



### 祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。  
曾經在星辰，法興，瑞銀及軟庫金匯等投行研究部  
擔任分析師及主管達14年之久，專長於中小型股研究。  
後轉往凱思博投資管理擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。  
本欄讓讀者有機會一窺對沖基金行業全貌及傾聽業者心聲。  
筆者微博：[blog.sina.com.cn/raymondj2011](http://blog.sina.com.cn/raymondj2011)

## 股民哀歌

**最**近在微博上流傳着一段內地股民的打油詩：「買了浦發，白了頭髮；買了太保，三餐不保；買了人壽，愈來愈瘦；買了平安，徹夜難安；買了工商，全身是傷；買了基金，日日抽筋；買了石油，鍋裏沒油；買了石化，直接火化。」

今年內地股市已是連續3年處於下降軌道。上證指數繼2010年及2011年下跌14.3%及21.7%，今年亦累計回落5.1%。過去3年，內地股市表現在環球主要股市中可堪稱最差，上證的市盈率從2009年最高的28.5倍下降至現時2012年預測的9.7倍，貶值超過一半有多。

作為股民，意志被消磨殆盡不在話下，投資者包括基金經理都不明為何內地經濟增長雖然放緩，但全球計依然是首屈一指，股市卻是最糟糕。筆者記得十多年前分析中國股票時，國內管理層每每埋怨香港上市的中國公司市盈率太低（只有10多倍，遠低於A股的40多倍），總認為香港投資者不識貨，不了解中國國情。

### 水份多惹沽空機構攻擊

A股表現不振，連帶香港上市的國企和民企也表現欠佳。今年以來，恒指累計上升了13.3%，低於美國標普500指數的15.4%及德國DAX指數的24.1%。假若將香港本土及中國企業分拆開來算，香港股票其實不差，如MSCI香港指數今年就上升了19.2%，遠高於MSCI中國指數的5.3%。

內地股市低迷的理由眾多，從海外投資者的看法可以略知一二。著名美國對沖基金Kynikos Associates的主持人Jim Chanos對CNBC說：「China's a roach hotel；Don't trust the numbers」意謂中國有如甲由酒店，其統計數據不可信。他認為中國一直汲取西方資本，而這些資本只有進而無出。他警告投資者不應相信中國數據，包括政府的宏觀經濟及企業的會計數字。他

向為大淡友，現今依然鼓吹拋空中國股票。而中國企業會計帳目水份之多，正造就了海外沽空機構如渾水研究(Muddy Waters Research)有機可乘。

內地股市的特色就是經常被中央政策主導（如一手IPO市場、大小非股份供應量、房地產及汽車限購令，以及家電下鄉等措施），公司基本因素並不能真正反映企業核心競爭能力。公司賺錢很多時是時來運到，由宏觀氣候所促成。很少企業真正擁有特許經營價值(Franchise Value)及品牌創意，大部分公司只懂以割喉式競價來求生，當經濟放緩，市場資金速度一減慢，企業就立刻無所適從。

### 國退民進重建股民信心

以往A股達40多倍市盈率，主要是由於政府造成求過於供的現象，現在則倒過來供過於求。需求減少是因為各種負面國策徹底地摧毀了投資者入市信心。宏觀經濟不理想，想刺激內需但又不放開剛靜下來的房地產，市場就開始流傳中央想在「十八大」後施行更多刺激股市方案來製造財富效應。

從過去數月政府的言論確看到，中央有鼓勵投資者入市的意向，但股民受傷太深，每次稍為反彈又再繼續尋底。政府至今只流於吹風，說真的，真正能刺激股市的就是國家再次鬆動銀根，甚至讓主權基金主動入市。長綫而言，要改革內地股市，中央一定要下放一級市場（由投行按市場供求增發新股），開放更多債務融資渠道予民企，促使國退民進，在監管上嚴懲造假帳的公司及管理層，重建投資者信心。

今年恒指表現雖不俗，但個別行業、民企及中小型股仍然到處地雷，要跑贏大市一定要側重香港為主及高息股票。筆者相信假若香港大市要再上一層樓，A股一定需要反彈，而內銀、保險及證券股一定要成為大市龍頭。■

今年恒指表現雖不俗，但個別行業、民企及中小型股仍然到處地雷，要跑贏大市一定要側重香港為主及高息股票。