

# 香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部  
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2008-24

2008年3月10日

\*\*\*\*\*

## “港股直通過山車”？<sup>1</sup>

中信泰富政治暨經濟研究部 梁曉

自“港股直通車”曝光以來，香港股市波幅急劇擴大。2007年8月20日當天，港股急昇1208點；10月2日，昇1057點，“港股刷新六項紀錄，恆指上試三萬點”；11月5日，大跌1526點，“港股創單日最大跌幅，尤其中資股跌幅最重”；2008年1月17日，“港股瀉1386點，‘9.11’後最大跌幅”；1月22日，“恆指瀉2061點，歷來最大點數跌幅”；1月23日，“V形反彈，恆指破紀錄飆2332點”。從這些信手拈來的報刊標題不難看出，港股已經是上下千點“視等閒”了。再看指數本身，2007年8月17日收市20387點，昇至10月30日最高31958點，上昇近六成之

---

<sup>1</sup> 曹仁超說：“所謂直通車計劃，類似香港迪士尼樂園玩過山車，緊張刺激兼而有之”（曹仁超：〈投資者日記〉，香港《信報》2008年2月27日，第17頁）。

後，再跌到 2008 年 1 月 22 日收市 21757 點，“港股直通過山車”名副其實，當之無愧了。<sup>2</sup>

只看指數的大起大落，還不能完全說明問題。伴隨著指數跌宕起伏的，是港股的成交量急劇放大。2007 年以來，港股的日成交量逐月增加，從 2006 年 12 月的 470 億港元，增加到 2007 年 6 月 780 億港元，9 月首次突破千億港元大關，到 10 月的日平均成交已經達到 1600 多億港元！僅 10 月一個月，港股成交量就增長了 347%，增幅為世界之冠。<sup>3</sup> 事實上，從外匯管理局公佈計劃到溫家寶總理暗示“直通車暫時剎車”之前，香港“股市急昇、市值膨脹、成交急增、市盈率及股票的換手率亦接近歷史高位。”<sup>4</sup>

而且，H 股和紅籌股等中資股成交量佔了大部分比重，2007 年首十個月，中資股佔港股總成交量的 62.83%。<sup>5</sup> 2007 年 10 月，中資股甚至佔了港股總成交量的 76%。<sup>6</sup>

這樣的大額成交，絕不是由散戶們大進大出造成的。據港交所的調查，截至 2007 年 9 月的 12 個月中，以機構投資者為主的外地投資者，佔港股交易的 43%，這是自 1991 年開始進行這項調查以來的最高比重。<sup>7</sup> 沖著“港股直通車”將要帶來大量內地資金入市的前景，“先知先覺”的外資不斷湧入香港。根據花旗的

---

<sup>2</sup> 十年前，亞洲金融危機，港股兩天跌 1200 點（當時港股 16000 點左右），已經迫使特區政府用上千億公帑救市了。

<sup>3</sup> 應堅：〈透視香港股市的風險因素〉，《中銀財經述評》2007 年 11 月 29 日。

<sup>4</sup> 羅約德：〈港股直通車：香港應著眼其長遠利益〉，《信報財經月刊》2007 年 12 月號，第 54~56 頁。

<sup>5</sup> 應堅：〈透視香港股市的風險因素〉，《中銀財經述評》2007 年 11 月 29 日。

<sup>6</sup> 香港交易所：〈每月市場概況〉，2007 年 10 月 31 日（[http://www.hkex.com.hk/data/markstat/mkth1200710\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/data/markstat/mkth1200710_c.htm)）。

<sup>7</sup> 香港交易所：〈外地投資者參與香港證券市場的交易比重持續增加〉，2008 年 1 月 31 日（[http://www.hkex.com.hk/news/hkexnews/0801313news\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/news/hkexnews/0801313news_c.htm)）。

調查，10月的第一週，流入亞洲的資金續創新高。<sup>8</sup>

外資機構投資者來香港，炒的可不僅僅是港股現貨。截至2007年11月，論上市公司總市值，香港交易所只是世界第七；但是，投機成分更大、“四兩撥千斤”的衍生工具，香港總成交金額繼2006年之後再創新高，又坐上了世界各大交易所的頭把交椅。<sup>9</sup>2007年，香港新上市的衍生權證總數達6312個，是2006年的近三倍；成交金額高達46939億港元，是2006年的2.6倍。衍生權證每天的成交額佔大市整體成交量的三成，黃集蔚認為，“每天加上發行商因發行權證而作的股份對沖買賣，可能已佔大市約一半的成交量，絕對足以左右大市。”<sup>10</sup>

外資機構看重的，是“港股直通車”的閘門一旦打開，會有大批內地個人投資者湧到香港，不愁沒有人“高位接貨”。那麼，內地“散戶”又沖著什麼？簡單地說，就是現在的H股普遍比A股市盈率低，顯得便宜，“炒港股”、“吃差價”的觀念已深入人心。

