

藍籌紅籌競艷 指數取捨兩難

鄭宏泰 陸觀豪

日前港股指數例行檢討調整成分，老牌藍籌股東亞銀行(00023)被更換，適逢該行創行一世紀誌慶，市場慨嘆桃花依舊人面全非。回顧半世紀變遷，股評也慨嘆紅籌湧現，藍籌風光不再，彷彿冠蓋滿京華，斯人獨憔悴。常言道，股市領先香港經濟，現今內地企業林立，指數追蹤市場走勢有餘，反映經濟不足。況且大勢所趨，指數傾斜期貨買賣、基金基準等衍生功能，換股與否往往順得哥情失嫂意。

變內地企業「離岸版」

所謂鐵鑄衙門流水官，指數成分進出更替本是尋常。以美國道瓊斯工業指數為例，面世百餘年，原始企業早已退位讓賢。惟香港情況獨特，紅籌換藍籌雖是現實，亦存隱憂，因股市變內地企業的「離岸版」，原來特色必然消滅，指數自會失去原來設計意義。

股市指數功能原來甚簡單，乃本地經濟表現與投資者得失的總結。指數上升，本地經濟表現向好，投資者得多失少；反之，本地經濟表現欠佳，投資者失多得多。指數本身中立，不偏不倚，大小股東無分彼此。道瓊斯指數是公認鼻祖，勝在簡而精，公式簡單，原理簡易；並由此衍生的道氏理論(Dow Theory)，對學界和業界均有影響。

就以道瓊斯指數為例，內涵比表面深奧，成分股不加權，實際按收市價加權，更假設沽售升幅高於指數(即平均股價)者，購入低於指數者，循環不息。工業分類指數挑選30隻藍籌股，指數即是收市價算術平均值。所謂藍籌股，是市值大、成交多、派息穩者。指數具代表性，皆因成分企業舉足輕重，舉措備受關注，牽動投資情緒，足以反映大市有餘。

嚴格來說，市值加權指數更具代表性，且應用統計學抽樣原理，學術實務並重。標準普爾指數(S&P 500)是先驅，成分股是統計樣本，非隨機抽樣，卻更勝一籌。理論上，企業應按市值大小劃分為若干層級，再依比例抽樣多寡，始合乎理論，方有代表性。實務上，大企業佔份大，按抽樣統計理論，代表性足夠有餘；中小企業佔份小，即使走勢背道而馳，也未能左右大局。標準普爾指數揀選市值大者，覆蓋率過半，無論從任何角度看，比道瓊斯指數優越。不過，道瓊斯指數勝在歷史悠久，深入民心，而且公式簡單，可自行計算，毋須假手於人。

概念上，涵蓋所有企業的全指數就是大市，現實卻知易行難。上市企業規模參差，交投不一，未必每日成盤有交易，須以按盤價替代，但無公認準則。假設按盤跟隨大市同步，何謂大市仍可商榷。以同行企業或所有企業為準，各有千秋，也無定案。無論選擇如何，實際不計算在內。假設按最後成盤價不變，有簡單便捷之利，但曠日持久，也有累積偏差難料之弊。換言之，全指數編算繁複，未必可取。此外統計分析確認，道瓊斯及標準普爾指數算式有別，但走勢幾乎同步，印證全指數事倍功半，費時失事。

回報分無風險與有風險

股市脈搏好淡互動，指數可綜合量化之，亦開創股市投資理論，例如藍籌、牛市、熊市等概念，長中短期走勢等分析，而前文提及的道氏理論，則乃技術分析先驅，該理論可綜合為六大點。一、市場動力分三期，收集期、亢奮期、派發期；二、市場走勢分三類，長期大勢、中期起伏、短期反覆；三、分類指數應同步，互相呼應，始成形；四、萬種行情流歸一市，見諸股價及成交；五、股價與成交應同步起落，相輔相成，始成勢；六、市勢轉向需指標互相確認，始作實。

