

《信報》專欄〈文人經略〉

港股自摸單吊西 西水東來咪走雞

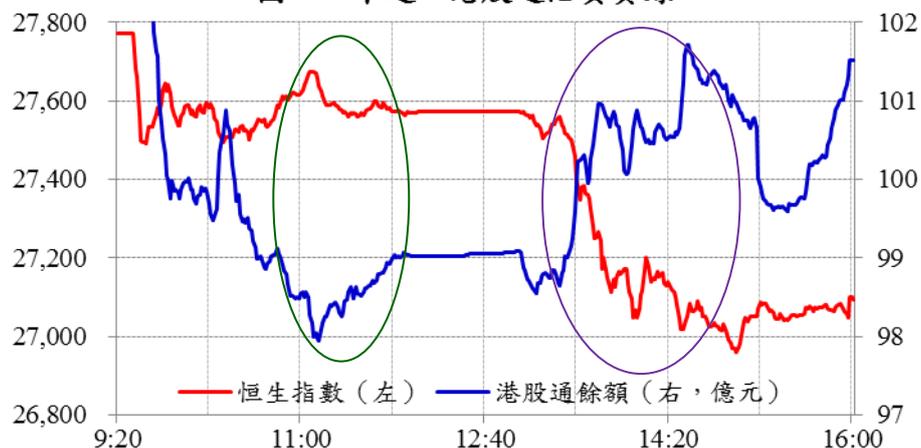
上週提到，中港股市衝鋒車人齊開車。正所謂「左輪改AK，小巴變警車」，升市途中撞正丁蟹，就連衝鋒車都變過山車。「大時代」的第一代粉絲如筆者等，近二十多年來起碼經歷過1993、1997、2000和2007幾次股市大上大落，對本週一的市況雖難免心慌，但一股「又嚟啲咁嘢」之熟悉感覺，同時油然而生。食得鹹魚多，自然抵得渴；抵得渴，待得西水來，週二即刻食番鋪自摸單吊西，不亦悅乎？

何解是西水不是北水？圖一所見，滬港股南下額度（即港股通）雖於復活節拜山假後連續兩日用爆，但接著已無以為繼；近一週的每日額度平均用剩90億元，逐漸回歸港股爆升前的均值，意味短期內南下的北水額度未必如想像中大，畢竟傳聞中的公募基金「正規軍」尚未全情投入。

更明顯的狀況見於本週一的大跌市。話說當天大市早於上午11時左右出現首輪沽壓，中午收市時已由高位跌約100點，而港股通可用額度亦由98億元回升至99億元（圖一綠圈），意味午飯前已有一億資金鬆人；但港匯卻由7.7505跌至7.7502，港元需求不跌反升。

其後，大市於下午1:20分突然開始急跌，至2:30分左右跌至27,000點邊，差不多完成全日主要跌勢；同一時間，港股通可用額度再由98億元左右急速抽升至接近102億元（圖一紫圈），而港匯則由7.7502跌至7.7501，進一步逼近強方保證。換言之，週一午飯前後港股急跌，北水固然有份沽貨，但同時另有資金密密吸納港元，結果在港股大跌500多點收市後不足兩小時，輪到金管局沽貨——沽港元。再二十四小時後，港股大幅回升755點，將週一的跌幅一舉升凸。

圖一：本週一港股通沽貨實錄



從金管局過去兩週的沽貨時間看，水來自西方無疑。當然，西水龍蛇混雜，小魚大鱷共治一爐，要一一確認身份，幾無可能；不過，交易所買賣基金（ETF）在美、歐大行其道且有跡可尋，仔細端詳，不無啟示。

全球有不少與中、港兩地股市掛鈎的ETF，主要在美國和歐洲掛牌；以資產值頭十位計，美國佔五隻、德國三隻、法國一隻、英國一隻，美、歐剛好50/50（論資產值則70/30）。在這四國掛牌的85隻具代表性的中、港股市ETF，過去一週共錄得資金淨流入逾2.83億美元；有趣的是，年初至今它們合共僅有不足2.4億美元的資金淨流入。

換句話說，由今年初至一週前，這些ETF仍處於資金淨流出狀態，直至最近一週有大量資金流入，才轉出為入。這代表什麼？這代表它們剛剛才趕搭這輛中港股市衝鋒車，亦正好與金管局近週開始入市沽港元的時間吻合！

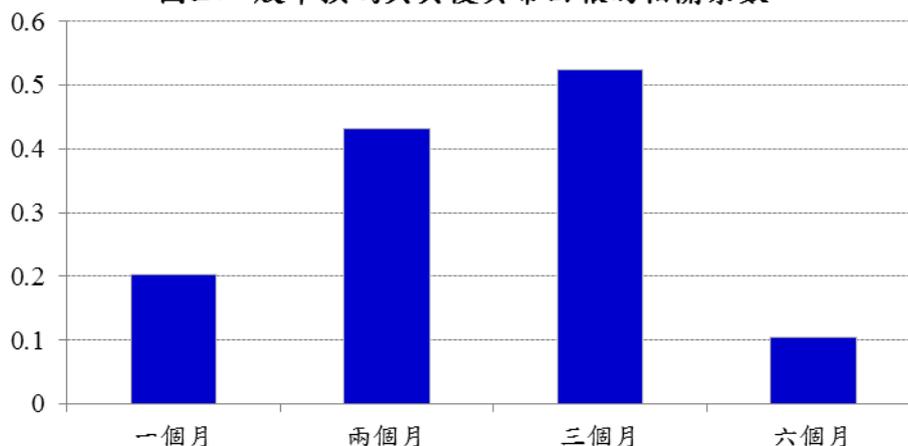
以當中資產值最大的iShares中國大型股ETF為例，年初至今的累計資金流入在本月10日曾一度接近零，直至上週中才開始快速抽升，趕上車的味道甚濃（圖二綠圈）。這亦解釋了為什麼週一當北水沽貨時，西水還在掃港元，然後在週二掉頭掃股市。



西水如此操作，盲目嗎？不盲目！聯儲局首席經濟學家Stephanie E. Curcuru去年3月就連同三位研究員在NBER發表了論文，提出美國投資者有舖癮，愛玩「均值回歸」，喜愛在過去一段時間持續跑贏的股市中獲利減磅，然後換碼至預期未來兩、三個月潛在回報較高的股市。

論文對1990年1月至2010年12月二十年內共四十二個國家的數據進行研究，發現股市換碼與其後兩個月及三個月異常回報（abnormal returns）的相關係數分別高達0.431及0.525（圖三），且呈統計顯著。美資無寶不落，可見一斑。

圖三：股市換碼與其後異常回報的相關係數



過去兩、三年，美、歐股市大幅跑贏全球人所共知；過去半年，中、港兩地股市從後趕上，已將全球股市比了下去。目前美、歐股市市盈率介乎十五至二十七倍，但恒指仍不足十二倍，國指更只有十倍，平得交關。日前有教父級新興市場基金經理建議投資者減持美股，逢低吸納 A 股，理由相若，亦印證了研究對美式炒股法的結論。

人望高處，水向低流；資金望未來回報高，西水向估值低處流。因此，從政策、估值、動力看，未來一、兩季何者續領風騷，不難想像。只要港匯續強，這舖自摸單吊西，採莊可也。

註：Stephanie E. Curcuru, Charles P. Thomas, Francis E. Warnock, and Jon Wongswan, 'UNCOVERED EQUITY PARITY AND REBALANCING IN INTERNATIONAL PORTFOLIOS,' NBER Working Paper No. 19963, March 2014.

何文俊
環球金融市場部