便宜不便宜，應該是針對同一個商品而言的。A股與H股一樣嗎？在大多數散戶心目中，無論是A股還是H股的中石油，都是同一家公司的股票，因此通常被看作是同一個商品。然而，香港股市和內地股市，肯定是兩類不同的市場，從計價貨幣、運作機制、上市公司數、管理制度、開放性，一直到投資工具的種類和數量、同一支股票的兩地發行量，都不盡相同。機構投資者的優勢在於擁有龐大的資源及網絡，他們很清楚兩個市場的區別，

---

<sup>8</sup> 薛瀾：〈搶在“直通車”之前〉，《財經》2007年10月15日，第110頁。

<sup>9</sup> 香港交易所網站統計資料（[http://www.hkex.com.hk/datastatistics\\_c.htm](http://www.hkex.com.hk/datastatistics_c.htm)）。

<sup>10</sup> 黃集蔚是荷蘭銀行環球市場香港主管（蘇勇鵬：〈港股驚濤〉，《財經》2008年3月3日，第80~81頁）。

還能夠根據這些區別，來分別制定兩個市場上不同的操作策略並進行交易，從短暫而不平衡的市況中獲利。也就是說，A股和H股，對於機構投資者有不同的“使用價值”，它們不是同一件商品。

截至2008年1月底，約有50家公司同時發行A股和H股，其中H股的發行量大都高於A股。一些市值大的公司，H股發行量是A股的6~35倍。例如交通銀行，H股佔總股本47.08%，其A股的比例卻還不到5%，H股數量是A股的十倍。一旦“港股直通車”開動，在一定程度上打通了兩地股市，產生A~H股價的聯動效應，必然開拓炒作的空間。例如，“大炒家”可以先在香港買入交通銀行H股；然後在內地用少量資金把交通銀行A股大幅炒高（由於A股“池子”小，調動同樣的資金，要打壓或抬昇A股股價會比H股容易得多）；在A~H股價聯動的背景下，散户們很容易形成交通銀行H股也將上漲的預期，於是跟進買入H股；如果再加上分析員在媒體造勢等因素配合，會有更多人入市接貨，H股價格被不斷炒高。此時，“作局”的炒家趁高位出貨，就此完成一輪獲利的運作。反之，如果炒家先拋空了H股，就可以在A股現貨市場打壓股價，同樣能獲利。不要忘記了發達的香港衍生工具市場，以上過程，如果是採用10%的保證金交易，獲利還可以增加十倍。或者可以參考李兆基的說法，“不同股份與不同投行所發的衍生工具可作搭配，盤口多，可以一搭一、一博三、三博四、隨意相配或調動都可以，只要知道波幅，懂計數，就可以賺取厚利。”<sup>11</sup>

由此看到，“打通”A~H股，不一定能使兩地股價趨於一致，

---

<sup>11</sup> 廖美香：〈在香港投資得天獨厚——專訪恆基集團主席李兆基〉，《信報財經月刊》2007年1月號，第10~14頁。

反而增加市場的波動性。<sup>12</sup> 跟風的散戶們，很難有機會、也缺乏足夠的資源來按照機構投資者的策略進行交易，因此更容易成為大炒家的“點心”。

“港股直通車”風馳電掣，大起大伏，上竄下跳，不可忽視的是社會安定的風險。2007年底，內地滬深股市賬戶總數已近1.4億，當中絕大多數為個人賬戶。按持有流通股量計算，A股市場也是散戶佔了大頭。如果大開閘門，鼓勵眾多散戶股蟻翻山越嶺，好去難回，<sup>13</sup> 一猛子扎進索羅斯來去自由的港股市場，陌生而開放的驚濤駭浪，輸贏從此再不是“肉爛在鍋裡”。所以，“港股直通車”直通過山車，究竟開不開，並非香港一個地方的局部性問題，影響的是國計民生。如果未經集思廣益、深思熟慮，只圖減輕外匯儲備壓力（順便活躍香港金融市場），貿然來一次資本帳戶可兌換的驚險大躍進，對國家，是福是禍，風險很大。<sup>14</sup> 對股民，或是發財或是遭殃，風險很大。

---

<sup>12</sup> 關於“內地資金自由行”（“港股直通車”的另一別稱）可以為香港以至其他地區的金融穩定作出貢獻的觀點，參見任志剛：〈資金自由行助港金融穩定〉，香港《信報》2007年8月24日，第46頁。

<sup>13</sup> 為緩衝人民幣徹底可自由兌換，試點條例對換回人民幣的金額、時間等必有種種政策限制。

<sup>14</sup> 葉秀亮說，“只要中國容許在世界任何一個地方出現一個具足夠交易量的人民幣期貨或遠匯市場供企業、國民及投機者以槓桿形式炒賣，……災難性結果可以很快出現”（葉秀亮：〈中國仍須維持一定的資本控制〉，《香港傳真》No.2007~44）。說的雖然是人民幣離岸業務，道理異曲同工。