上世紀六十年代，電腦科技突飛猛進，計量經濟金融興起，投資理論晉升新階。回報可分拆為無風險及有風險兩部分，國庫債券是無風險回報基準，而市值加權指數是股市(有風險)回報基準。投資目標是以最低風險爭取最大回報，或在限定風險水平爭取最大回報，或在限定回報爭取最低風險水平。股市風險也可再分拆為市場風險及組合風險，市值加權指數即是市場風險指標。換言之，分散投資減少組合風險，極限是市場風險回報。

及至九十年代，投資基金方興未艾，大多以跑贏大市招徠。不過追蹤指數也不易，何況超越之。現實是企業有控股權，幾乎不流通，複製指數成分知易行難，偏差難免。此外大企業市值大、權數重，十大成分股主宰指數走勢，基金難越雷池，兌現承諾不容易。有投資銀行反客為主，自行編製「大市」指數，取代官方指數，變相度身訂造指標。成分權數剔除不流通股份，又增設上限，卻間接推高其餘之權數，尾大不掉。在商言商，市場容易習非成是，尤其金融期貨左右市場走勢。不過，道瓊斯及標準普爾不妥協，仍堅持原則，以反映大市走勢。

簡言之，股市原為本地企業服務，是集資融資平台，指數追蹤大市走勢，投資理論乃建基此兩大原則。踏入千禧新紀元，經濟金融全球化，大型企業亦變得國際化，跨地域上市是常態，個別股市更刻意逢迎，爭取外資移船就壩。指數功能變得模糊，且變異為金融工具，自成市場買賣，明顯與原來設計有別。若選股遷就基金組合，難免失去原來目的；若外資企業反成市場主體，自會與本土經濟格格不入。基調有變，傳統理論難派用場，投資者多看走勢技術，小看基礎分析，有失客觀。

編製香港股市指數，取捨兩難。內地企業來港上市方興未艾，股民趨之若鶩。指數若拒納紅籌，影響

覆蓋率；若廣納之，又日趨偏離本地經濟實況。內資企業營運市場不在香港，大股東也不在香港，不受香港經濟影響，定價因素也不在香港，來港上市多為集資，不過股民情有獨鍾，不乏追捧者。此外，礙於外匯管制及買賣限制，環球基金投資新興市場，獨缺內地企業，它們在港上市實可填補這個空檔。

老牌銀行別出藍籌

形勢比人強，指數不能視而不見，取捨兩難。紅籌巨擘規模龐大，若權數不設限，十大成分股可能已佔九成多，其餘變相陪襯；若不擴大成分股數目，本地企業豈無立足之地，港股指數容易變得徒具虛名。隨眾從俗之餘，最大隱憂是本身特色淡化，變成深滬股市之離岸市場。故此，「滬港通」及「深港通」不能只看跨境買賣便利，亦應注意市場融合產生利與流弊。時移世易，紅籌主導，叱咤一時的藍籌股東亞銀行亦告別指數，令人唏噓。餘下藍籌還能支撐多久？香港是公認國際金融中心，與環球市場接軌，內地企業來港上市，應無任歡迎。不過，其營運及管治仍有待追趕國際水平，在香港上市則可讓其作出各方面提升。其實東亞是老牌企業，以保守嚴謹見著，管治水平達國際水平更是備受肯定，論投資風險回報相信更勝一籌。

有評論認為，香港背靠內地，經濟唇齒相依，應無分彼此。現實是「一國兩制」下，香港經濟自主，倘若股市全由紅籌主導，無異變相內地的離岸市場，既有失本來設計與發展原意，亦不能更好地支持國家多元發展，長遠而言實非國家之福、香港之福，社會及業界值得深刻思考。

鄭宏泰博士為香港中文大學香港亞太研究所助理所長；陸觀豪為退休銀行家、亞太研究所名譽研究員、工商管理學院客座教授