

板塊輪動 資金或投內銀股



內銀股近年一直跑輸大市



中央政府現在想要一個更健康以及更具深度的股市。實現這目標的理想方式，是股市廣泛地反彈，而非只是個別板塊大幅上升。這樣，就必須涉及內地銀行股的重新評級。圖為中國國家主席習近平。

(資料圖片)



國際視野 潘迪藍

Gavekal Dragonomics
資深經濟師

中國A股在過去一兩周出現猛烈的拋售，令內地散戶投資者承受損失，亦促使一些外國評論員宣稱，內地的股市泡沫已經爆破。

單是6月19日，「上海證券綜合指數」就下跌了6.4%之多。6月15日至19日合計，一共下跌了13%，乃2008年金融危機以來內地股市的一周最大跌幅。

隨着上證綜合指數跌穿其50天平均線，未來幾天將會成為關鍵。由於內地不少散戶都是以槓桿方式買股，若內地股市進一步下跌，可能會引發他們被迫收保證金，這又可能迫使他們拋售股票，引致內地股市出現失控的螺旋式下跌。另一方面，如果內地股市出現支持位，最近的損失就可能只是一個暫時現象。

維持牛市重要性 不下一帶一路

經過一輪熱烈的討論之後，Gavekal的廣泛觀點是，回顧過去6個月，就會覺得，內地股市現時疲弱，實際上是一個入市的良機。這主要是因為，內地股市的情緒被政府政策帶動的程度，就有如受游資帶動那麼厲害。以下是幾個重大理由，令北京政府希望

看到牛市：

1. 內地企業現時還是以舉債作為主要的融資渠道。因此，有需要建立一個可持續的股權資本市場，作為另一種融資渠道，以補前者的不足；

2. 需要獎勵一些精英分子，令他們相信，在在習近平統治下的中國，雖然不斷打擊貪腐，他們仍有賺錢的方法；

3. 以財富效應催谷中國正逐漸轉弱中的經濟。

另外，也許是最重要的，中國正在推行經濟改革，承諾讓市場力量發揮更大作用，以及減少國家機關直接介入經濟。要讓這個過程順利，牛市就是必須的。這既有助國有資產進一步私有化，亦可以鼓勵私人投資。只有推行這些變革，中國才能釋放其潛在的生產力，達到習近平心目中的超級大國地位。簡而言之，內地股市維持在牛市狀態，就是習近平的鴻圖大計的一部分，其重要性就有如「一帶一路」和人民幣國際化般。

然而，這種「再通脹」戰略是有潛在危機的。「融資融券」交易（孖展交易）持續快速增長，可能會開始對中國的金融體系構成系統性風險。為了避免出現2007年的上海股市或者1990年的台北股市那種信心危機，內地政府必須做好準備，一旦它認為市場太瘋狂，就要限制流動性。它亦不得不忍受偶然的大幅調整，就好像過去兩星期那樣。

在早前的拋售潮當中，有關當局保持沉默，是一個重要信號。這表明了，北京樂於看到，有過熱危機的股市「消一消氣」。

由於早前過度樂觀的情緒助長了「融資融券」交易，憂慮股價下跌和大起大落，正是馴服投資者過分

熱情洋溢的最佳方法。

貨幣寬鬆 有利內銀

在中國投資的金科玉律，是看中央政府想要什麼。它現在想要的，是一個更健康以及更具深度的股市。實現這一目標的理想方式，是股市廣泛地反彈，而不是好像過去幾個月般，只是個別板塊大幅上升。這樣，就必須涉及內地銀行股的重新評級。

內地銀行股的表現已經遠遠落後於其他板塊。與其他指數成分股相比，內地銀行股現時要比它們便宜得多，只是它們的五分之一至四分之一。

經過過去一兩周的股市調整，投資基金若轉投內銀股這個板塊，正好符合北京的目標。內銀股較低的風險溢價，亦將會有助基金經理引入更加以市場為導向的投資組合。

重估內銀股真的有可能嗎？有可能。最近幾個月的貨幣寬鬆政策，已經令中國的孳息率曲線變陡，在一定程度上可以支持銀行股過去的股價。

更重要的是，隨着內地地方政府將於今年內重組置換一筆大約2萬億元人民幣的債務，有關地方政府債務違約將會損害銀行的資產負債表的憂慮已經減少。最後，在樓價連跌一年之後，內地房地產市場成功穩定下來，應該也會加強投資者對銀行業板塊的信心。

一輪激烈的拋售有時是預示著熊市的開始。但是，它也可以標誌着「板塊輪動」（投資熱點轉向其他板塊）的痛苦過度期。隨着一些高價和投機性較高的股份暴跌，先是在中國創業板，繼而在大盤的指數成分股。我們估計，現時失寵的內地銀行股將會因而受惠。