

《信報》專欄〈文人經略〉

衝鋒車好得 中港股市 two jump up

前週筆者揚言好漢不吃眼前虧，所以上週潛水一次，原打算暫避那邊廂耶倫之鋒，謀定再後動。豈料，這邊廂香港突然上映《衝鋒車》，人齊開車，令人眼前一亮；手腳稍慢，難免食塵。身邊有朋友悔恨假前未想坐貨、假後不敢追貨，唯有寄望下週丁蟹發火，殺低大市乘機撈貨。

古語有云：「英雄不但不止一個角度，而且還可以是三百六十度」（別苦思是哪句古語了，是戲中「古」巨基之「語」）。所有人都認為監管機構的鋼哥兒是今輪升市的英雄，3月27日收市後中證監一個《公開募集證券投資基金參與滬港通交易指引》的公佈，就為北水湧港進一步打開大門。

這話不是不對，不過也不全對；用鋼鐵的意志開了門，還需資金川流不息地通過，方能水到渠成。這川也不能太大，太大就容易引起波動，最好是細水長流，小就是美。最後，當然也不少得美元這全球最大水源的掌喉人聯儲局的份兒。

究竟講緊乜？「冷靜啲，逐樣逐樣嚟。」圖一所見，查實今鋪恒指打爆兩萬五、高見兩萬八，成交突破兩千億，走勢並非始於3月27日或3月30日，實際始於3月12日。當日仍是內地兩會期間，下午人行舉行記者會，表明不贊成「資金不應進入股市」這說法，因為「這些資金非常直接地支持了實體經濟的發展」。結果負負得正，上證綜指升1.8%，恒指則低開高走，確認年初在兩萬五開始的三頂回調反底。

圖一：年初至今恒指走勢



如是者，恒指在五個交易日內升了約五百點，然後遇上聯儲局議息會議。結果，FOMC 華麗轉身，白毛女神大扭籬毛，帶動恒指裂口上升，確認突破兩萬四，進佔兩萬四千五這重要台階，揭開大時代的序幕。

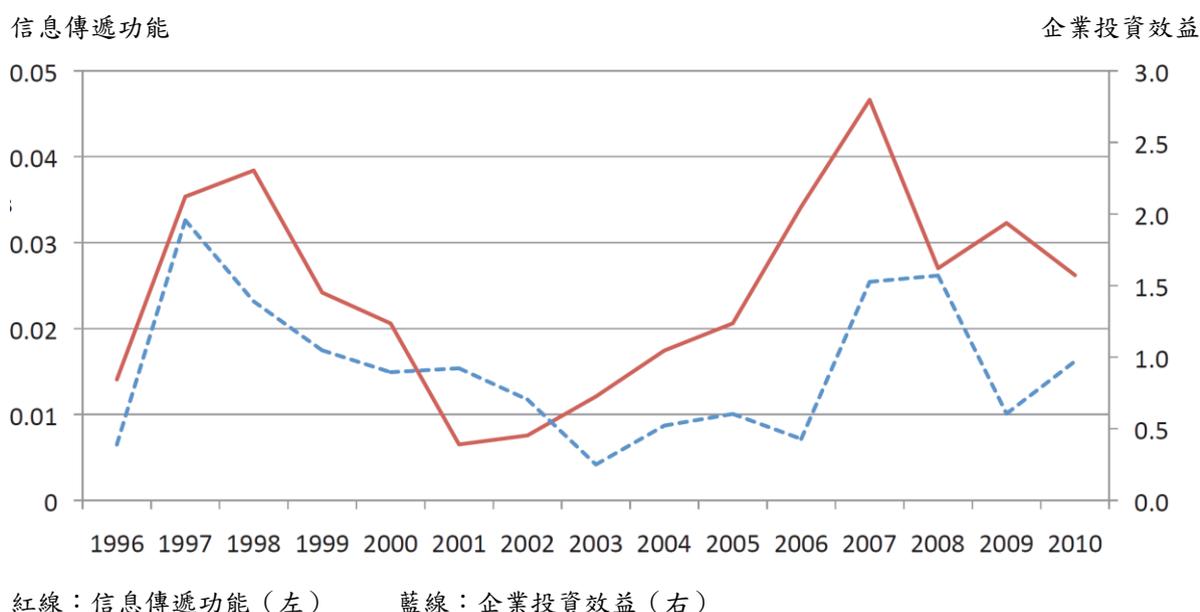
到了復活假前，鋼哥兒出台，恒指突破兩萬五；拜山之後，大媽登場，港股通連續兩日爆額。有細川長流、白毛女神、鋼哥兒和大媽們四大角色終於齊人，可以開車；衝鋒車「追」擊的目標，當然就是炒「滬港通鬼車」概念、打「跨境運資」主意的淡友。

投資者應怎樣自處呢？如果同意國家好，香港好的話，可以看看 NBER 今年新鮮出爐的研究（註）。原來剛好在人行3月中表示「股市資金支持實體經濟」前一個月，三位來自紐約大學和麻省理工的學者已發表了研究，題為「The Real Value of China's Stock Market」，還原 A 股的英雄真面目。

研究認為，內地金融體系分配投資資本的效益，對經濟持續增長至關重要，A 股市場更扮演關鍵角色。經過近十年的股改，A 股股價在未來企業盈利方面的信息傳遞功能，已堪與美股比擬；內地大媽對風險的定價及其他特徵，也漸漸與其他主要股市的投資者看齊，因此 A 股市場不應再被視為賭場。

更重要的是，A 股股價的信息傳遞功能在過去二十年與企業的投資效益高度相關（圖二，兩年預測期的相關性達 0.58），因此能夠結集信息，為投資經理提供有用訊號；另外，由於其與外圍股市的相關性較低，更能為可買 A 股的環球投資者帶來高程度的 alpha！

圖二：A 股的信息傳遞功能與企業的投資效益（兩年預測期）



最後，研究的結論是，A股自去年開始的大升浪是，市場對存款保險制（今年5月開始實行）和三中全會其他改革措施的肯定。只要A股持續改革開放，其信息傳遞功能將進一步加強，不僅可改善企業的投資效益，更能更好地支持經濟增長，甚至成為全球最重要的水晶球。

滬港通是中港股市資金互通，《衝鋒車》亦是中港合資製作電影，兩者均是境內外融合、跨境運資概念，何其巧合；更高層次的亞投行、一帶一路等大單亦同出一轍，可見大勢所趨。正所謂「條底褲著喺外面同裡面，超人始終係超人」；上市響在香港同內地，中字股始終係中字股。「英雄就係英雄，真係著咩衫都唔重要」；升市就係升市，真係響邊度上市都唔重要（何況仲有滬港通，兼且可能擴容！）。

如果相信有智慧不如趁勢，四位主角既已人齊開車，何妨效法戲中專門除暴安良的古巨基，一於二仔底死跟，適時上落車。在大時代咁做，聽落好似好硬膠（指內心固執，墨子《小取》篇有云：「內膠而不解也」），但隱隱約約又覺得好有型。

智者當然也可選擇靠邊站，唔好郁，熄匙。不過，唔好郁又點熄匙呢？

註：Jennifer N. Carpenter, Fangzhou Lu, and Robert F. Whitelaw, 'The Real Value of China's Stock Market,' NBER Working Paper No. 20957, February 2015.

何文俊
環球金融市場部