

內地A股龍年有望騰飛

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

結構性的股票牛市倚賴三大支柱：吸引的估值，經濟活動正在擴張，以及過剩的游資。很明顯，今天，幾乎在每個人們留意的地區，估值都已變得頗具吸引力。

近幾個月明顯的是，美國經濟活動的勢頭看來正愈來愈堅實；亞洲區的經濟增長，最引人注目的是中國，仍保持得不錯；歐洲確有可能正出現經濟衰退。而最大的未知數仍然是流動性問題。

第一大負面因素，顯然是在貨幣的流通速度方面。在美國，銀行幾乎沒有擴大自己的貸款。在中國內地，經過2008年至2009年的濫發信貸狂潮之後，銀行被告知，需要縮減貸款規模。內地政府的大型反貪腐行動，一再重申了這點（沒有其他行動，比將以少數貪腐的銀行家祭旗，更能降低貸款增長步伐）。

在歐洲，銀行顯然仍需要修補其資產負債表，歐洲央行（ECB）的最新「放水」行動幾乎沒有給予銀行更多的鼓勵或動機，去借錢給私營企業。相反，歐央行提供3年期低息和數量無限的融資後，歐洲的銀行寧願購入短期的政府債券。（最近西班牙和意大利拍賣債券，反應都不錯。）

第二大負面因素是，美國消費者已經不再向外輸出足夠的美元，作為全球貿易的需要。因此，外國央行的儲備正在萎縮。這從來都不是一個好跡象。尤其是，對於那些擁有龐大雙赤字（財赤及貿赤）的國

家，以及現金流為負數的公司來說。然而，在去年底那幾個月，各中央銀行就此推出了三大重要決策。

1. 首先，是美國聯儲局決定削減其貨幣互換機制（Swap Lines）的融資成本，將利率由「隔夜指數掉期」（Overnight Indexed Swap, OIS）加1厘，減至「隔夜指數掉期」加0.5厘。這立即引來歐洲央行動用額度，以將急需的美元轉交給歐洲的商業銀行。

當然，這些美元必須在不久將來償還，但希望屆時，金融市場將願意向歐洲銀行借出美元。若金融市場不願意，那麼一是歐洲便要賺回這些美元；不然，聯儲局就只有繼續推行互換機制。

2. 第二，是中國決定削減其存款準備金率（RRR），從而再次向銀行表明，向企業借出貸款是愛國的行為。除此之外，近期還有很多關於加速解除金融管制的消息。不用說，若這些進一步解除管制的承諾兌現，當中國的現金存款進入股市時，中國的貨幣流通速度將會大大加快。

3. 第三個決定，也可能是最重要的決定。那就是，歐洲央行決定，容許商業銀行不斷回購其資產，以擴大其資產負債表。這使得歐洲可以避免出現政府預算危機和銀行危機。

當然，風險依然存在，歐洲很快將要面對「國際收支平衡」的危機（雖然這風險現時因為美國聯儲局的互換機制而隱藏起來）。

那麼，上述一切究竟可以帶給我們什麼？各中央銀行前所未有的積極和主動，但接力者顯然並非如常運作。（例如，美國的消費者仍未有出口美元，商業銀行仍未發揮貨幣乘數效應等。）

牛市必要條件已備

就目前而言，風險資產在流動資金湧入支持下，已有點復蘇。事實上，至少在亞洲和美國，我們目前已具備股票牛市的必要條件——吸引的估值，經濟活動正在擴張，以及快將增加的游資。

在歐洲，估值比其他地方更具吸引力，但經濟增長前景不能令人鼓舞，而且流動資金狀況最近上揚後，又有突然急劇惡化的傾向。反而，在亞洲和美國增持股票則有些道理。經歷慘淡的2011年之後，現在也許是時候開始重新審視中國股市。

事實上，除了2008年之外，2011年是A股過去18年表現最差的一年。由於政府收緊貨幣政策，國內儲蓄由風險資產（物業和股票）轉向計息產品。對房地產市場徹底崩潰和銀行危機的恐懼，更減少投資者在股市賺錢的興趣。

相比之下，今年是一個很好的開始：A股早前兩個交易日上升了6%，看來是在回應總理溫家寶呼籲採取措施、提振股市信心的公開講話。我們認為，這不單止是短暫的反彈。

首先，巨額資金就在場邊——中國國民的銀行存款，大致上相當於巴西、印度和俄羅斯的國內生產總值（GDP）總和！這些資金將不會進入樓市，因為大多數投資者都相信，樓價還會進一步下跌。內地政府已開始收緊對銀行和信託理財產品的管制，因為這些產品去年吸收了很多家庭的閒錢。因此，股市可能是一個有吸引力的選擇。

中國證監推行關鍵改革

其次，儘管改革步伐緩慢，A股市場現時的基本情況比起上一次牛市（2007年）好了很多：上市公司的數目多了很多（包括接近1000家中小企業和初創企業已在深圳的中小企業板和第二板上市），每天的交易量已大得多，股指期貨亦已開始交易。

最後，也是最重要的是，中國證監會（CSRC）的新任改革派主席郭樹清，十分積極地推行一些具標誌性和關鍵性的改革。最重要的是他的意圖，他在中國證監會的網站上發表文章，表示要將首次公開招股（IPO）由批准制改變成登記制。

由中國證監會對IPO進行審核，已成為貪腐的一個



今年A股有一個很好的開始，看來是在回應總理溫家寶呼籲採取措施、提振股市信心的公開講話。

（新華社）

主要來源以及私營企業上市的一大障礙。轉變成登記制度，可以向更高質量的企業打開閘門。

其他關鍵改革，包括將外國投資者的配額大幅提高（在郭樹清的前任尚福臨的任期內，這一直停滯不前），以及推出所謂「人民幣合格境外投資者」（RQFII）計劃。在RQFII計劃之下，香港的離岸人民幣資金將被允許投資在內地市場。

股市大幅反彈 只欠流動性改善

在估值吸引、市場基建改善，以及對金融市場自由化作出看來強而有力的政治承諾的情形下，內地股市要大幅反彈，就只需要流動性環境改善。去年12月的新增貸款遠高於預期，以及一些貨幣數據轉頭上升，看來是內地貨幣政策趨向適度寬鬆的最新證明。若是如此，今年可能是中國A股像龍一樣騰飛的一年。