

# 跷跷板深度倾斜

本报记者 何川

自去年下半年以来,A股多呈弱市盘整格局,而港股走势相对较好。对于同时在A股和H股上市交易的83只个股而言,近期它们两市之间的差价也表现突出。其中,小盘股的A股股价依旧溢价于其H股,而金融类大盘股的H股价格却频频高于A股,其价差也有进一步扩大之势。

大盘股这种“倒挂现象”的背后,究竟隐藏着什么秘密?投资者是否因此有套利的机会?



## ★ 大盘股的尴尬

从恒生AH股溢价指数来看,自去年11月以来,恒生AH股溢价指数都维持在100点以下。去年11月25日,恒生AH股溢价指数曾探底至92.51点,是自2010年10月6日91.77点以来的最低值,这意味着一些A+H股的A股价格比H股明显偏低,而且其数量有所增多。

“本着同股同价的原则,理论上两地股价应该是一样的,就像汇丰银行同时在伦敦、纽约上市,两地价格几乎一致。但由于A股和H股之间并不存在类似纽约、伦敦之间的股份转换套利可能,所以A股和H股之间即使经过汇率调整,也经常会出现折价或者溢价。”数米基金研究员王伟表示。

## ★ 股价倒挂之谜

“A+H股中的大盘股由以往的溢价常态变为折价常态,直接原因是这些上市公司A股的股票供给增加,如‘大小非’的逐步解禁等,使得A股的流通盘远超过H股,形成了折价。”王伟表示。以中国平安为例,2010年2月22日,中国平安当时宣布约8.6亿“大非”将在A股上市流通,当日中国平安大跌8.88%,而成交量创出历史次新高,导致公司市值缩水超300亿元,其A股价格较H股被拉低。

众禄基金投研总监陈龙认为,内地市场和香港市场的估值水平不一致,是导致A+H股的A/H折价率偏高的重要原因,而这背后更深层次的原因是两个市场所处的发展阶段、资本项目开放程度、实体经济发展速度、投资者结构,以及投资者偏好等存在着一定差异。

## ★ 套利机会有限

“目前一些大盘股的A股与H股存在着较大的价差,是由股票市场分割产生的正常现象,不能简单认为现在两个市场有价差,就是不合理的。”陈龙表示。但不少业内人士认为,从长期来看,随着A股市场体制机制的进一步健全和内地资本项目开放程度的不断提高,两地市场的价差将有望缩小。

此前,央行行长周小川表示将进一步扩大QFII主体资格,增加投资额度,并表示在条件成熟时,取消QFII的资格和额度审批。中信证券首席策略分析师毛长青认为,监管层的这一表态,显示了加快海外机构投资者入市的政策趋势。目前A股市场海外投资者占比仅在1.7%左右,投资者结构的差异是A+H股价差形成的重要原因之一。加快引

从历史经验上看,自2006年1月3日运行以来,AH股溢价指数在大多数时间都处在100点上方,即A股价格高于H股。有分析人士表示,2003年以前,H股市场较为低迷,当时境外投资者并不看好这些内地企业,导致H股交易价格经常低于每股净资产。后来随着更多的优质国企赴港上市,H股市场的交易氛围活跃,大部分H股与A股的价格差距得以缩窄。在某些情况下,H股价格还会高于相应的A股,出现股价“倒挂”。

截至今年1月7日,恒生AH股溢价指数为95.26点,约27家上市公司的A股相对H股处于折价状态。在行业分布上,主

要分布在金融服务、交通运输、建筑建材等行业;折价前三的上市公司为海螺水泥、宁沪高速、中国平安等,折价率维持在20%附近。而溢价前三的公司分别为浙江世宝、山东墨龙、洛阳玻璃等。其中,浙江世宝的A股较H股溢价率高达833%。

从AH股的股价表现来看,H股投资者更青睐业绩表现稳健的大盘蓝筹股,而A股投资者更偏爱具有题材性的中小成长股。由于中小交易品种占指数的权重较低,因而对整个市场影响较小。对市场影响较大的大盘股股价出现长期倒挂,显得耐人寻味。

言,其对于公司的选择更多基于国际间的比较。“以银行为例,港股银行股估值更高;相反,A股投资者更多考虑到未来信贷增速下滑造成的银行盈利增速下滑,同时行业本身也面临着对地方融资平台的不确定性和被房地产‘绑架’的忧虑情绪,导致银行股前景并不被看好。”

从A股市场来看,自去年以来,大盘蓝筹弱市盘整,而创业板指表现强势,一些题材概念层出不穷,这也在一定程度上反映出市场投机炒作的氛围较为浓厚。王伟表示,由于两地市场相对独立,沪深交易所与港交所没有互通市场,股价偏离将是一个长期现象,A/H折价和溢价之间的摇摆,更多取决于市场的情绪。

会,但对于同时具备A股和H股交易资格的上市公司股东而言,却存在买入低价股份、卖出高价股份、同时保持持股比例不变的可能性。“但这一交易涉及流动性成本、交易成本、上市公司股价冲击等诸多因素。总体而言,目前套利机会有限。”

王伟同时也表示,内地普通投资者仍可以通过轮动投资来追求更高回报的可能。“投资者可以积极地调整ETF组合,通过更新组合中H股ETF(510900)及上证50ETF(510050)或深100ETF(159901)的权重、仓位以及买入卖出,实现相对套利。但是这样简单轮动的缺点就是依然存在市场风险,如果未来A股和H股齐跌,或折溢价区间继续扩大,都将承受一定的损失。”



投资者口述

“货基粉”说:勿以钱小而不理,勿以钱少而不赚。这是否就是理财的本质呢?

