

AH 股背馳令人疑惑



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

兩星期前，儘管有許多壞消息，股市在今年第一個交易日有一個相當正面的開始（在香港，恒生指數在1月2日上升了655.33點，即大約4.6%，以15,042.81點收市），我和大家分享過我個人的一些審慎樂觀看法。當時，我認為，股市在壞消息出現時仍然上升，是好的信號。但是，兩星期過去，我最初的樂觀情緒現時已被心灰意冷的心情取代。

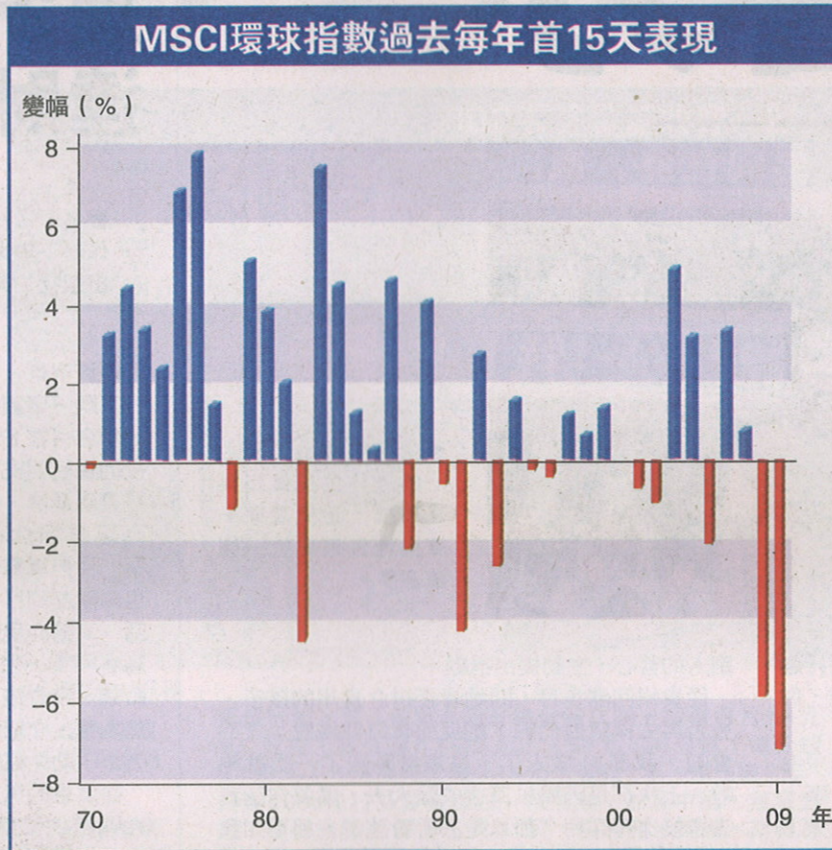
華爾街其中一個最古老的傳說是「一月效應」。那是說，股市在一月的表現，可作為該年全年表現的預兆——若股市在一月是上升的話，那全年計算都會是上升；若股市在一月是下跌的話，那全年計算都會是下跌。

但現時，大部分人都希望，「一月效應」不適用於2009年。因為全球股市在這半個月的表現，都是歷來新年中最差的（見圖）。繼去年的沉鬱表現後，大部分股市在這半個月已跌了5%至10%，而MSCI環球指數則跌了6%，人們憧憬股市首季有強勁表現的希望，已迅速流失了。

但是，在這場「大屠殺」當中，有一個股市卻表現得相當不錯——上海股市今年以來已上升了7%（包括在上星期上升2.5%，這是唯一一個主要股市全星期計算取得升幅），與其他地區的股市對比強烈。當考慮到以下幾點時，上海股市取得升幅，就更加令人意外了：

中國市場對環球逆風相對免疫

- 一、近幾個星期公布的經濟數據，都顯示出中國的經濟增長正在急劇放緩；
- 二、內地銀行股的策略性投資者，都爭先恐後地拋售其手上的內銀股票。過去兩周有瑞銀集團（UBS）、李嘉誠、蘇格蘭皇家銀行（RBS）等拋售中國銀行（3988）的股票；美國銀行則減少它對建設銀行（0939）的投資。其拋售之急，令中國銀行發言人王兆文最近也被中文報章引述說：「中行不會忘記雪中送炭的伙伴，當然，對於釜底抽薪的行為也不會忘記……」；



全球股市在這半個月的表現是歷來新年中最差的，大家都希望，「一月效應」不適用於2009年。（資料圖片）

三、在香港上市的中資股的表現屬於區內最差的一批，H股和紅籌股都下跌了大約8.9%。

上海股市跑贏其他地方的可能解釋是，中國市場對於兩股困擾全球金融市場的逆風是相對免疫的。

一股逆風是，人們對經濟合作與發展組織（OECD）成員國銀行的恐懼。另一股逆風是，人們擔心某些歐洲國家將很難應付未來通縮的挑戰。因為歐洲央行（ECB）頑固及沒有能力將歐元貶值；也沒有能力讓各國政府增加債項，而不增加全個經濟的借貸成本（歐洲中的強國如德國和芬蘭，與歐洲中的弱國如意大利和希臘等的息差正在擴大）。

上海股市跑贏其他地方的另一個可能解釋是，上海的股價正開始反映下半年可能出現的經濟反彈。當大家對上半年都不再期望後，中央政府推出的龐大財政和貨幣刺激措施在下半年將會產生效應，再加上實質的負利率，人民幣貶值預期等等……。

當然，另一個解釋是，我們不應該因為上海股市的表現來下太多結論。畢竟，有人會質疑，中國的股市並不是真正自由的市場，甚至不是賭場（除非賭場能使用有20個00的輪盤）；而是一個由國家控制、但卻披上市場外衣的

病態機構。

當你在上海或深圳購買一隻A股，你不是在賭那間公司的未來價值，而是在賭政府將來干預市場的軌迹。（但亦要公平一點，以近期來說，對於全球大多數股市，我們都可以這樣批評。）

AH 股長遠受同一因素影響

但不管上海股市跑贏其他地方背後的原因是什麼，有趣的問題是，在香港上市的中資股，與在內地上市的中資股，會否繼續好像過去一個月般表現迥異（前者跌、後者升）？

短期來說，兩個股市的相關性（correlation）是很低的（雖然近年已經強了一點）。但長遠來說，兩者受同一批因素影響。

現在，十分明顯，投資者很憂慮中國的經濟放緩期會拖長。如果這些恐懼具體化地表現出來，那很難會看到上海股市繼續跑贏其他地方。若這些恐懼不具體化地表現出來，香港的H股和紅籌股亦應該在今年內有好的表現（儘管最初半個月表現乏力）。我們的希望是，香港的中資股很快就會開始追上上海的表現。