

QDII不能徹底解決AH股差價



中央開放QDII的根本用意是消除A股泡沫和減輕人民幣升值壓力，並不是用來消除AH股差價。



企業管治
何文林
李

AH股差價多年來一直困擾着中港兩地的投資者。同一家上市公司，卻存在兩個不同的價錢，而且

兩者甚至被動搖成倍估計。同業不同價，同業不同權。這一問題在股息分配、公司治理、公司收購重組等一系問題上得到充分體現。比如，最近新加坡航空公司收購東方航空公司，但是，東方航空公司同時在香港和內地上市，而且兩者的股份存在着巨大的差異，收購究竟是按照哪一個出價呢？作為收購方，東方航空公司當然希望盡量出售按照A股開價，這樣便會有一個好價錢。然而，作為收購方，新加坡航空公司卻希望按照H股出價，這樣便能以較低的價錢購買資產。

再比如，作為策略股東，一直想增持交通銀行的股份，以增加話事權；然而，也同樣要受這個問題的困擾。交通銀行在中港兩地上市，如果通過通過購買交通銀行H股，可以以較少的資金取得較多的股份；但是，交通銀行肯定不願意。這勢必導致另一個問題，即如何計算AH股的每一股份的股票權利，這樣問題就複雜化了。

解決AH股差價，QDII一直被中港投資者寄予厚望。其支持者認為，國內投資者元氣，但缺乏投資渠道。開放QDII可以把這些資金釋放對香港，在降低了國內股市資本來源的同時（這樣，便降低了國內股市資本來源的同時），也為香港股票市場帶來資本；這樣，A股價格下降，H股價格上升，最後AH股的差價逐漸縮小，最後達到統一。帶着這種美好憧憬，五月中旬中央宣布擴大QDII投資範圍，允許海外投資者投資後，香港的恒生指數當天便上漲五百多點，投資者幻想着巨額資金湧到香港購買股票，從而可以套取差價，多隻騰企投資天上漲超過兩成。

QDII不能減少投機行為

而香港的單邊投機行也一再提高恒生指數對全球指數的預期，提高上市公司的預期市盈率，我們知道，股價之所以會上漲，完全是因為公司盈利增加或者預期增加。但是，問題在於內地上市公司的資產質量、盈利狀況，真的在QDII一兩年當天開了個賭博式的崩潰嗎？顯然沒有，公司還是原來的那些公司，只是人們一涌而上的想像罷了，不可否認，

股價的短期波動受資金、人氣等影響；但是，從長遠來看，必定跟公司盈利水平高度相關。引用某投資專家的觀點，「如果股價上漲不是由盈利增長帶動，未必值得沾」。普通投資者也許誤解了（或者說被大行誤導了），中央開放QDII的真正目的，中央開放QDII的根本用意是為了消除A股泡沫和減輕人民幣升值壓力，並不是用來消除AH股差價的。A股雖然擁有巨大的誘惑；但是，其中又有多少是進行真正的投資呢？絕大多數都是進行投機。因此，我們可以想象，如果中央單邊大幅度提高QDII，而內地投資者資產卻沒有得到根本性提高（實性投機），他們或許會湧向香港，但是未必會進行真正的投資，其直接結果就是導致H股泡沫。

QDII現在只有大約一千億港元的投資資金（大約相當於目前香港兩日的股票交易額），無法撼動整個香港市場；但是，對於那些每日成交量只有幾千萬的中小盤子股份，這筆資金足夠興風作浪。在中央宣布了放寬QDII之後的半個月內，香港的藍籌股和優質國企股的股價並沒有像眾多分析師所預測的那樣顯著上升，股價顯著上升的反而是那些資產質量低下、盈利率低的細價股，眾多細價股在半月內股價成倍翻升。據香港市場公開調查，這些細價股股價上升便是湧進的國內資金的「傑作」。因此，如果投資者資產沒有提高，QDII所能起到的最大作用實上是分散國內資金，並不能減少投機行為，因此不能從根本上消除AH股差價。

實質上，如果內地投資者的投資質量沒有提高，只要仔細想想，還存在著另外一種可能。QDII跟QFII緊密相連，如果中央只是開放QDII，卻並不怎麼開放QFII的話（實質上，的確是這樣，相較QDII，中央對QFII的開放顯得更加謹慎，有著更嚴格標準），內地A股實質上還是一個封閉的市場。在這種情況下，喜歡投機的內地投資者，即便中央開放了QDII，他們也未必願意走出來。

AH股差價成因

因為香港市場比不上市內地市場容易賺錢，內地一天可以上漲百分之十，而且可以連續幾周漲停板。相比之下，香港市場每天百分之二、三的波動沒有任何吸引力，在賣空、投機和羊群效應的帶動下，只有在他們認為A股已經被炒得過高，在心裏膽怯的情況下，才會轉戰H股，把其當作避風港。

在這種情況之下，H股和A股市場造成了投機資金的穿梭套利場所，從長遠來看，QDII如同虛設，AH股差價問題依然存在，可是內地會大規模開放QFII嗎？考慮到國情，恐怕在幾年之內很難實現。

總的看來，消除AH股差價，應該依賴QDII的一池水作用並不可行。那麼，AH股價的差價究竟會怎麼形成的？是A股股價太高，還是H股股價太低？是眾多股票家不同，筆者認為AH股價的巨大差價完全是由於A股泡沫化自動形成，跟H股沒有任何關係。A股股價被無限地推高，市盈率達到平均五十倍左右；而按照H股現在的市盈率（大約十八倍），估值還算合理，雖然並不便宜（內地上市公司〇六年報顯示平均淨利潤增長率為二成八。然而，仔細審查發現很多公司主要業務利潤跟〇五年相比卻沒有增長，而營業外收入尤其是投資收益大有增加，不能不讓人懷疑〇六年全民皆股，上市公司參與了炒作而忽視了工業。確實如此的話，H股現在的市盈率也偏高）。

筆者曾不斷在此欄談及股市長遠發展必須回歸公司資本，在公司質素沒有任何改變的前提下，在H股估值合理和A股市盈率過高的情況下，從長遠來看，解決差價顯然並不能寄望於H股價格提升之上，如同眾多股分析師和大多行所發吹的那樣；而只能寄希望於A股泡沫破掉，股價下跌，回到合理的水平。當A股泡沫消除，AH股差價也就隨着自動消失了。但究竟是什麼造成了A股泡沫？如何消除A股泡沫？關於這些問題，請另文表述。

何文林 港大工商管理學院院長教授
李林 香港理工大學會計與金融學院博士研究生



據交通銀行表示，萬豐銀行至今仍未決定以A股換購H股增持交通銀行。