背景下的运行,投资者需要理性判断,保持平和心态,对于自己的投资行业与投资机遇进行良性梳理,或在未来市场中更能体现机会与风险的对冲,实际股票投资收益,防范亏损风险。



## 机构瓜分千亿重组蛋糕

并购重组仍然是 A 股市场“最美”的故事。

8 月 21 日,天伦置业、深南电 A、坚瑞消防、东光微电 4 只个股复牌首日涨停,其背后推手均是并购重组概念。

最近一段时间,A 股市场走强,并购重组一直是最受关注的领域。并购重组概念也给机构带来了巨大的利润空间。

根据记者统计数据,截至 8 月 21 日,上半年停牌并在 8 月份复牌的上市公司达到 39 家,截至 8 月 21 日收盘,上述上市公司的市值增量超过 400 亿元。

而将统计周期扩大到 7 月份至今,则有超过 120 家重组股复牌,这些个股也构成本轮 A 股行情中涨势最强劲的阵营,带给二级市场的市值增量超过千亿级别。

仅从公开数据看,大涨的个股比比皆是,比如基金重仓的西南药业、中国宝安和锡业股份;信托持股的赤峰黄金、中水渔业和松德股份;券商理财产品重仓的大龙药业;QFII 重仓持有的安洁科技等。

谁是这个“最美”故事背后最大的受益者?

按照记者了解到的情况,来自基金子公司和信托通道背后的金主,成为并购重组概念背后最大的受益者,背后不乏结构化产品。有的通过结构化的产品,使得大股东、高管及其关联资金受益;有的则有大股东允诺,由各类机构分批募资。

追求稳定收益已成为不少机构主打的概念,由“并购重组”衍生出的利益链条已趋于完整。更进一步的消息显示,由此导致

的消息不对称,造成的 A 股市场不公平交易等问题,已经逐渐进入监管层的视野。

## 抢食千亿重组股机会

数据呈现的成绩单让人兴奋不已。包括公募基金、私募、QFII 和券商理财产品等,在这一轮并购重组的造富运动中,分享到的收益也令人瞩目。比如从 8 月 1 日截至 8 月 21 日复牌的 39 只重组股,公募基金享受到的收益约 8 亿元。

而从上半年停牌并于 6 月之后复牌的上市公司数量超 120 家,这些重组股复牌后的市值增量超过千亿规模,收益将更可观。

其中最典型的案例是西南药业,自 4 月 28 日,西南药业因重大事项未公告而停牌,随后到 8 月 12 日,公告重大资产置换及发行股份购买资产方案并复牌,一直到 8 月 21 日,该股已走出了 7 个连续“一字”涨停。

根据其披露的 2014 年度半年报,公募基金持有西南药业的股份数量达到 528 万股。综合西南药业的股价表现,基金享受收益已达到了 3650 余万元。其中,华夏红利在该股停牌前增持 135 万股,恰好分享到这笔收益。

带给基金收益最大的并非西南药业,锡业股份和卫宁软件两只个股带给重仓基金的浮盈均超过 2 亿元。

这两只股票带给市场两类逻辑。一是锡业股份 5 月 6 日停牌一直到 8 月 5 日复牌,顺利推出重组计划,截至 8 月

## 基金自揭隐秘参与通道

21 日,复牌后的涨幅达到 4421%。

卫宁软件则在 5 月 28 日停牌,并于 8 月 1 日复牌,尽管重组计划胎死腹中,但是复牌以来股价仍然上涨 999%。

按照记者统计,信托受益的主要是锡业股份、中水渔业、赤峰黄金和北京旅游等,券商理财从大龙药业、焦作万方和中国宝安等个股投资中受益,保险公司重仓安洁科技。这些个股带给对应的资产管理机构的收益同样从数百万到千万不等。

