



### 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

## 恐慌回歸理性

環球股市在今年首兩個月出現大震盪，當時投資者普遍覺得人民幣將會大幅貶值，引發第二波亞洲金融危機，連同油價下瀉，令國際市場擔心系統性風險隨時爆發。出口術唱淡中港股市的包括金融大鱷索羅斯（George Soros）及其他著名美國對沖基金經理。2月底開始，人民幣和油價卻靜悄悄的由低位回升。前者受惠內地持續施行各式財政及貨幣刺激政策，加上美國暗示減慢加息步伐；後者因為產油大國沙特阿拉伯及俄羅斯，有迹象於今年凍產。

### 股市僅為技術性反彈

年初恐慌的原因是，由於市場擔心貨幣以至負利率政策對於股市及經濟的刺激已經到了盡頭。中國3月的經濟數據有所改善（包括出口及採購經理指數，PMI），顯示市場之前確實過分悲觀。

環境市場由年初低位大幅反彈，再次引證鐘擺及**回歸中間**

值（Reversion to the Mean，見112頁財經詞彙）原理。美銀美林最近甚至對亞洲及新興市場由悲觀轉為樂觀，屬5年來首次。反彈力度最大的兩個市場為巴西（由1月20日低位反彈45%）及俄羅斯（由1月18日低位反彈24%），她們受油價及商品價格蹂躪最深，以及政治風險最高。香港股市今年反彈最多的兩個主要板塊分別為澳門博彩及資源類股份，同樣由於之前被過分拋售及沽空，所以當拋空者平倉時，反彈力度亦最猛。但除非澳門博彩數字回復增長及油價繼續上升，這些技術性的反彈過後，股價上升軌將難以維持。

### 中國產品安全受懷疑

中國及香港消費股估值在過去兩年大幅貶值，理由眾多：一、市場份額被線上及電子商貿對手搶走，例如

### 全球市場大幅反彈

指數	今年低位日期	相對2015年底跌幅(%)	現價相對今年低位反彈幅度(%)
香港恒生指數	2月12日	-17	16
恒生中國企業指數	2月12日	-22	22
上海證券交易所A股指數	1月27日	-25	13
巴西聖保羅證券交易所指數	1月20日	-15	45
莫斯科 MICEX 指數	1月18日	-10	24
標普500指數	2月11日	-11	16
納斯達克綜合指數	2月11日	-16	18
日經225指數	2月12日	-22	14

資料來源：筆者提供，截至周三（20日）

零售商及百貨公司；二、產品品質及衛生標準被懷疑，例如奶粉及食品公司；三、強美元及民粹主義令旅遊消費減少，例如香港零售商。有趣的是，很多在外地上市的同類型公司，業績及估值卻大幅提升。其中包括日本的嬰兒用品、藥店以至安全套生產商及澳洲的奶粉及保健食品商。

這些外國公司均受惠於突然增加的中國銷售額，這些商品中國大部分都有生產，但中國人自己卻不相信中國產品的安全性，寧願付出較高昂價格購買進口貨。這個現象告訴大家，中國公司不應該單用價格去競爭，當中產階級形成，對生活有所要求，消費者開始着重產品安全性，質素及品牌。中國公司及消費行業要有所突破，需要擺脫以往單靠競價、以廉取勝的宗旨及營運模式。FM

“除非澳門博彩數字回復增長及油價繼續上升，這些技術性的反彈過後，股價上升軌將難以維持。”