

A股時光倒流十年

筆者近期風塵僕僕，不少機構在年初邀請筆者談起今年投資機遇，除第17屆東驥投資群英會外，筆者亦為中大EMBA及公開大學等主講投資解密。

由於機構或散戶投資者在去年底實在太悲觀，如今卻與東驥基金研究部早前的預期相約，全球股市踏入1月逐漸回升。筆者近期已不斷強調1月份股市上升的原因，尤其是中國股市在歐洲9國評級被下調後仍然上升，這是否意味「Risk Off」浮現了？投資者似乎不欲再持有現金及進軍投資市場？

除非發生市場預料之外的事情，投資者才因「Risk On」而離場；事實上，全球投資者（尤其是基金經理）均認為股市價值非常便宜，屬理想入市時機。筆者同時參考多位基金經理的觀點，他們紛紛建議趁低入市，並長線持有。

A股超便宜 老百姓當災

筆者上周曾談及「A股十年歸於零」，A股從2000年的1300多點起，現卻處於2200點區域，考慮通脹等因素後，A股現況竟與十多年前相約！為何A股如此便宜？北京大學張宏良教授作出了以下精闢分析：

因為美國股市和越南股市下跌是大家都賠錢，唯獨中國股市下跌只有老百姓賠錢，自然就沒有人關注了。中國同一張股票具有不同的價格，國家一個價格，企業一個價格，外國人一個價格，中國老百姓一個價格，期間相差十幾倍，比如中國石油，外資購買價格是1塊多人民幣，中國百分之一運氣好的「抽籤」價格是16.7元人民幣，百分之九十九的老百姓平均購買價格是三、四十元，至於那些通過國企私有化改革到手的法人股（大小非），乾脆就沒花錢……。

老百姓購買價格之所以高出十幾倍幾十倍，是當初國家承諾只

有老百姓手裏的高價股能夠上市流通買賣，其他所有低價股不能上市流通買賣，也就是說，中國老百姓高價購買的實際上是上市流通權。在所謂股權分置改革之前，這種同股不同價的現象雖然不合理，但是至少沒有形成一部分富人和外資對廣大股民的公開掠奪。所謂股權分置改革，就是國家違背承諾，允許所有股票統統上市流通，富人和外資的低價股與老百姓的高價股都按照一個價格買賣，這無異於是把老百姓帳戶上的錢直接劃撥給富人和外資，於是老百姓的災難就開始了。

從張教授分析，短期而論，中國散戶對A股已完全失去信心；即使內地投資者深知中央政府仍在2012年嚴控房地產價格，內房處於嚴冬期，而且A股價格實在非常便宜，內地投資者卻仍然相信投資房地產的回報較A股為佳，可見中國金融改革的迫切性，中國金融改革會議必須着重各項改革或修正事宜，重建投資者（大部分為散戶）的信心，尤其推出針對股市的措施！

因此，筆者贊成中國加快成立金融國資委，香港政府及金融業界則成立類似貿易發展局的機構（不包含監管），旨在推動和促進本港金融業日後的發展及變革。



中國散戶對A股已失去信心，即使內房現在處於嚴冬，投資者卻仍然相信投資房地產的回報較A股為佳，可見中國金融改革的迫切性。（彭博圖片）

眼見內地市民因股市不振而愁眉苦臉，溫總在春節前發表振興內地股市的言論（出口術），配合近日公布的經濟數據表現理想，及盛傳千億地方社保基金入市等消息，內地股市隨即反彈，人民重展笑容，高興地迎接龍年的來臨，溫總可謂用心良苦。

派息太低 易攻難守

中國證監會新任主席郭樹清曾於上任前發表數次演講，他表示必須針對性改善中國股市的弊端，好讓A股

健康地成長，日後為企業轉型或融資等提供渠道，協助中國經濟持續發展及股市拾級而上，社保基金及散戶等可累積財富，創造更多中產階級。

與此同時，內地經濟將來不需過分依賴房地產，須知房地產容易引發通脹，股市卻不然，況且股市上升可推動財富效應、刺激內需、抵銷部分因房價下跌而出現的負財富效應。故筆者相信中央欲利用內地股市分流部分資金，促進股市及

經濟發展。

內地A股最大的問題是：「只可攻、不可守」。即股民因股價上升而獲利，現在可透過沽空，股民待股價下跌後再獲利；奈何投資A股的致命傷卻是不派息或派息太低（根本與不派息無異）！

猶如大部分內地的房屋屬無批房，若業主欲把房子出租，必須安排一切裝修事宜，既費時、又所費不菲。寧願不把房子出租，惟有冀望資產升值及待價而沽。投資A股的情況如相若。

筆者最近出席了滙豐資產管理午餐投資年會，滙豐的看法與筆者不謀而合，即利用現時頗低估值的時機入市，因再跌風險愈來愈小，按【圖1】所示，中國股票現時的估值跟1998年亞洲金融風暴、2008年金融海嘯等相約。