“我们公司的投资逻辑已不单纯通过估值指标进行选股,而是引入市值概念,并且会通过一些市场信号分析重组预期。”北京某基金公司投资总监接受采访时坦言。

## 神秘资金利益链

但能够在这场并购重组股的盛宴中最大收益的,却并非公开募集的公募基金产品或普通散户。

以锡业股份为例,该股复牌之后为基金业的诸多产品带来超 2 亿元的浮盈。

但从该股中报看,英大基金-民生-吉林信托、锡业股份定向增发集合资金信托、华夏基金-民生-云南信托、云定向 1 号集合资金信托、华安基金-民生银行-锡业股份定向增发 3 号集合资金信托计划、华夏基金-民生-吉林信托、锡业股份定向增发 2 号集合资金信托等,持股数量远超公募基金。

“从基金子公司出现初期开始,由于基

(腾讯财经)

## 外资连续 10 周流入 两融规模逼近 5000 亿

截至 8 月 21 日沪深证券交易所发布的数据,两市融资融券余额已达到 4963 亿元,且在过去 5 个交易日中保持日均 40 亿元的净增长,短期内融资融券市场规模达到 5000 亿元几无悬念。

券商人士表示,融资融券余额激增反映出投资者认可宏观经济和证券市场环境改善,两融业务全年为券业贡献利润可达 120 亿元。

2014 年 7 月初至今,两融余额经历了一个明显的快速增长过程,自 4077 亿元增长至 4963 亿元,增幅约 22%。融资融券日均净增长 238 亿元,8 月以来日均增长则更达到了 369 亿元。而在此前,两融余额于 4 月中旬达到 4000 亿元规模后经历了 2 个多月的滞涨期。

A 股融资融券余额 7 月以来的爆发增长与反弹行情的启动关系密切。同期,上证综指从 2048 点攀升至 2240 点,涨幅约 9%;沪深两市交易量也明显增加。总体来

看,融资融券余额与行情走势及全市场交易量的发展呈现一致趋势。

光大证券信用业务管理总部总经理王赐生指出,近期融资融券余额大幅增长,源于投资者持仓意愿及风险偏好的上升,归根到底是投资者对宏观经济和证券市场环境改善的预期所致。一位资深市场人士也表示,融资融券余额随着反弹行情的展开迅速增长,能在一定程度上回答此前市场对于 A 股行情由存量资金博弈主导的质疑。

“融资融券数据已经证明,只要形成看多的一致预期,市场并不缺乏新增资金的参与。”这位市场人士表示。

融资融券规模的快速增长同时使市场对券商业绩的提升充满想象。光大证券预测,到 9 月底全市场两融余额可能接近 6000 亿元。

年内全市场两融余额达到 8000 亿元,与净资本比例将达到 2 倍,可能形成一个平台。”王赐生认为,“明年,券商盈利补充资本金后,可能继续释放增长空间。”

在券商两融业务收入方面,2014 年全市场两融日均余额约为 4000 亿元,以年利率 8% 测算,全行业的两融利息收入约为 320 亿元至 345 亿元;以 2% 至 3% 的息差水平测算,全行业的两融利差收入约为 80 亿至 120 亿元。

外资连续 10 周流入 毫无疑问,最近这轮行情源于外资的加速流入,沪港通则成为了行情的“导火索”。随着沪港通和国企改革主题的进一步升温。

EPFR 数据显示,截至 8 月 13 日的一周中,约 8 亿美元资金流入香港/内地股市,为连续第十周资金流入,流入资金量较前两周略有回落,但仍然显示出投资者参与中国股市的热情在持续升温。同时,海外追踪 A

股的 ETF 也有约 65 亿美元资金流入。

安信证券首席策略分析师吴照银等认为,从目前制度安排上看,“沪港通”是 A 股对外开放过程中的一次加速,开闸后会带来海外资金 A 股持股比例的提高,但这可能更多是出于全球配置上的需要,不一定是因为看好 A 股的相对收益。

从韩国、中国台湾的经验来看,围绕资本市场开放措施的时点,股市表现“前强后弱”的短期特征十分明显。短期 A 股的强势是可以这一规律来解释的,但这一效力很有可能在“沪港通”开闸后减弱。不过经过本次“演习”,A 股的进一步对外开放在很大程度上可以成为引导市场预期的一把利剑。

在短期效应过后,是否会有更大的“风”吹进来,则将取决于全球资金流动和中国自身。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。

(腾讯财经)