



祝 振 駒

翱騰投資管理（香港）有限公司董事總經理，
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管
達14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基
金擔任基金經理，2010年創立翱騰。
博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

加槓桿與 去槓桿

近代歷史上每次國際性的經濟或金融危機都幾乎是由過度寬鬆的信貸引起，以致形成資產泡沫、銀行壞帳，最後變成金融系統性危機。

2008年的金融海嘯過後，中國透過大量信貸，進行基建投資及刺激房地產，結果造成大量過剩產能及房地產泡沫。為了遏抑房地產泡沫，政府開始收緊信貸，結果經濟開始下滑。為了解決資金問題，於是開始興起地方影子銀行、信託及微型小額貸款等等。當這些影子銀行及信託開始出現壞帳危機，中央政府於是再度放寬貨幣政策，及透過融資融券，開放A股市場及金融改革來製造財富效應，刺激經濟。

融資推動牛市

自去年7月開始的內地A股牛市，主要來自急升的融資（即孖展）比率（見圖）。由去年8月底開始，內地A股的孖展比例（相對自由流通市值）已經超越美國。但因為內地股民賭性太強，除用盡了證券商的孖展額度外，更透過場外配資及傘形信貸等灰色地帶，大幅增加槓桿比例入市。聽聞這些場外融資的比例平均可達4至5倍，甚至高達10倍（即1元按金可借9元）。

假如投資者利用4倍槓桿融資，股票只須連續跌停兩天（約20%），本金便已立刻完全報銷。雖然中國股市的孖展比率已高於美國，但總市值（自由流通部分）相對GDP的比例則仍遠低於美國（中國約0.74倍，相對美國約1.4倍），所以中國股市仍然有很大的增長空間。

去槓桿引發調整

最近A股有所回落，正因為政府開始關注過度的融資信貸，起初有證券商收緊藍籌股的融資比例，跟隨減少可提供融資額度的二三線股數目，到最近則開始調查及處理場外配資及傘形信貸等活動。估計當不

合法的槓桿被清理丟掉（即該被斬倉的被斬掉），A股的短期調整便完成。經歷過較大深度的整固後，缺乏實力的被淘汰，剩下來具備財力的也會變得額外小心，於是市場便有機會由狂牛轉化成慢牛。☺

中國融資比率急升並超越美國

