

【明報專訊】凡事總有兩面。內地股市熔断機制實施短短4日就叫停，我們應該讚財金官員當機立斷大膽改過，還是批評政策混亂等同兒戲？現今網絡輿論一面倒傾向後者，明顯地是因為制訂政策者今次已不是一時失誤，國民對相關官員的施政信任，恐怕需要一段較長的時間才能夠重新修補。

由內地熔断政策公布當刻開始，筆者已對有關機制所能發揮的預期效果有所保留，我很認同內地網民如下非常生動的比喻「男人都已結紮(指個股10%漲跌停板機制)了，還要他戴套！」我本來亦認為，這不過是多此一舉而已，但是實驗結果證明，熔断機制不是多此一舉，而是具備急劇加速股市的漲跌幅度的反效果。

股民搶在解禁前出貨

不過，無論中證監今次設立熔断機制的決定是對是錯，我仍然認同其於上周四晚聲明的觀點指熔断機制並不是今次跌市的主導原因，只是今次跌市的幫兇及助燃劑而已。假如中證監上述的判斷距離事實不遠，他們似乎在向公眾投資者暗示，上周五的relief rally，其實是持重倉者乘機減磅的機會。

觸發A股今次的調整，我認為有以下幾個主要原因：第一，自去年秋天以來，在國家隊入市掃貨及主要股東禁售令雙管齊下之下，A股較H股的溢價愈來愈高，即使經過過去一個星期的急挫(H股亦同步下跌，只是跌幅較小)，A股溢價還是太高。其次，內地投資者擔心，在1月8日主要股東禁售期解禁之後，A股供應將大幅增加，股民爭相在大股東禁售期解禁前偷步沽貨。最後，人民幣貶值預期升溫，誘發投資者減持人民幣資產。最後一點不單適用於A股，其實亦適用於H股。

今次貶值 由市場主導

因此，假如要我為今次跌市找主導原因，我認為關鍵在於人民幣的貶值預期。一日貶值預期不消失，投資者對投資人民幣資產還是會充滿戒心，當中最有趣的是：過去3年日圓匯率持續貶值，日本股市連升3年，今次國際投資者每次聽見人

人民幣貶值的風聲，便急急腳走人。當中最大的分別，是今次人民幣貶值，並不是由政府主導的貶值，而是由市場所主導，政府反而多次企圖減慢其匯率的跌幅。

凡是人為干預的經濟制度，其最大的弱點在於制度的剛性太強，在好景之時很多隱藏的問題被公眾及施政者所忽略了，直至制度漏洞逐步浮現並被市場力量所衝擊，便很容易引發一場事前不能預料的金融危機。

假如沒有政策上的混亂，以及人民幣匯率制度上的僵化，港股跌至目前水平確實有不錯的投資價值。然而，基於上述制度上的潛在風險，市場的避險情緒恐怕不會在短期之內消失。

今年先低後高走勢愈見清晰

現時港股的運行模式，看來正在按筆者在本月《信報月刊》2016年展望預期的軌運行——今年港股很大機會出現先低後高的局面，但願投資者不用過了年中，港股才找到一個真正踏實的底部。

Vincent@vlasset.com

以立投資董事總經理

[林少陽 細味·投資]