按【圖2】所示，一旦情況逐漸改善，以現在亞洲股票的市賬率（Price to Book）比例（0.8至1.5倍）而論，一年及兩年回升的機會率分別為85%及89%；由此看來，上升的機會較下跌為多，估值率較高。倘若閣下考慮利用餘錢入市，未來或出現大幅上升的機會，所謂：「財不入急門」！

東驥基金模擬組合一周上升2.07%，2012年連續3周上升，本

年至今共上升了4.29%，1月份應屬紅盤。組合內所有基金上周均錄得升幅，只有Comgest歐洲基金下跌0.13%，或因歐羅兌美元回調所致。

上升幅之冠為投資於中國中小型股份的亨德森遠見中國躍升基金，上升6.15%；亞軍為百利達巴西基金，上升4.05%。

市場已消化負面消息

中國2011年的經濟增長為9.2%，儘管增速放緩，但卻較預期為高，中國經濟硬著陸的機會下降或消除此疑慮，而且工業生產增加及內需暢旺，屬利好的消息；若經濟表現欠佳，市場或認為中央將加快放鬆銀根的速度，又屬另一利好的因素。

當投資者主觀地希望股市上升或下跌，相關的因素便支持其看法。但許多壞消息已在2011年出現及於預計之內，除非出現更差或未曾預料的消息，否則股市的1月份升浪應可獲得肯定。

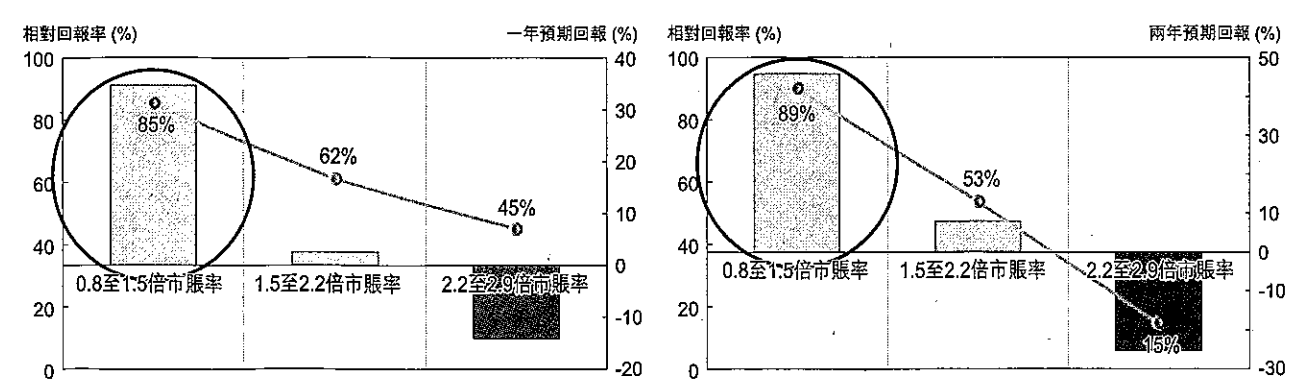
筆者謹祝各位新年進步，身體健康，家庭幸福，投資得心應手，過一個開心、高興的春節！

由於欄位所限，如各位讀者對東驥基金模擬組合詳情感興趣，可電郵至fund@pegasus.com.hk。

MSCI中國指數盈利收益率 vs 債券孳息率 1 信報



不同市賬率相應回報率 2 信報



2012 隱憂重重 剖析六大投資方向

投資及財富管理與閣下的家居風水一樣，必須在年底審視宏觀、微觀等因素。風水玄學根據天干地支重新布置，務求趨吉避凶，投資則根據來年的政經形勢部署，作出適當資產配置。

東驥基金每年為各位投資者邀請各方面的投資專家聚首一堂，舉辦投資群英會，讓各位得知他們對來年的投資重點、機遇及須注意的風險。東驥本年就邀請了股票、債券、基金、黃金、另類投資（如房地產信託、對沖基金）等專家，剖析目前的形勢，以便各位因應自己的情況制訂2012年的投資布局。

本年群英會已是第17屆，並於1月14日在銅鑼灣怡東酒店舉行，東驥把本年門票收益全數捐贈予協助自閉症人士的努力士測試中心，各位既可取得投資先機及東驥2012年投資展望（電子版）又可行善。若各位讀者感到興趣，可留意東驥在《信報》刊登的廣告或致電22325800查詢。

