

《信報》專欄〈文人經略〉

錢塘深深深幾許 西水飛到港股去

上週提到投資欺山莫欺水，在山頂玩高台跳水，只要下面的水夠多夠深，仍有一定生還機會。見報當日，果見中、港兩地股市表演高台跳水，幸而成交夠大，連續兩日破二千億，本週亦維持於千五億上下，證明「錢」塘之水仍然夠深，浮上水面仍然可能。投資／投機者無論有無著泳衣，看來仍有時間再坐一會。

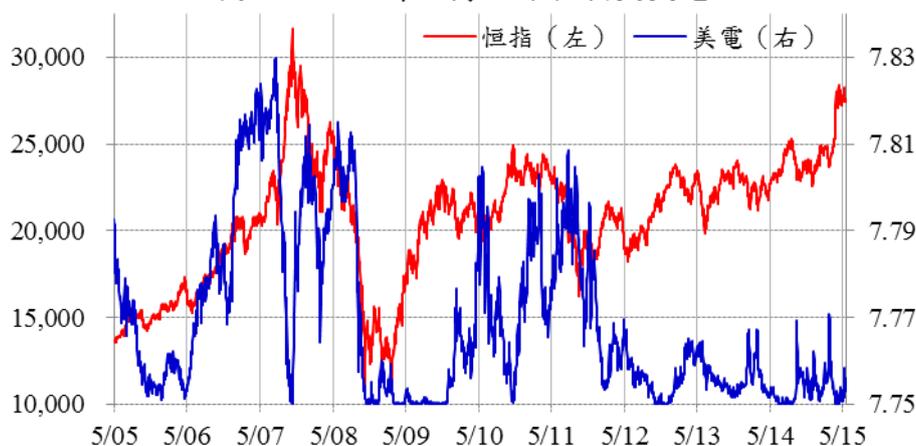
真的嗎？有報導指近週港元偏弱，可能有外資流出香港，具體操作是日間沽股票，晚上沽港紙，因此見亞洲時段港股跌、紐約時段港紙跌，並以5月27日晚美匯大升然後5月28日港股大跌為據，言之鑿鑿外資班師回朝云云。

數據上，美電與港股走勢的整體關係並不強。由2005年5月18日金管局優化聯繫匯率起計至今，兩者的相關系數僅0.11，迴歸分析亦不呈統計顯著；由2012年初起計至今負相關系數稍高，達-0.47，但迴歸分析的R2亦僅0.22。

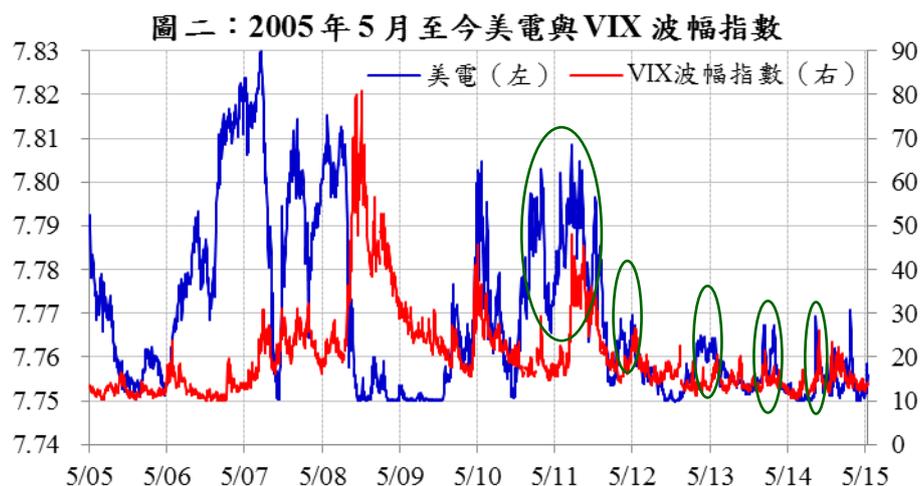
不過，美電對港股亦非全無啟示。當美電突然異常強勢（例如港紙衝擊強方兌換保證、金管局被迫入市沽貨）或異常弱勢（例如美電於2007年中至2011年底抽上7.78，或2012年初至今抽上7.7650）的同時，恒指均見顯著上升或下跌（圖一）。美電跌至7.75代表資金流入並可能推動港股進一步上升，但於7.75水平掉頭回升卻不一定表示資金撤出港股並且流出香港，這在邏輯上是站不住腳的。

