

事实上,在沪港通试点实施之前,我就很担忧该机制存在的诸多限制。它不能买卖深交所上市的证券产品,不能买卖上交所上市的债券、基金等问题确实是一大瓶颈。相反,QFII 与 RQFII 则不受此限制。

如何看待沪港通初期成交低迷

■ 林航任
—— 皇府金廷投资管理有限公司首席投资总监

11 月最后一个交易日,香港股市在石油相关股票的拖累下,恒生指数收跌。相反,中国大陆股市持续上扬,上证综指“七连阳”,近日创出 2011 年 8 月以来新高;同时,沪深两市成交金额激增逾 7100 亿元人民币,更创“人类历史上一国股市单日成交额的最大值”。

最新数据报告显示,截至 11 月 28 日为止的一周,中国股票基金资金流出 7.65 亿美元,主要受累于交易所交易基金(ETF),扭转了之前两周资金净流入态势。我曾在 8 月发表的《境外投资者为何对沪港通疑虑重重?》一文中提到:“从业内反馈看,不少国际以及香港市场人士对沪港通启动初期采取观望态度。更有业界人士表示,不会立即参与其中,反而将继续持有通过 QFII(合格的境外机构投资者)机制买入的中国大陆股票。”

基于最新概况,我们剖析沪港通启动初期交投冷淡的主因以及其未来发展趋势。

香港财政司司长曾俊华的博客,最近特意撰文为沪港通辩护,他表示,虽然有些朋友对沪港通首周成交量偏低感到失望,但他仍声称对该机制的长远效益充满信心。在他看来,成交额偏低是投资者客观考虑了各种因素后,最终没有选择在沪港通启动后“一窝蜂盲目入市”,这其实并不是坏事。不过,从实际情况看,“一窝蜂入市”情况其实在该机制启动首日就曾出现过。当日下午二时,“北上交易”已用尽每日 130 亿元人民币限额。随后“北上”交易额大跌,自 11 月 19 日起已经是每日不足 30 亿元人民币。至于“南下”的交易则更为惨淡,开通首日仅为 17.68 亿元人民币,距离每日 105 亿元限额甚远,11 月 19 日起每日交易金额不足 3 亿元。

财经看点

全球能源价格下跌正在加剧世界各地的通胀减缓,但许多人认为,中国当前这波通胀减缓反映出世界第二大经济体独有的一些深层次问题:长期产能过剩、需求不足和增长乏力。这些问题都是自上至下体制的副作用,在该体制下,被宠坏的国企不愿紧缩开支,地方政府则吸收了大量宽松信贷。

警惕中国通缩风险波及世界

无效投资耗资巨大

仅仅一年多之后,美联储(Fed)发布了一篇名为《中国在输出通缩吗?》(Is China exporting deflation?)的讨论文章,但该文得出的结论是,中国经济规模“太小”,不足以产生什么影响。十年过去了,无论是作为产品供应方、还是作为原材料需求的来源,中国在全球经济中的地位都发生了巨大变化。中国增长放缓是近来推动石油等大宗商品价格下跌的关键因素之一。上周,油价暴跌至四年低点。

全球能源价格下跌正在加剧世界各地的通胀减缓,但许多人认为,中国当前这波通胀减缓反映出世界第二大经济体独有的一些深层次问题:长期产能过剩、需求不足和增长乏力。这些问题都是自上至下体制的副作用,在该体制下,被宠坏的国企不愿紧缩开支,地方政府则吸收了大量宽松信贷。

从太阳能电池板和造船到钢铁和化工,长期以来中国的很多行业都存在过度发展的问题。这些行业的许多企业目前都靠呼吸机苟延残喘,而且越来越依靠中国庞大的影子银行体系获取资金。在影子银行体系中,“非银行机构”销售高收益理财产品,这种投资据信有国家作担保——这种观点是否正确尚无定论。就连房地产市场的低迷,也可被归结为许多城市都存在供应过剩问题。