筆者認識不少醫生友人及客戶，他們大部分在2008至2010年均出現投資虧損，單單在去年中港股市便錄得20%損失，更何況早前的投資失利。當中，有小部分是購買了迷債，卻反倒獲得銀行賠償80%的投資損失。由於他們是專業人士，工作一般非常繁忙，根本未能參加示威或收集理據向相關的銀行金融機構施壓，但後來竟然一起獲得賠償。

反觀他們投資於中港股市或基金的情況，其實損失又豈止20%。他們更笑言，倒不如全數投資迷債，最終只虧損20%，未

知各位認為這想法是否很可悲？

2012年的挑戰，部分屬2011年的延續或加長版，歐債問題首當其衝，尤其是本年2、3月為歐債屆滿的高峰期，當中有3成在首季末到期，涉資更逾千億歐羅，金融市場對此非常關注。

小心估值陷阱

第二惹市場高度關注的，是歐美國債及金融機構的評級會否被下調。第三，中國能否保持8%的GDP增長，如滙豐12月份購買經理指數（PMI）為48.7，高於

11月份的47.7，但仍低於49水平。

除歐美經濟大幅放緩，以及歐洲有機會出現經濟衰退外，2011年全球經濟增長放緩，企業的盈利必然欠佳，預期2012年的表現也差不多，或更糟。因此，股市將為各企業重新評估（Re-rating），即使現在的市盈率只有8倍，明年只有10倍，平均仍遠低於13、14倍的水平。

不過，若果盈利倒退仍然持續，以及尚未全面反映的話，股價有機會再度調整，除非個別股份已累積不少跌幅。反而盈利再度下跌，將導致市盈率擴大，這才是股市見底的先兆。

因此，各位投資者千萬不要被估值陷阱矇騙。不少價值投資經理將其2011年的表現歸咎於此。

2012年亦屬大選之年，1月份舉行台灣總統選舉，3月份俄羅斯、6月份法國、11月份美國及12月份韓國等，還有中共十八大高層人事變動，交接期間以穩定高於一切，除非迫不得已，否則政府暫時不會推出任何重大政策，只是略為修補而已。

筆者認為，對全球影響最大的政經大事，非美中交接莫屬。奧巴馬的對手為美國共和黨的候選人保羅、金里奇、羅姆尼等其中一位，但相信他們的民望及其他方面暫時尚未能威脅奧巴馬。

今年首季保守為上

由是故之，奧巴馬陣營為確保連任，預期他們將利用國際軍事形勢等圍堵中國，並針對人民幣升值及貿易保護主義等方面，令金融市場更為波動。

但人民銀行在2011年底自行干預的情況下，人民幣共升值了5.1%，2012年再次大幅上升的壓力應略為紓緩。

綜觀上述所言，筆者建議，本年首季宜採取守勢，除非港股在17000至18000點區間才伺機吸納，至19000至21000點，應減低部分持貨，甚至沽貨或利用期權做淡倉。

今年股市仍然非常波動，意味可利用波幅獲利，儘管如此，最差劣的情況應不會出現像2011年的16170點低位。除非歐羅區解體則作別論。港股應在16000至21000

2012年投資策略

| 投資類別 | 宜 | 忌 |
|----------|---|---|
| 1. 地區 | <ul style="list-style-type: none"> 美國 開始減息或放鬆銀根的新興市場，如中國、巴西、俄羅斯及印度（首季後） 減息中的國家，如澳洲、中國（待保八成功） 東協各國 | <ul style="list-style-type: none"> 歐洲（尤其首季）、非洲、越南、日本 |
| 2. 行業 | <ul style="list-style-type: none"> 醫藥、生化、科技 黃金（不跌破每盎司1530美元才買入） | <ul style="list-style-type: none"> 歐洲房地產 黃金（若跌破每盎司1530美元，在1380美元才買入。） |
| 3. 外匯 | <ul style="list-style-type: none"> 人民幣、美匯、英鎊（歐債的得益者） | <ul style="list-style-type: none"> 歐羅、日圓、其他外幣 |
| 4. 債券 | <ul style="list-style-type: none"> 人民幣債券（熊市已完結）、RQFII下的債券基金 新興市場債券（尤以美元計算為佳） 美國企業高息債券 | <ul style="list-style-type: none"> 美國國債、歐債（評級有機會被下調） 與通脹掛鈎的債券（因全球經濟可能受通縮威脅） |
| 5. 股票/基金 | <ul style="list-style-type: none"> 出口股（進取者）、高息工業股（尤其是以出口美國及內銷為主） A50（農曆新年前後） 中、港、美房地產信託基金 內需股、農業相關的股份、水泥股、高息股、本港房地產股、文化藝術、傳媒股 | <ul style="list-style-type: none"> 內房股、國內金融股（首季）、資源股（首季） |
| 6. 另類投資 | <ul style="list-style-type: none"> 對沖基金——市場中性、可兌換債券 債券及債券對沖基金 併購對沖基金、財困 長短倉 淨沽空對沖基金（上半年） | <ul style="list-style-type: none"> 宏觀型（不容易看清大勢） 管理期貨（因沒有明顯的趨勢） |

