

下一步的部署，可能是當「滬港通」開啟後，購入存有折讓的A股，配對被拋空的H股。

AH股差價

自從4月10日宣布「滬港通」以來，沉寂已久的H股瞬間成為市場焦點，一些相對A股股價有大扣讓的公司突然大受追捧；反之享有高溢價的H股則遭受沽壓。AH股的關係大致可分為三個階段：一、2010年6月前，A股大部分時間處於牛市，對H股存在極高溢價；二、2010年6月至「滬港通」宣布，因為內地股市低迷，所以很多H股相對出現溢價；三、宣布「滬港通」將開通。

歷史上，A股的市盈率及股價一直遠高於H股，就算是相同的公司。原因是：一、內地是封閉式市場，國際資金不能自由進出，在缺少其他投資工具下，A股成為內地資金唯一的投資出路，造成股票供求失衡；二、人民幣非自由兌換貨幣，加上內地的利率和資金成本與香港及國際市場不一樣，就算同一隻股票，A股及H股的折現率及市場風險溢價也不一樣，所以按財務模型例如**現金流折現模型 (Discount Cash Flow Model, DCF)**及**股息貼現模型 (Dividend Discount Model, DDM, 見104頁財經詞彙)**等算出的股價也會不同。

提防市值小公司回落

「滬港通」其實等於將人民幣局部開

放，將兩地的資金成本拉近，所以AH股的折讓收窄是自然的結果，關鍵是：一、有折讓的H股應該向上升，或有溢價的A股應該下降；二、有溢價的H股應該下降，或有折讓的A股應該上升。此外，利用「滬港通」套戥始終存在交易成本及滙率風險，兼且A股不容許拋空及AH股不能互換，所以最終AH股之間必定仍然存有價差。此外，中小型股份籌碼容易被集中操控，缺乏流通量，所以中小型的A股相對同公司的H股通常都出現極高溢價。

自4月10日，上升幅度最高的H股多數是市值較小及基本面較差的公司。這類公司缺乏長綫基金持有，所以當熱潮過後（估計於滬港通正式啟動之前），回落的速度也可以非常驚人，雖然不排除持有A股的投資者會將高溢價的A股沽出，轉換成H股。

存有溢價的H股受壓的機會亦很大，因為它們大部分為大價股，對沖基金可以隨時拋空H股的同時，買入其A股套取價差。筆者估計最近大量流入港元的海外資金，部分是專門作風險套戥的海外對沖基金，相信一些已經買入大折讓的H股及已拋空有溢價的H股，下一步的部署，可能是當「滬港通」開啟後，購入存有折讓的A股，配對被拋空的H股。■

祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。曾經在外資及本地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。後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011



10大折讓H股

股份	周三收報(元)	H股比A股折讓(%)	4月10日至今升幅(%)
浙江世寶 (01057)	10.16	-60.3	98
山東墨龍 (00568)	4.71	-58.5	71
南京熊貓 (00553)	5.16	-50.7	12
京城機電 (00187)	4.16	-46.6	42
洛陽鋁業 (03993)	4.75	-44.5	30
東北電氣 (00042)	1.7	-44.2	49
重慶鋼鐵 (01053)	1.65	-44.0	35
昆明機床 (00300)	3.2	-42.6	24
創業環保 (01065)	5.63	-42.5	17
上海石化 (00338)	2.34	-42.0	1

10大溢價H股

股份	周三收報(元)	H股比A股溢價(%)	4月10日至今升幅(%)
鞍鋼股份 (00347)	5.52	36.0	6
安徽海螺水泥 (00914)	28.4	34.0	-13
濰柴動力 (02338)	30.65	33.6	1
寧滬高速 (00177)	9.7	28.6	5
青島啤酒 (00168)	61.45	23.8	4
中國鐵建 (01186)	7.44	23.1	2
中信證券 (06030)	17.92	22.9	-5
中國神華 (01088)	21.15	22.2	-7
中國交建 (01800)	5.68	22.2	1
中國中鐵 (00390)	4.09	21.7	4