日前,政府研究人员公布了一个投资浪费数字。他们的计算显示,自 2009 年旨在减轻全球金融危机对中国冲击的刺激计划推出以来,中国的“无效投资”(比如根本不需要的钢厂、“鬼城”和空荡荡的体育场馆)已达 6.8 万亿美元。

产能过剩加剧风险

产能过剩主要是由地方政府承受的压力导致的。长期以来,中国政府一直以国内生产总值(GDP)来评价地方官员的业绩,导致他们有动机维持工厂的生产,哪怕工厂已不盈利。过剩的产能已造成诸多不利影响:物价下跌侵蚀了企业盈利水平,并对银行体系构成压力。地方官员施压银行放松对企业的贷款标准,否则这些企业将被迫倒闭。不盈利的生产企业背上更加沉重的债务,但避免了倒闭并维持着生产,这就造成了更大的降价压力。中国中央政府已承诺不再主要依据 GDP 来评价官员业绩,但这一转变需要数年时间才能逐渐影响到更低级别的政府。

通缩还加剧了金融体系的风险积累。如果来自银行的资金被切断,那么供应过剩行



11 月 28 日港交所主席周松岗在出席电台节目时表示,尽管沪港通启动后交易量低于预期,但他对此并不担心。他认为,该机制是长期制度,当下最重要的是其能够平稳运行,且启动后不会出现错漏。他还解释说,港股通交投更为冷清,主要是因为 AH 股价差在沪港通开通后缩窄,令投资者难以短期套利,同时内地机构投资者还未有机会进场投资 H 股,再加上内地个人投资者 50 万元人民币的投资门槛,以及他们之前早已有其他的渠道投资港股所致。

事实上,在沪港通试点实施之前,我就很担忧该机制存在的诸多限制。它不能买卖深交所上市的证券产品,不能买卖上交所上市的债券、基金等问题确实是一大瓶颈。相反,QFII 与 RQFII 则不受此限制。

额度限制、交易成本等问题,短期将成为国际投资者选择继续沿用 QFII,或限量性的参与沪股通的重要考量。更何况,沪港两地蓝筹估值不会马上接轨,AH 股溢价很

难完全被抹平,因此,沪港通成交低迷,实是有迹可寻的。

此外,由于投资者忧虑该机制保障不足,导致欧洲基金却步,是造成沪港通开通后成交低迷最主要原因。

欧洲主要基金监管机构卢森堡证券金融监督委员会(CSSF)指出,沪港通未能全方位保障投资者权益,上千只大型欧洲基金由于受到欧盟监管,未能及时参与沪港通买 A 股。该机构质疑沪港通机制是否符合欧洲有关保管资产的条例——欧盟可转换证券集合投资计划(UCITS),部分沪港通托管行已表明不能确保。而由于香港近 2000 只基金中,超六成在卢森堡注册,香港当局肯定会密切关注此事,相信解决问题困难不大,但确实需要几个月时间。

诚然,零售基金涉及环球投资者及多个市场,监管相对严格。CSSF 希望确定,如果出现股票托管银行或沪港通其中一家交易所破产的情况,欧盟投资者透过沪港通买入

的 A 股能获得充分保护,特别是 UCITS 中的投资产品。但律师与行业人士称,一些基金托管机构表示不能确保符合 UCITS 相关规定。据了解,目前港交所、本港多家离岸注册基金公司及其他金融机构正与海外监管机构就修改基金销售文件等问题沟通,希望可以获准通过沪港通买卖 A 股。

而且,从目前的情况来看,通过沪港通买卖 A 股的投资者,以散户及对冲基金为主,令该机制每日使用量差过市场预期。同时,投资者仍然需要时间熟悉内地 A 股及 H 股市场,预期海外监管机构批准零售基金参与后,会带动整体沪港通交投回升。