資料來源 東驥基金研究部/東驥基金財富管理部

點（5000點）區域內波動；若果中國在下半年大幅減低存款準備金率，港股或有機會突破21000點。

目前市場靜候好消息出籠，中國何時繼續降低存款準備金率、預期減幅多少、並會推出什麼刺激內需政策等。今年1月，市場的預期將會不斷湧現，從而支撐1月份的股市，令大市不會出現大幅下跌。若果股市上升的話，投資者必須見好即收。相信股市至第二、三季才有機會好轉，美國總統大選及美國經

濟應利好美國股市。

此外，投資者必須注意金融市場的走勢，歐債問題拖累首季的發展；台灣及韓國的總統選舉對亞洲（尤其是大中華地區）的經濟及金融影響甚為重要，俄羅斯的總統大選應可順利進行，預期政治將出現較大波動。

金價或跌破1530美元

歐洲方面，其債務問題已擾攘一年多，相信各國已考慮所有可能性，對環球金融市場的波動稍為減緩，可惜歐債問題並非可於短時間內解決。須知歐洲諸國削減及加稅之路頗為漫長，預期歐債問題將持續困擾金融市場。

投資者當然非常重視環球股市、商品及黃金等走勢，若歐債問題持續或惡化，歐羅兌美



■東驥預期，今年金價或會跌破每盎司1530美元水平，並進一步跌至1380美元的重要支持位。
(彭博圖片)

內解決。須知歐洲諸國則亦以加稅之路顯為漫長，預期歐債問題將持續困擾金融市場。

投資者當然非常重視環球股市、商品及黃金等走勢，若歐債問題持續或惡化，歐羅兌美元有機會下試1.25或1.20，或跌至2010年的1.18低位。

相比之下，美滙有機會上升，但這卻對股市及商品不利，這亦是近期黃金、白銀等出現較大調整的原因。皆因美滙上升，必然拖累環球股市及金價等走勢，金價可能有機會跌破每盎司1530美元，並下跌至另一個重要支持位置——1380美元。

2012屬多變之年，後市難以猜測，波動性極大，似乎造淡較建好倉容易，尤其利用上半年的高位沽貨減磅。唯一的利好因素，是經歷2011下半年的大跌後，投資者在2012年必然小心翼翼，不敢存有太大期望。

筆者近日細閱各位專家闡述2012年的投資評論及預測，發現看淡者居多，各位投資者從近期港股成交量偏低，相信已可了解箇中情況。

筆者預期，環球市場本月上升機會較大，因為投資者的期望仍在，尤其是對中港股市。為什麼？投資者近來不斷期望中央逐漸放鬆銀根，市場目前期望着中央金融高峰會在本周五公布的結果。

倘若外圍及歐美經濟持續改善，再沒有壞消息出籠，環球金融市場有機會反彈。但若果中央在春節期間仍然按兵不動，股市便因預期落空而下跌；加上2、3月期間，亦為歐債贖回屆滿高峰期，勢將拖累金融市場的走勢。

iBond回報有機會下跌

由此觀之，若「一月效應」出現了，投資者在獲利後便須離場。若果「一月效應」欠奉，股市在2011年已累積不少跌幅，應可揣定下來，宜靜候歐美、中國等進一步消息，再預測新的投資方向。

附表為東驥暫時對2012年後市的看法，其中iBond (4208) 在2011年的表現不俗，原因是預期通脹上升，但大家認為通脹在2012年有機會下降，或出現通縮，故iBond的回報未來有可能下調。

東驥基金模擬組合在2012年首數天上升0.62%，紅盤伊始，勢頭不俗，至於能否保持增長，必須視乎本年資產配置是否能因應宏觀及微觀等因素變化，作出合適的調配。

組合內上升的基金共12隻，下跌共6隻。由於金價及礦業等反彈，上升幅度最多為貝萊德礦業基金，升幅2.76%；未來資產產韓國股票基金也反彈了2.75%。其他基金的升幅介乎0至2%之內，下跌基金的幅度也在1%以內。

如今各國紛紛各自為政，還自顧不暇，故投資者在發掘潛力投資產品時，必須注視哪些國家能採用有效的政策吸引外資、刺激內需等保持經濟增長，甚至減低外來的震盪，否則應避之則吉。

讀者如對東驥基金模擬組合詳情感興趣，可電郵 fund@pegasus.com.hk 查詢。