



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

雄鷹
展翅

Columns
美術：林美賢

塵埃落定

聯儲局終於在12月16日議息後，宣布10年以來首次加息四分之一厘。匯率市場早在一星期前已反映加息的影響（即持美元長倉者開始拆倉，導致美元稍為轉弱），美國股市也在議息結果宣布前兩天作出反彈。這次加息，最傷的應該是美國垃圾債券，因為市場流動性不足，加息前一周出現大型對沖基金Third Avenue Management將旗下高息債券基金Third Avenue Focused Credit Fund關閉及停止回贖的消息。

高息長期債尋底

美國上市的两隻高息債券交易所基金代碼HYG及JNK，今年以來分別下跌5.35%及6.77%（息率達5.92%及6.75%），並於議息結果前兩天雙雙做出自2013年6月24日以來的新低。息口上揚，市場對相同風險的債券將要求更高的回報率，年份長及高息的垃圾債券價格必受最大沽壓。關鍵是現時的價格是否反映了中短期未

來的加息走勢。如果是，現在可能是買入這些債券博反彈的好時機。

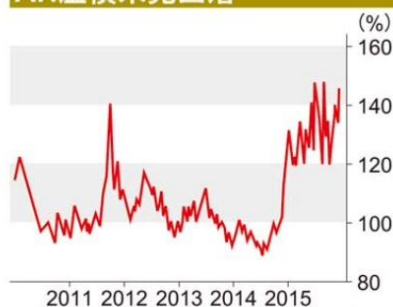
加息對債市肯定是壞事，對股市卻不一定。歷史告訴我們加息對美股乃好事情，由1977年至2004年之間的5次加息周期，標普500指數於8至41個月後才見頂，升幅範圍由11.3%至41.9%之間不等。加息表示經濟復甦，企業盈利上升，故足以抵銷利率上升引致的財務支出。

市場封閉利好A股

香港利率跟隨美國走勢，但經濟卻受內地影響。香港上市公司絕大部分都是中資股或以內地為生產基地，所以股市走勢主要受內地經濟主導。美國加息將會令人民幣相對更弱，所以未來數月人民幣貶值的勢頭理應持續，但中央過去半年透過各種不同的貨幣及財政政策刺激經濟。

假如經濟於未來數月從谷底反彈，加上，明年10月人民幣被納入SDR後帶來對人民幣的新需求，人

AH溢價未見回落



民幣匯率有可能在明年底前穩定下來。股市一般先行於實體經濟，加上明年深港通及A股有機會被考慮納入MSCI指數，股市有可能由現時悲觀的一面擺向樂觀。

A股對H股溢價持續在自2009年3月以來的高位徘徊（見圖），A股比H股最大優勢就是：一、由於市場封閉，不受國際資金流向影響；二、內地投資者資金苦無出處，只要市場氣氛稍為好轉，賭性極大的股民始終會入市；三、由散户主導的A股市場成交深度足夠，所以足以支撐相同H股較高的估值。估計除非A股市場完全國際化及自由開放，A股在可見未來都會仍然對H股存在溢價。由於A股有更好的流動性，更多海外基金會考慮透過滬港通或深港通持有A股，間接令H股成交及估值更雪上加霜。FM

“息口上揚，市場對相同風險的債券將要求更高的回報率，所以年份長及高息的垃圾債券價格必受最大沽壓。”