



改变中的投资逻辑

由于海内外投资逻辑的不同，一方着重投资成长空间与未来，一方着重投资基本面，随着市场的扩大，多空不断博弈，港股的投资逻辑也在改变。

文 | 侯晓天 杨晓帆

香港股票市场是全球重要的市场之一，是海外和内地投资的集结地。

香港联交所证券市场有主板和创业板两个交易平台，为不同类型的公司提供集资市场。主板为业务基础较稳健且符合盈利或其他财务要求的公司而设。创业板上市标准和融资规则宽松，使得港股创业板的上市公司质量与主板差距较远，市场规模扩展缓慢，日均成交量不足主板的1%。

港股以机构投资者为主，包括投资顾问（主要为公募基金）、银行、保险公司、养老金、私募股权，持有的市值比例达到46.4%，个人投资

者占比仅8.2%。A股则以个人投资者为主，市值占比达到43.4%，机构投资者占比25.1%。

港股开放正迅速改变市场机构和交易逻辑，内地与香港之间的股票市场交易互联互通机制包括沪股通、沪港通下的港股通、深股通、深港通下的港股通四个部分。现在南下资金已经占到每日港股成交额的15%，在港股市场上已经掌握了越来越多的话语权。

成长性与基本面

此前香港市场虽有60%以上的上市公司为

内地企业，但定价权大部分在外资手中，诸多优质公司估值不仅常年低于A股同业，甚至成为全球股市的“价值洼地”，很多公司长期得不到市场正确定价。随着对本国企业更熟悉的内资不断涌入，众多长期被低估的优质公司得到了估值修复，之前大热门的股票得到了资金更疯狂的追捧，也带动恒指一路走高。此外国内的研究能力比较充裕，未来在一个大市场的背景下，可以挖掘到港股上缺乏关注的中小公司，引导国内资金发现其价值。

同时，港交所仍在加大制度建设和改革，在发行制度上进行调整，这对新经济企业具有较大的吸引力，相信更多内地企业赴港上市的热潮还将持续，这同时也成为强化资金南下的重要原因之一。

沪港通、深港通开通以后，内地资金的不间断南下给港股市场带来国内资金的偏好和估值逻辑。在过去，港股市场的投资者结构较为单一，以外资的机构投资者为主导，这类资金在投资港股时会紧盯与国内经济走势的关联性，对系统性风险的敏感度高，偏好大蓝筹，对成长股的挖掘能力极为有限，长期以来的逻辑就是买低估值以及高分红。

而内资对国内经济发展和产业结构的理解更为深入，对“核心资产”的界定会与外资有较大差异。例如，相比外资纯粹从“基本面”数据给予定价，内地资金更愿意从“成长性”方面给予估值溢价。腾讯连创新高、众安与阅文接连获超额认购，新经济公司开始取得溢价，正体现着不断崛起的内资势力对海外人民币核心资产的理解，推进了“港股A股化”进程。

这种“港股A股化”在某种程度上产生了一些没有基本面支撑的高估值公司，这些公司在外资机构的投资体系中更有可能成为做空对象。港股市场与A股有一个突出的区别，在于交易制度。港股市场制度从制订逻辑上来说，更倾向

随着对本国企业更熟悉的内资不断涌入，众多长期被低估的优质公司得到了估值修复，之前大热门的股票得到了资金更疯狂的追捧，也带动恒指一路走高。

于保护大股东，而非中小投资者。因此，若不熟悉交易制度，极易踩雷踏坑。

交易与监管

港股目前暂未推行实名制，而A股早已实行实名制，也就是身份证号码捆绑股票账号，以方便监管机构实时监控。大陆实名制可以追踪到最终权益持有人，而香港只可以查到交易券商之后的两至三层。

有市场消息透露，中国证监会已开出强硬条件，港交所若想在继“沪港通”和“债券通”后推进“ETF通”“新股通”及“期货通”等机制，香港必须落实股市实名制。背后的原因很可能是中国证监会忧虑在互联互通之下，国际金融大鳄可以直接买卖A股，甚至投资新股、ETF和期货等产品，有机会操控市场和虚假交易行为。A股市场有涨跌幅限制，而香港市场没有涨跌百分之十停牌的制度，因此在市场波动的情况下，香港的大盘蓝筹股和H股的走势相对于A股来说振幅也会更大一些。

但从2016年8月22日开始，香港交易所推出市场波动调节机制（冷静期），防止因重大交易错误或其他异常事件而引发的极端价格波动，维护市场的正常秩序。所谓“冷静期”，即81只恒指、国指成分股若5分钟内升跌10%，将进入5分钟冷静期，投资者只可以在指定价格范围内进行交易，5分钟冷静期后，市场将恢复正常交易。香港市场实行T+0当天回转交易，也就是当日买入股票后可于当日卖出，令交易效率更高。