因此，投資者看美電，關鍵是有無出現上述的異常強勢或弱勢，而不是今天升了或跌了幾多點。

圖一：2005年5月至今恒指與美電



另一個啟示更為有趣。圖二顯示，自 2010 年初開始，美電作為股市風險指標的性質愈趨明顯（2009 年前並不明顯）。在第一波歐債危機（2010 年第二季）、日本 311 大地震（2010 年第一季）、美國降級兼第二波歐債危機（2010 年下半年）、塞浦路斯及西班牙債務危機（2012 年上半年）、美國收水恐懼（2013 年第二季）、烏克蘭危機（2014 年第一季）、佔中（2014 年 9、10 月）及巴西股匯大跌（今年 3 月）多次市況波動期間，均見美電急抽，部分情況甚至略為領先 VIX 波幅指數（圖二綠圈），同時港股顯著下跌。

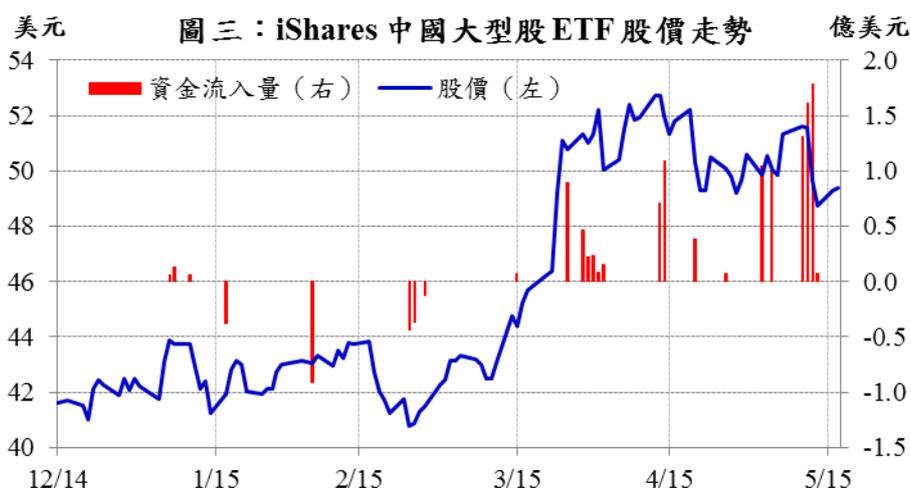


換言之，美電猶如一個另類恐懼指數，比 VIX 波幅指數行得更前，對港股的啟示更大。從這個層面看，美電異常抽升或急跌，意味港股異常波動，自然合乎邏輯。

因此，近期美電雖然略為回升，港元不及個多月前強勢，但顯然談不上弱勢或異常弱勢，所謂大戶出貨資金流走，顯然危言聳聽。

更重要的是，讀者或許記得，筆者在上月中時提過外圍一週流入中港股市 ETF 的金額約為 2.8 億美元，已超過當週流入全球新興股市 ETF 的一半。到了上週中、港股市大跌，但外圍資金竟然加速流入在外地掛牌的中港股市 ETF，僅美、德兩國已逾 8.4 億美元，計入英、法、韓、台的話，資金流入金額更高達 9.7 億美元。

以在美國上市、資產值最大的 iShares 中國大型股 ETF 為例，在上週四的大屠殺日，竟然出現了年初至今最大額的資金淨流入（圖三）。換言之，中、港兩地股民在當日亞洲時段瘋狂斬倉沽貨後，歐美資金在當晚紐約市段同樣瘋狂，不過是低吸而不是追沽，外資流走實在不知從何說起。



心水清的讀者也許察覺，過去兩個月本欄不論談債或論股，對經濟、通脹、加息或希臘等議題隻字不提，而翻來覆去其實只有一幅被：市場流動性。美國已進入 QE 後時代，歐洲未來亦可能進入後 QE 時代，歐美大行的交易員早已將注意力放在市場流動性上；Liquidity is King，也許會是下一個市場潮語。

何文俊
環球金融市場部