

# A 股歐股價值投資前景勝美日

梁新

香港科大商學院惠理投資研究中心副主任

中國 A 股受惠於經濟和金融市場改革，歐洲股市則醞釀從壞轉好的「轉角點」中回升，趨勢估計會逐漸顯化，並且不排除成為 2014 年的市場投資趨勢。筆者擬於本文對此作一個初步分析。

上周，中國證監會對新股發行 (IPO) 體制大刀濶斧改革。按照新規定，監管當局只對申請上市企業的文件和信息披露內容進行合規性審核、企業的盈利能力和投資價值則留待投資者和市場自行判斷，預料明年 1 月底將約有 50 家企業可完成程序上市。與此同時，禁止創業板「賣殼」，改革短期利淡但長期無可否認帶來利好作用。

另一方面，歐洲經濟和金融形勢最惡劣的情況已經過去，目前是由「低向高」發展的轉角位，上升空間預料有相當可觀的成長。

## 禁止「賣殼」長遠利好

先看中國部分，禁止創業板的「賣殼」，這項措施的確是有此必要。事實上，股市的正常功能，理應是為企業提供一條銀行以外的資金籌集渠道，在資本市場融資得到更廉價的資金，以進行長期的企業增值發展；通過上市的監管，也可以提升企業治理水平。

然而，過去創業板「賣殼」活動頻繁。很多時候，企業得到監管機構批准（當中不排除有貪腐成份而隨意放鬆審批條件），取得上市資格後，便急不及待善價而沽，進行「賣殼」，對這種不健康的做法加以禁止，是值得喝采的。撥亂反正，長遠而言，對股市的健康發展有利。

很明顯，對 IPO 進行制度改革，當局只對申請上市企業的文件和信息披露內容進行合法合規審核，亦同時加強對違規的監管和懲處，保障了日後公開招股可以減少政府干預帶來的市場扭曲；亦有助確保企業的質素，使有業績支持的企業能夠有效通過資本市場集資發展。

## 兩個值得留意的信號

整體來說，今次 IPO 制度改革，加強事中和事後的監管，相信有助減少上市過程內幕交易、「賣殼」等市場失序行爲，令上市定價能夠有效反映資產的真正價值，強化投資者的信心。中國監管當局減少事前審批，妨礙市場效率的干預行爲，轉爲集中向事中及事後的二級市場監，全力恢復投資者對 A 股市場的信心。這是今次 IPO 制度改革向外釋放的一個信號。

第二個值得注意的信號，是加大市場功能後，對私營部門和企業所提供的新機遇。由於目前優質的國企基本已全部上市，要擴大市場的規模、同時保障上市企業有一定的質素，就要把焦點轉向私營企業。

換言之，有質素和發展前景的私營企業，可以通過資本市場的直接融資，而無須一定要透過向銀行間接融資借貸，資金成本可以更便宜，對私人企業的發展帶來明顯好處。

從統計資料看到，中國內地私營企業的股本回報率一般比國企爲高。當私營企業可以在資本市場進行直接融資取得了方便——照對股市未來 IPO 的申請、審批、上市節奏不再加以行政干預，可以令有潛質的民營企業得到更大的發展機會，也可以給投資者帶來更多選擇對象。從整體改革大局看，這也意味私營部門對經濟增長的貢獻更大。這些改革也體現了十八屆三中全會，強化市場之手起「決定性作用」的精神。

## 歐股處於「轉角點」

再看歐洲市場。明顯看到，歐洲目前最惡劣的情況已告過去。從目前可見的宏觀數據，預料歐洲經濟不致陷入通縮泥潭。上周四，歐洲中央銀行召開貨幣政策會議，決定維持 0.25% 的主要再融資利率不變，同時維持 0.75% 的隔夜貸款利率和零隔夜存款利率不變。

據歐洲央行行長德拉吉估計，由於 11 月上旬所作的貨幣決策，包括降息如今正在發揮作用，估計歐元區 2013 年國內生產總值雖仍將萎縮 0.4%，但將於 2014 轉負爲正，年增長 1.1%，2015 年繼續增長至 1.5%。另一方面，預計歐元區 2013 年通貨膨脹率爲 1.4%，2014 年下降至 1.1%，到 2015 年將恢復至 1.3%。

照目前形勢看，歐洲經濟已經走出低谷，連西班牙和意大利經濟都開始出現微弱增長勢頭，只要走出衰退，增長動力恢復正數，則通過政策調整慢慢加強動力，

最終可望逐步好轉。

迄今，歐洲央行並未進一步實施貨幣量化寬鬆（QE），但據德拉吉上周議息後表示，是否實施某項貨幣政策，要「考慮當前金融及經濟環境能否使該貨幣政策真正達到效果」。從字裡行間看到，若然歐洲經濟動力減弱，不排除歐洲央行採用直接而具效果的貨幣量寬。