香港市场具有非常完善的做空机制，卖空工具丰富，投资者除了可以选择融券卖空，还可以通过衍生金融产品（主要包括期货及期权、股票衍生权证、牛熊证、股票挂钩票据等）进行卖空交易，而A股市场只能单边做多。对市场而言，卖空交易增加市场流动性，完善价格发现功能；

卖空制度引入方便多空双方进入市场表达观点，有利于制衡单边交易，纠正过高的估值，降低市场波动。

有别于 A 股市场千篇一律的“重大重组”，港股上市公司长期停牌原因众多，包括出现严重财务问题或已终止业务运作、公司内部监控系统不适当、公司存在潜在违规行为、受监管机构调查或无法履行《上市规则》等。港交所未对上市公司停牌时间做出量化规定，按通常做法，这些公司需要经过 3 个阶段仍未能改善达标才被除牌，期间没有时间性限制。

港股市场里由于退市机制的不明确，导致大量的“壳”以及没有多少交易和业务的僵尸股。一些股票停牌时间长达数年，导致持股的长线投资者及散户无法离场，有碍市场正常运作。

港股套路深

由于交易机制有机可乘，港股市场在机会大把的同时也是陷阱重重。就在 2018 年 7 月 30 日，建成控股 (01630.HK) 一天大跌 91.39%，市值缩水九成多，演绎了一番“眼看他起高楼，眼看他楼塌了”的故事。

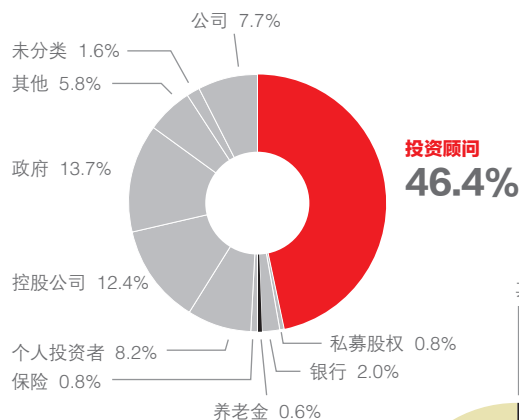
2017 年 6 月，建成控股港交所上市，登陆资本市场。刚上市时，建成控股股价四平八稳，但 2017 年 9 月起，股价出现异动，在 60 个交易日大涨超过 5 倍。2018 年 7 月一度涨至最高股价 6.67 港元，一年多时间的涨幅已远超 10 倍。

然而股价的大涨缺乏基本面的支持，更有可能是人为操控的结果，7 月 30 日终以全天大跌 91.39% 的闪崩的方式终结。

类似这样的股票往往有三大端倪。

首先是估值虚高。2017 财年（截至当年 3 月）建成控股收入 7.7 亿港元，但净利润也不过 6757 万港元，而建成控股的市值最高时却达到了 100 亿港元，市盈率远超 100 倍。此外，今年建成控股还出现了利润锐减，2018 财年公司的净利润

港股投资者持股市值占比

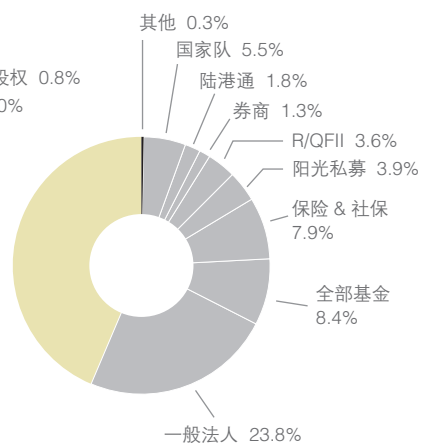


散户投资者

43.4%

资料来源：作者提供

A 股投资者自由流通市值占比



便下滑至 2728 万港元，此时建成控股的估值更显虚高。

其次，股权高度集中。根据该公司最新年报显示，公司大股东持有建成控股 75% 的股权。因此，公众投资者持有的建成控股股份则相对较少。

最后，成交往往不活跃。在大跌前 140 个交易日里，公司平均每日的成交金额仅 1200 万港元。如此低的成交额，意味着操纵市场的代价极低。

事实上，像建成控股这样先拉升再大跌的股票并不鲜见。投资者务必谨慎参与投资。☐

（作者分别系天灏资本 CEO、晨曦资本创始人）