综合前瞻,在中国政府持续放宽流动性的预期下,沪港股市升浪或延续至明年农历新年。不过,明年 2 月底、3 月业绩披露期投资者也需要小心,若企业盈利未能达两位数增长,经济回稳情况又跟不上股市涨幅,市场或会觉醒及出现阵痛,届时会可能调头回落。

也有券商认为,只要市况好转,会有更多的投资者踊跃参与沪港通,这一观点有一定道理。沪股通开始时反应不俗,只因存在不能当日沽出(T+0)的技术问题,令客户参与兴趣不大。当投资者习惯这“新常态”后,中长线反应会好转。港股通因为目前可投资的股份数目较少,故大陆来港投资不多,一旦覆盖的港股数目增加,将吸引更多大陆资金来港。

目前沪港通开通已逾半月,惨淡的交投状况虽令人担忧,但不能因此简单否定这一战略金融创新计划的前景,长期来看,经过初期的磨合以及相关问题的逐步解决,该机制未来走稳可期。

能性不大,但中国经济数据越弱,政策制定者就面临越大的压力来祭出这张容易打的牌。”范力民说,“如果中国选择贬值,那将改变整个局势。”

这样的举措可能会对其他地方——特别是欧洲和日本——的抗通缩努力产生灾难性影响。欧盟是中国的第一大出口市场,这意味着,中国产品价格大幅下跌将对欧元区已然极低的通胀趋势水平构成新的下行压力。

但是,日本央行大力扩张量化宽松计划之举加大了中国实行货币贬值的可能性。日元兑人民币汇率已跌至创纪录低位,韩国也对市场放话称,它正密切关注日元走势。如果日本央行挑起一场地区性的货币战争,那么中国可能无法保持中立。

“如果你正努力挤掉信贷泡沫,就像中国目前所做的,那么你最不希望看到的就是本币迅速升值。”法国兴业银行的爱德华兹说,“从经济角度讲,中国有很多选择。这是不可避免的结果,日本是压垮骆驼的最后一根稻草。”

企业债 历史性的违约未能将金融业清理干净

今年 3 月,太阳能电池板制造商超日太阳能(Chaori Solar)未能支付一笔债券的利息,成为中国当代的首例违约。

投资者曾预期随后会出现一波企业破产和违约潮,那将损害市场信心,但也将淘汰一批拉低物价的过剩产能。人们曾预计,加大企业破产的可能性,会让投资者开始意识到并不是所有东西都有国家作担保,促使市场对风险进行更合理的定价。

现实的发展与人们的预期迥异。人们担心过快地向系统注入太多风险可能会关上企业再融资的窗户,这种心理使得人们此前的预期没有成为现实。地方当局也害怕看到大批企业破产。

为了防止企业破产,地方政府官员强迫银行发放新的贷款。违约潮没有出现,大银行的不良贷款率尽管在升高,但仍保持在极低的水平。

一家国有坏账银行最终在 10 月为“超日债”的持有人解了围。另一家坏账银行华融还解救了“诚至金开 1 号”的投资者,这款信托产品今年 1 月险些违约,在这两个例子中,解救行动基本上都是低调展开的,人们因此猜测这是国家授意的援助。

在改变这种现状、将更多市场力量引入经济方面,中国已进行了一些尝试。今年,许多大型国企宣布了重组或资产剥离计划。中国石化(Sinopec)最近出售了旗下加油站业务价值 174 亿美元的股份,中信集团(Citic Group)即将向旗下在港上市的子公司注入 370 亿美元资产,而中国的三大移动运营商正探索将三家合资成立的铁塔公司的股份对外出售。

但这些举措仍是零敲碎打性质的,而且从很多角度来看只能算是在经济的细枝末节进行的实验。(FT 中文网)

2014 年 11 月,千呼万唤始出来的沪港通总算羞答答地亮相了。最开始各界人士拍手叫好,并期待这对好不容易“终成眷属”的结合,将为世界第二大股票交易市场带来重大利好。可惜很多人“猜到了开始,却猜不到结局”,首日交易就“北热南冷”,之后更是双双下跌。