## 我是“货基粉”

雪妮

我是典型的工薪阶层,在这个全民理财的时代,拿不起“大”的,可以搞“小”的。

我理财的全部道行就是存银行、买银行理财和投资股票,但从从不投资基金。原因嘛,有两个:一是前几年,保险公司还不能自己投资的时候,资金运用全委托给基金公司,结果输得衣服裤子都快没了。人家大机构衣服裤子还算厚实,如果这事落在我身上,还能活吗?二是,老妈不听劝,非要投资某基金产品,结果亏成一堆烂账,现在那单子还放在抽屉里等待升值还魂。故我向来对基金投资拒之千里,尽管常常听到某某股基投资收益又翻番啦,某基金公司又推出了如何稳赚不赔的新品啦,我一律不为所动。

不过世事难料,最终我还是中了基金投资的“魔咒”。

事情的缘由是某天接到一个陌生电话,对方说她是为我开户那家证券公司的投资经理。听着她絮叨,我不耐烦地正要挂上电话,对方突然来了一句:“姐,你在股市里没有投资的钱可以买成我们的现金管家,利率是3%左右。收市后自动帮你再去投资,每天开市后,这个钱又自动回到账户,这样你的钱一直在生利,而且没有任何手续费”。

听到这个,我那贪小便宜的心不由动了一下。“这是什么?是基金吗?”我还是很警觉。“算是,货币基金。”对方解释道,“投资方向是债券回购、银行同业拆借和商业票据,风险很低。”没过几天,投资经理又打来电话,说他们推出了一个很不错的场内货币基金产品,收益是4.5%左右,T+1赎回可用,T+2可取。我一合计,反正股市里有一部分闲钱,为何不去挣高一点的利息,于是当即同意。

这下我有了两只货基,一只自动出钱回钱自动投资,另一只“高”利率

的只在股票急需加码时才动用。更好的是,由于那只“高”利率的货基只能T+1赎回可用,反而给我的投资决策提供了一个冷静的时间段。

某天,我从货基挪出来的资金突然回不去了,因为那只货基规模够大关闭申购了。得赶快找一只货基将资金锁定,但我在开户的证券公司基金申购通道中搜了好半天,产品虽多,但都不敢贸然买进。这时不知为什么,一家基金公司的货币基金广告“倏”地闪过大脑,便打电话询问同事,知道对方正在推一款收益5.0%的货基产品现金宝。我大喜过望,第二天开市就赶紧在证券公司的基金申购通道中寻找。好一番折腾才搞清楚,这种现金宝产品要到该家基金公司官网上注册申购,而且收益高一些的货币基金都是这样。

官网介绍的注册方式有两种,一种是银行卡快速注册,一种是手机快速注册。对方的热线电话提示说,用手机注册成功率高,速度快。

注册完账户后,便蚂蚁搬家式地开始从股市和工资卡中“运”小钱,再后来就剩下天天看收益了。

说也巧,自打我买了这款货基,其收益率不断上升,特别是进入去年12月后,收益率真的一天一个样。

如今我已经变成了一个不折不扣的“货基粉”。一是,每天查货币基金排名,现在有好些货基的收益率已经超过6%。建议买货基前,可多多比较,不仅要看7天的收益,还要比较14天、28天、35天的收益,对拟选货基要有一个较全面的了解。二是,不再盲目买理财产品了,学会了比较。三是,遇到推销产品的,我忍不住会进行策反。前几天,一银行经理听完我那套关于货基如何方便,如何收益高,如何复利计算之类的说辞后,早忘了自己的产品推销,愣了愣,说,你别上人家的当;尔后又说,我也去看看。

## 债券投资避“踩雷”

银河证券基金研究中心 宋楠

目前从政策面看,一方面弱化经济增长目标,另一方面更加强调产能过剩调节,显示中央对经济增速下滑容忍度更高。经济增速底线决定了市场政策风向预期,而市场预期则反映到资产价格中影响价格的波动。2014年上半年,宽松政策出现概率不大。

2014年稳健的货币政策将继续,影子银行规模不断膨胀,货币市场收益率屡创新高,中小微企业融资依旧困难等,使得管理层认识到仅仅放松货币供应总量,并不能实现货币从金融领域向实体经济投放的目的。当前货币领域存在的问题是结构性错配,而不是总量多寡。只有理顺和完善社会融资结构,增强金融运行效率,才能打通金融服务实体经济的脉络。基于此,预计类似8号文的政策仍将继续出台,短期看可能对债市形成利好;然而,中期调结构影响下,资金利率中枢仍将高企,商业银行等金融机构去杠杆进程仍将继续。

应该看到,地方债务风险已经引起中央和资本市场高度重视,预计2014年地方去杠杆化将持续。同时,中央对地方融资行为的关注和规范,也有利于减少城投类债务供给。

在地方融资规模受限的情况下,保证经济平稳运行的重担将更多依赖中央财政。地方减杠杆,中央则可能加杠杆,结果可能会在一定程度上增加利率债的供给。但在政府债务存量

较重、政府经济增速底线下滑的背景下,这一增幅也不会太大。

综合来看,由于政府工作重心从经济增长转移至结构调整,货币政策将维持紧平衡;资金利率在结构调整、中性偏紧的货币政策、利率市场化等诸多因素影响下,货币收益率中枢将较长时间维持偏高水平;利率债供给可能出现小幅上升;信用债系统性风险可控,城投债供给可能得到抑制。

2014年上半年债券市场整体环境仍旧不甚理想,获取资本利得难度较大,债基投资收益可能更多来自于票息。进行债基选择时,可适当选择久期较短的基金;风险控制重要性提升,严防“踩雷”债基,规避那些有可能配置产业结构调整中遭受负面冲击行业的债基。

值班基金经理 信札



摊薄成本  
跌涨停  
志缘文

