



振翅騰飛

AH股走勢背道而馳

上證指數由年初至上周五上升了14.1%，相對恆生國企指數（國指）同期下跌了0.7%。

代表AH股差價的指數（見圖）由去年7月24日的低位88.7（即A股對H股平均折讓11.3%）勁升至3月26日的一年高位136.32（A股對H股平均溢價達36.32%）。滬港通開啟之前，香港投資者以為AH股之間的價差最終必定因互聯互通的機制而收窄，但4個多月過去了，兩者的價差反而進一步擴闊，即同一隻股票，A股的估值相對H股愈來愈高。從價值投資的角度看，這是匪夷所思的事。筆者在年初已判斷今年A股會繼續跑贏恒指及國指，

相信這現象會在今年持續下去。換言之，已持有A股者如果要對沖市場風險，可能應拋開傳統智慧，沽空股價較低的同一家公司於香港上市的H股。

A股由國內散戶資金主導

A股牛氣沖天，港股卻死氣沉沉，兩者最大的分別是資金流向。推出融資融券（即用槓桿買或拋空股票）及開放滬港通等措施，某程度上是國家引導資金進入股市，然後透過財富效應刺激消費及經濟。中央政府從去年中開始採取較寬鬆貨幣政策，部分資金亦直接被釋放至金融市場。由於散戶佔A股成交比重約8成左右，所以上述政策均輕易及直接地鼓勵市民入市。反之，香港股市散戶只佔總成交量的20%，而外資基金佔34%（英國及美國分別佔其中的28%及26%），本地基金及交易所參與者本身交易（包括莊家盤及本身公司盤）則分別佔24%及16%。所以外資不流入港股，香港市場絕無可能進入大牛市。過去數年外資一直對中國經濟抱有懷疑態度，明顯地他們此刻仍未相信中國經濟能軟著陸。從中港兩地成交量，明顯看出兩者的分別。A股去年上半年的

每日平均成交金額只有1,792億元人民幣，但今年（截至3月26日）已上升280.4%至6,816億元。反之，港股同期的每天平均金額只上升32.2%至815.5億港元。換句話說，今天滬深A股的總市值只為港股的1.43倍，但交易額（2015年平均）卻高出9.4倍。

滬港通實施了4個多月，北上的資金一直遠高於南下，表示資金一直由香港淨流出往上海A股。去年7月24日，A股相對H股，只有56隻具有溢價，30隻為折讓；到今天具溢價的A股已增至83隻，折讓者則減至只有3隻。

A股側重動力多於價值

A股散戶的投資取向以動力為主，就算港股較便宜，他們也不為所動。加上開戶的門檻過高（必須起碼50萬人民幣），令國內投資者更無意參與港股。深港通推行在即，看來此刻，港股比A股更需要新資金來刺激市場。最有效的措施是將更多的香港中小型股納入互聯互通範圍及降低國內股民開戶要求，否則香港市場的成交只會進一步被蠶食，愈來愈多香港大中華基金將被迫轉炒氣勢如虹的A股，避免大幅落後以投資A股為主的競爭對手。☞

祝振駒 Raymond Jook

翹騰投資管理（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年創立翹騰。

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

AH股溢價指數