沪港通“北热南冷”探因

■ 朱蕾
—— 上海交通大学上海高级金融学院教授

其实,细究起来,这样的交易表现尽在情理之中——“南冷”正是反映了中国国内 A 股投资者不成熟的投资理念。国内股市投资者以散户为主,习惯于炒作股票。很多股民投资股市,并不是以分析公司业绩和增长率为基础,也不是投长线,而更多是以一种类似赌博的投机心理来炒股。谁有小道消息、谁跟对了庄家,谁就赚钱。所以我常常戏言,即便是“股神”巴菲特来投资 A 股,恐怕回报率连笔者老妈都赢不了。为什么这么说?巴菲特的所以比别人做得好,因为他最擅长从分析公司的业绩中找到好股,进行长线投资。但是在现在的 A 股市场上,他会立马感觉到英雄无用武之地。我老妈炒股十余年,连公司报表长什么样都不知道,却丝毫不减她炒股的热情,还会每天茶余饭后津津乐道地告诉我们,今天什么资金进了哪只股,又有哪只股在编造一个什么样的故事等等。

中国国内股民还有一个习惯就是炒小型股,市值愈低他们愈喜欢,却不知,市值低并不代表就一定是个好投资。这里引用一位美国基金经理 Jim Chanos 的一句话:“There is never enough discount for stealing.”这句话意思如果一个公司是在变相“偷”股民的钱,那么它的市盈率再低,它的股价再低都不算是在打折扣,也不值得去买。仔细想来,很多 A 股股民的这种投资理念和长期以来中国股市的不规范是有直接关系的。关键是监管部门连最基本的确保市场的公平、透明、诚信都没有做到,连数据业绩都是假的,投资者分析半天,那有什么用?

对比之下,香港股市相对于 A 股股市,要规范得多,更接近美国、英国的股市。在这样的股市里,想要投资赚钱,就要善于分析上市公司的业绩现状,并以此来判断将来的前景。也正因此,港股股市拥有一个完全不同的游戏规则,内地股民从来没这样玩过,一下子对此无所适从,港股初期遇冷也就不奇怪了。

目前很多人希望沪港通能为 A 股带来一个久违的牛市,这种心情可以理解;但我一直认为,现在中国国内股市的问题不是一个牛市就能解决的。比如 2007 年的牛市来了又走了,原来存在的问题现在还有很多,要一样样去解决,比如信息披露的及时性和真实性、上市退市和公司业绩的脱钩、对上市公司造假的严打……如果这些基本问题不解决,整个中国股市就是一个恶性循环,股民还是一样会遭灾,比如最近的“獐子岛”事件就是个鲜明例子。

沪港通现状如此,除了以上的原因,还有一些具体的因素,比如说现在沪深股市正处于股价向上挺进的阶段,吸引大量的境外资金涌入上海股市,也在短期内造成了沪强港弱的短暂现象。另外两个股市之间体制的差异、估值的差异、汇率差异、资金来源的差异等等因素,都构成原因之一。

话说回来,大家仍旧对沪港通还是抱有乐观的预期。因为从长期来看,它会给内地股市的规范化、股民的成熟提供一个极其难得的良机。在沪港通市场一体化面前,资本的相对自由流动必然带来股市游戏规则的不断磨合,国内股民也会借此慢慢学会规范股市中的游戏规则。未来几年沪深股市的牛市行情,将会推动上海股市成为国际性股市,而沪港通会有望让中国股市和国际资本市场无缝对接。

也正因此,笔者认为虽然短期内沪港通更多还只是象征性的意义,但长远看其必将促进中国股市的规范化进程,也必将深化各项经济改革和完善相关制度建设。沪港通所带来的金融系统和中国经济的改革,才是真正长期的利好。在未来的几年里,中国监管部门在完善监管和法规方面要加快脚步。脚步越快,沪港通的长期利好才能越快出现。

