

華富股評由華富財經研究部每日撰寫5至7篇有關香港股票市場的評論及個股分析，以下為2010年12月7日撰寫的樣本文章。

詳情請參閱 <http://subscription.quamnet.com/chi>

請即致電客戶服務部 (852) 2217 2705 / [support@hk.quamnet.com](mailto:support@hk.quamnet.com) 申請訂閱。

## 市場分析

### 高盛究竟怎麼看中國？

作者:鄭昆倫, CFA (SFC CE NO:AJD750)

據說10年11月12日A股的暴跌是由高盛(GS US)引起的，當日指數大瀉162點，報2985點。有消息指出高盛的倫敦辦公室在當日早晨已就潛在加息風險向全球客戶發送了電郵，並建議其客戶沽出所持中國股份。說來有趣，那期間部分中國媒體曾報導高盛看好中國股市。中國當局隨後譴責了一家知名國際投行操縱股市的行為，外界普遍猜測該投行應該為高盛。

更有趣的是，高盛的首席中國策略分析師昨日(2010年12月6日)表示，關於沽出中國股份的報告僅指H股。這位分析師亦解釋，儘管在通脹及政策風險下，他們近期已下調了中國股份的目標價，但他們仍看好中國股市的長期走勢。這一系列事件似乎非常有趣，華富財經研究部願意表達我們對這些事件的看法。請謹記，股市沒有對錯，總有聰明的傢伙能夠以合法的方式獲利。

#### 高盛：很可能是全球金融市場的大莊家

高盛與美國政府的關係不是什麼秘密，我們能觀察到，美國財政部及聯儲局的許多高級官員都曾供職于高盛。亨利·保爾森(Henry Paulson)及羅伯特·魯賓(Robert Rubin)等前任美國財長在擔任政府要職前均曾在高盛就職。因此我們可以合理猜測，該投行對全球經濟及金融市場事件有著重要影響力。在投資行業中，行家們都認同高盛能隨意推動市場走高或走低。

#### 高盛的邏輯依然成立，取決於您的角度及時機

若我們將這些因素拼湊起來，高盛的不同研究觀點(包括向客戶發的電郵)似乎自相矛盾，但其邏輯仍應當是成立的。經驗豐富的投資者應注意到，A股及H股是兩個不同的市場，市場參與者亦不同(故供需因素不同)，這解釋了儘管於兩市掛牌的公司類似，但為何表現存在巨大差異的原因。提及中國股份時，高盛可簡單解釋為他們只看淡H股，而非指是A股(他們昨日也確實這麼說了)。

另一個微妙的問題是時機。舉例說，我可以看好某市場的長期發展，但我也知道其具有中期風險。作為一名顧問，我可以建議閣下減低部位，以後逢低買入。或者，您亦可買入並持有 5 至 10 年。理論上，兩種邏輯均成立，這取決於投資方式。這解釋了為何高盛的策略分析師可以解釋他們一邊說看好中國股市的長期走勢，而另一邊倫敦辦公室告誡客戶在負面政策出臺前沽出 H 股，而大邏輯並沒什麼不對的地方。

### 最近減持工行(1398)或為暗示

不管人們說什麼或寫什麼，只有實際行動能反映他們的想法。我們可以直接忽略高盛這幾個月所寫的聰明邏輯論調，而關注他們的交易操作。值得注意的是，我們發現高盛 2010 年並沒有進行重大投資。相反，他們已開始減持工行(1398) 的股票，2006 年高盛的買入價約為 1.22 港元（164 億 8000 萬股）。自 2009 年以來，該投行分別以 5.60 港元（10 年 9 月；30 億 4000 萬股）及 4.04 港元（09 年 6 月；30 億 5000 萬股）左右的價位出售工行股份。

我們不確定高盛的對長遠的看法，但似乎該投行對中國銀行業的態度並非那麼樂觀。

### 中國有中期風險嗎？

巧妙的是，華富財經研究部亦相信中國 2011 年、亦或 2012 年都將處於貨幣緊縮的環境中，原因是中國政府想要對抗通脹上升和抑制過熱的樓市。在這種環境下，銀行貸款增長或將放緩，而信貸質素或存在一定的風險。其他隱性風險應該與地方政府有關，地方政府已向銀行大肆借貸，以資助基礎設施或物業投資。官方近期公佈的市政貸款規模或達 7 萬 6600 億元人民幣，問題貸款或占 2 萬億元人民幣（26.1%）。相比之下，2009 年中國國內生產總值（GDP）規模約為 34 萬 507 億元人民幣。

我們與高盛的看法相似，都是對中國股市的長期走勢持樂觀態度，但我們也會選擇板塊。如神州數碼（861）等建基於中國的電信或 IT 設備製造商可能受益于三網融合的投資趨勢。它們的下跌風險有限，而且未來發展的能見度更高。

權益披露：鄭昆倫 (AJD750)，本文章之作者申報，于本文章出版之時，本人並沒持有 861 及 1398 之股份。