美國通過四輪 QE，有效把經濟從衰退之中拉回來，無疑是一個「樣板」。日本央行擴大每月購債的規模，同樣能夠為經濟增長注入動力。對歐洲央行來說，增強市場信心，實施 QE 比降息的助力和作用更大。

### 春江水暖大戶先知

目前，歐洲股市的吸引力開始隱現。據資料顯示，美國註冊傳統基金和上市交易基金(ETF)等歐洲股票基金，連續第 22 周資金流入，由今年至十一月底止，淨流入規模達 200 億美元。

其間，8、9 和 10 月的 ETF 需求大增，這三個月的資金流入規模均有 40 億美元之譜。雖在 11 月需求增速減緩，但截至 11 月 27 日止當周，仍有 16 億美元資金流入，反映歐洲股市的上升潛力，開始落入國際投資者的眼球。

過去兩年，美國經過貨幣量寬鬆的刺激，經濟復蘇逐漸穩定下來，國內生產總值（GDP）由 2012 年第一季增長 1.9%，回升至上周四商務部公布今年第三度 GDP 修正值為增長 3.6%（前值為 2.8%），連續十個季度回升。

印証股市領先經濟表現的規律。美股從 2012 年初起，明顯有加速上升之勢。道指由 2011 年 12 月 30 日的 12217 點，上升至目前約 16000 點水平，升幅超過三成。

由於金融市場的投資行為是「貼現」未來，當預期前景向好，股市通過投資者對企業未來盈利的樂觀預期而上漲，這種情形，過去一年美股升勢如虹的確有相當清晰的體現。目前，歐洲經濟處於由壞向好的「轉角點」，因而未來股市向好的機會，一定大於下跌。

### 美日股市動力放緩

如今美股標普指數市盈率已上升至 16 倍左右，尙未到 20 倍的熾熱高危水平，還有上升空間，筆者估計，標普指數明年有機會升上 2000 點水平，但上升過程的速度無可避免會遲緩下來。若然歐洲經濟好轉幅度較預期大，則股市可得到加速

上升之利。

值得注意的是，目前美國股市若干科技股，市盈率已升至接近 100 倍驚人水平，或那些缺乏盈利支持的股份，投資還是「避之則吉」為妙。因為當股市持續上升至一定水平後，隨後投資者更多傾向以價值投資法選股，以作為「進可攻、退可守」的投資策略，這樣一來，價值投資法便會對市場裡的投資對象進行「好壞篩選」，因而選股便成為投資成敗的關鍵。

至於日股升潮，明顯是受惠於安倍政府弱勢日圓政策的刺激，過去一年的升幅雖然凌厲，但上升的基礎並不牢固。今年三季度 GDP 增長初值為 1.9%，雖連續四個季度上升，但上升動力明顯不斷減弱，GDP 增速由第一季 4.3%、二季度的 3.8%，逐步回落，相比今年初，三季度增速減慢了超過一半。

10 月工業產出月率僅上升 0.5%，雖然連續第二個月增長，但增速明顯低於官方預期。當月工業產出微弱增長，還是靠半導體生產器械、空調和塑膠產品產出增長拉動。由於明年 4 月政府提高消費稅，對經濟影響的不確定性，令日股靠日圓匯價下跌而支持的升勢，顯得並不可靠。

## 2014 年投資大勢

綜合來看，大陸 A 股、香港 H 股和歐洲股市的價值前景，比美國和日本股市為佳，股市上升潛力可看高一線。

上周五，港股恒生指數收市報 23743 點。在美股道指不斷創出金融風暴後新高下，港股恒指距三萬點高位還有逾 26% 的空間。若中國經濟和股市向好，香港股市理論上亦會受惠。

按筆者的研究資料，過去一年港股表現跑輸美日。恒指由 2012 年 12 月 31 日的 22656 點，上升至 11 月 29 日的 23881 點，升幅只有 5.4%，同期，連利息回報的升幅亦僅得 9%。但必須指出，無論港股和 H 股，需要以行業前景為觀察焦點，並以價值投資法進行選股，是較佳的投資策略。

中國股市向好，除了上文提及的優化市場有效性的制度改革外，支持股市的關鍵動力還在於實體經濟的發展和政府對行業的政策。由於政府對房地產調控短期內也不會放鬆，因而前景受到政策的制約。上周工信部宣布，中移動、聯通及中電信三家電訊商獲發國產 4G 制式（TD-LTE）牌照，相關電訊股股價受刺激上升，即可見一斑。

據上文的分析基礎，可對 2014 年的投資大勢作一簡略總結，中國股市受惠於經濟和金融市場加速改革，股市可望追回過去幾年跑輸國際市場的上升潛能；香港 H 股亦可從中受惠；而歐洲經濟和金融市場處於由壞向好的「轉角點」，股市具有一定的上升空間，相信上述的發展路徑可以成為明年投資的有利市場對象。