

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2015年4月28日

熱錢支撐港股 A股或變「慢牛」

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

筆者上周於本欄分析4月份初段起，內地透過港股通或一早已來到香港的資金，瘋狂搶購港股，令港股「牛氣沖天」；另一方面，內地股市亦在政府政策支持下攀升，勢不可擋。面對A股狂飆之勢，為了控制融券業務風險，證監會發佈針對兩融業務的最新7條要求（簡稱證七條），收緊融資杠桿，令人投資者憂慮，中港兩地股市都會出現可觀調整。

然而預料不到，人民銀行在上周日（19日）傍晚，突然宣布全面調降存款準備金率1個百分點，同時對農信社、村鎮銀行「定向降準」1個百分點，此估計釋放的資金高達1.5萬億元人民幣。這次人行出手之重，遠超乎外界預期，此舉也為市場注入強心劑，利好的消息，把原本上周市場預估的股市調整幅度大大抵消。

降準抵消調整壓力

港股在上周一（20日）雖然出現調整，下跌了558點，但翌日已告止跌回升，反彈幅度達755點，至於內地股市，亦因人行降準而繼續牛步向前。

不過，內地A股市從今年初至上周三，升幅已相當凌厲，因而調整遲早難免。事實上，近期中國公布的宏觀經濟數據欠佳，第一季國內生產總值（GDP）增長率只有7%，創6年來單季最低。其中，固定資產投資、進出口和居民消費等計算GDP的「三駕馬車」，增速均明顯下降。

上周四，匯豐公布4月份匯豐中國製造業採購經理人指數（PMI）預覽指數，PMI降至49.2，顯示中國經濟將繼續疲軟，然而，消息未能抑止港股升勢，當天，恆指攀升0.9%，升上28179點水平。

對於港股和內地股市未來的「牛氣」，雖然不少投資者充滿憧憬，但無可否認充滿反覆可變的因素。

港股市值料可超越日股

照目前的市況看，在全球股市市值排名中，美國排第一，總量有 15 萬億美元；中國排第二，規模已超過 7 萬億美元。如今港股的市值亦達到近 5 萬億美元，若港股未來一個月繼續上升，相信市值規模將可超越日本，排名全球第三，表面一片好景。

然而，投資市場變幻難測。我們必須看到，今次港股飆升，無可否認主要是 3 月底，中國證監會放寬《公開募集證券投資基金參與滬港通交易指引》，容許內地公募基金毋須通過合格境內機構投資者(QDII)機制，即可直接通過滬港通機制投資港股；接著，中國保監會亦對保險資金放行，准許投資香港創業板，完全受內地政策刺激所激發。

至於內地股市方面，雖然市況熾熱一片，但是，不利潛在因素，如經濟下行和靠政策支持的市场格局，投資者必須留意。從實體經濟看，產能過剩，經濟動力疲弱，有分析認為，政府政策刺激金融市場，讓 A 股冉冉上升來分散人民對經濟疲弱的注意力。但如果市場過熱，政府還是有很多手段能讓市場冷卻下來，把「狂牛」變成「慢牛」。

IPO 加速的風險

直至目前，筆者認為對 A 股有一個不宜忽略因素，就是當前內地很多企業排隊「首次公開招股」（IPO）上市。若然股市不是處於好景狀態，大規模 IPO 是很難得以持續。對中國政府來說，金融市場改革，推動直接融資，而不過於依賴銀行的間接融資，是金融改革一個重要部分。

上周四（23 日）中國證監會透露核准 25 家首發企業 IPO，這是本月內核准的第二批企業，至此，本月份已經有兩輪合計 55 家企業獲准上市融資。據中證監表示，日後將適當加大新股供給力度，由每月核發一批次增加到兩批次。

很顯然，今年以來，隨著 A 股市場日趨活躍，按例每月一度的新股發行數量較去年明顯上升，從 1 月 20 家到 2 月和 3 月各 24 家，比對去年下半年，每月新股發行量基本在 10-12 家左右，如今增速清楚加快。

對於新股發行突然加速，監管增加新股供給，除了解決居高不下的新股「堰塞湖」外，無疑還有為火熱的股市「降溫」的意味，一舉兩得。可以看到，繼前周繼續規範兩融、擴大融券外，證監再次擴大新股供給，令內地股市的走勢增加不少調整壓力。。

海外熱錢持股週期短

照目前形勢看，支持港股飆升的「南水北下」和海外的資金湧入香港，冀分享港股飆升一杯羹，情況未有逆轉跡象，港匯指數強勢上周繼續度觸及 7.75 的強方兌換保證，金管局需再度出手，上周四再向市場注資 19.38 億元。這是金管局連續第 4 天注資，合計向市場注入 228.24 億元，反映海外資持續流入之勢。在資金湧入下，港股恒生指數於上周五升上 28060 點 升 233 點。

由於港股於 4 月初起升得太快，在前一段還未及「建倉」的機構投資者，他們會採取什麼樣的投資進場手段是值得考慮的因素。雖然，港股上半年還會上升，但在升市中出現調整，風險是不宜忽略的。

目前，內地經濟疲軟依舊，上周五（24 日），國家發展改革召開新聞發佈會，從透露出來的訊息可知，全社會固定資產投資今年第一季度增長 13.5%，比去年同期下降了 4.1 個百分點，但是基礎設施投資加快，基礎設施投資增長 23.1%，同比提高了 0.6 個百分點，其中鐵路、公路、水路投資增長 15.2%，提高了 3.8 個百分點，在經濟下行壓力下，預料政府有關方面會透過刺激政策，來保住 GDP7% 的增長率。然而，靠政策支持，股市不容易擺脫「政策市」的格局，投資人不能掉以輕心。

上周五，上證綜合指數收市報 2493 點，跌 20 點，結束之前 3 個交易日的升勢。指數於上周累計上升 2.5%，連升 7 個星期。如今新股發行加快，對內地股無疑構成一定調整壓力。

波動幅度與頻率增加

港交所主席周松崗曾提醒散戶，股市不必然只會升不會跌，小投資者要對風險有所警惕。誠然，基於港股是完全開放的，熱錢進退自如，不動聲色，不像國內股市，政府可以透過政策去影響其溫度。按過去的歷史，海外資金「炒作」港股的熱情和溫度，週期性都很短，「炒作」週期一般只有一、兩個星期，最多只有一個月左右。可以說，海外熱錢絕對不會同港股「談戀愛」，而是把握時機賺錢後便「飽食遠颺」。

內地資金也許比海外資金投資港股的持有週期較長，但也不排除部分私募基金會採用靈活變通的投資手法。所以，對於目前港股的市況，小投資者實在要保持高度的警覺，透過資金流量的變化，多方面觀察和評計市況走勢變幻。即使港股在第二季保持升市，但資金的進退的頻率增加，也必然增加市場波動的頻率和幅度，加強警惕。

值得一提，在 4 月初段的港股市場亢奮期間，有投資界的朋友對筆者說，他沒有賺到錢。這個結果其實是可以理解的，因為在如此暴升、起跌頻率和幅度都那麼凌厲的市況中，當投資者想買入股票或期指時，指令進入自動對盤系統到最後形成交易時，價格已急升到更高的價位，這就是所謂的「市場反應」(Market Impact)。

若然投資者把握不到買賣時機，「輸錢」比「賺錢」更容易。許多於前星期四早上，看到股市狂漲而在早上進場的朋友，大部分到現在還是虧本。因此，散戶在這種大幅波動的市況中，首先需要衡量高位貴價買入的風險。