

A股持續低迷反映的事實

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

眾所周知，投資內地股票的經驗是非常令人沮喪的。事實上，在過去15年間，中國一直是全球增長最快的經濟體。但另一方面，在過去15年間，中國卻要竭力避免成為全球最糟糕的股票市場。

當中國的經濟數據開始回升時，上海A股最近卻跌破4年來的最低水平，中國這種奇怪的「雙重身分」再次引起人們的注意。這怎麼可能呢？這一種令人不安的發展還會繼續下去嗎？

中國的股票市場一向都十分奇特——同一家公司的股票，在內地股市可以相當昂貴，但外國投資者卻可以在香港股市以廉宜得多的價錢買到。然而，這些日子以來，在內地上市的中資公司的股價，平均卻比它們的海外掛牌的股份廉宜得多。

內地股市受到買家抵制

我認為，儘管有經濟增長企穩回升的好消息，A股股價和交易量都下跌了，反映內地的股市正遭受到買家的抵制。這可能有幾個原因。第一，隨着中國的債券市場和「財富管理」行業深化，內地的游資已被吸引過去。

畢竟，當可以相當可靠地從安全得多的固定收益市場賺取每年5%至7%的回報率時，為什麼還要冒內地股市極度波動的風險呢？（對於外國人來說，就更加有人民幣升值的額外收穫。）而且，各種財富管理和信託產品的回報率有時甚至更高，即使投資者不選擇風險最高的產品。

最重要的是，內地有很多上市公司的大股東股票

禁售期屆滿。單單在11月份，就有74家公司、價值1900億元人民幣的股票的禁售期屆滿。預計在12月禁售期屆滿的股票數額還要更大。這些主要股東售股行動顯然對股票市場造成了很多負面的影響。而這個情況很可能會延續，至少直至明年初。

A股價值多由游資決定

但是，還有另外一個因素我們認為應該密切關注，那就是內地企業的現金環境。中國A股歷來都是由游資帶動多過由價值帶動，部分原因就是因為這些多餘的現金的投資選擇有限。

誰擁有最多的多餘現金？中國的企業。特別是國有企業，因為很多眾所周知的原因（國企股息率低、金融管制措施有利國有企業等），而有很高的儲備率。這就是為什麼在2008年之前，M1增長（這在中國主要是企業存款），而不是更廣義的M2，與A股的股價表現出較高的相關性（接近70%）。

但是，在過去幾年，有理由相信，企業投資在A股市場已經減退。在2010年，很多資金都忙於追逐房地產或者高回報的固定收益投資機會。

之後，由2011年底開始，市場利率抽高，企業盈利放緩，甚或轉盈為虧，令企業的游資大減。由2010年中起，兩地上市的企業A股比H股享有溢價的現象已經消失，只曾在2011年歐債危機高峰、H股遭受大幅拋售時一度回復溢價。

A股成中國企業游資寒暑表

由於傳統上，A股比H股享有溢價，很多投資者現在仍然相信，A股的價格將會收復失地，不久就會開始趕上其海外股份的價格。這是一個有根據的假設，若在未來幾周，兩者價格差距拉近，我也不會感到驚訝。可是，若這種情況未能出現，我們就應該打醒十二分精神。



當中國的經濟數據開始回升時，上海A股最近卻跌破4年來的最低水平，中國這種奇怪的「雙重身分」再次引起人們的注意。圖為內地股民看股價。（資料圖片）

事實上，若A股市場繼續惡化，我認為，它將會引發一個更廣泛和非常嚴重的潛在問題——現在呈現的經濟復蘇的性質問題。不幸的是，關於非上市中國企業現時的實際現金流狀況，很少有可靠的數據。從這個意義來說，A股可以作為中國企業的游資情況的寒暑表。

這就是為什麼中國概念股持續走弱令人擔憂的地方。日常消費品和醫療保健行業兩大板塊的疲弱，尤其令人擔憂，因為直至兩個星期前，它們仍然表現得有力反彈。這是表明市場上有人在大手拋售？

若是這樣，那麼我們就要問，最近企業盈利從谷底反彈，到底是會計上的數字遊戲，還是企業的現金收入真的有改善。

當然，正如上文提及，A股下跌還有其他因素，包括：大股東的禁售期紛紛屆滿，來自固定收益產品的競爭日益激烈等等。但買家的抵制也可能是企業仍然處於在壓力下的迹象——這個情況投資者應該密切關注。