

資金暫充裕 上半年亞股看好

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

我最近與客戶開會，得到的一個普遍印象是，很少人會懷念2011年。但是與此同時，亦很少人對2012年有期待，我相信這是因為歐洲的情況仍然未解決，中國的經濟增長前景有很大的不確定性，「金磚四國」（BRICs）其餘三國看來亦不大穩固（尤其是印度），伊朗問題日益受到關注等等有關。美國總統大選亦至少起了分心作用。在這樣的背景下，我們對來年應該抱怎樣的期望？

在短期內，風險資產的價值看來有可能被推高，原因包括：

1. 歐洲央行和美國聯儲局為市場注入大量流動性；
2. 世界各地近期的經濟數據還算像樣（包括最新的採購經理指數）。特別是，在美國，有愈來愈多迹象顯示，住宅樓價已見底。
3. 對中國經濟增長的憂慮被誇大了（中國的經濟增長正在放緩，但絕不是好像近幾星期一些人不斷說的正處於崩潰邊緣，相反人民幣的匯率近來還在創新高）。
4. 大多數投資者似乎都有相當防守性的投資組合（這主要反映在與我們開會或談話的客戶）。

不過，從長遠來看，各國央行的外匯儲備持續收縮，突顯了全球都出現流動資金緊絀的危險問題。在這樣的環境下，負現金流的資產和巨額預算赤字的國家通常都很麻煩。因此，在歐洲央行的新措施和美國聯儲局的「換匯機制」（swap lines）的協助下，風險資產的價格一旦創造短期新高之後，前路就仍會甚難行。

夏秋期間 環球資金再抽緊

那麼，這是否意味着，2012年將會是2011年的重演，上半年較強，下半年則令人沮喪？要留意的是流動性危機往往在夏季到秋季期間最熾烈。

對投資者來說，2012年最重要的一個問題——政府債券是否仍然是股票的有效對沖工具？

事實上，在幾乎每一個財政尚好的國家，政府債券的估值已非常偏高，人們可能會開始質疑，債券在一個多元化的投資組合中的作用。

目前，橫跨整個歐元區，債券和股票的表現正出現日益相關的現象（在去年的最後幾個月，我們甚至目睹了德國在面對疲弱的經濟數據和股市惡化之下，其債券價格也要下跌），大多數經濟合作及發展組織（OECD）成員國的國債的基本前景都是難以保證……

買美國債對沖風險 不如買人民幣債

但是，如果不能用國債來對沖股票的風險，那怎樣降低投資組合的波動性？我相信，結構性風險是持續的全球性流動性緊縮，因此持有美元的認購證（call 輪）/歐元的認沽證（put 輪）看來是現時最健全的對沖工具。當然，人民幣「點心債券」（在香港發行的以人民幣計價的債券）也是好的對沖工具，但其發行量有限，在國際債券市場中的份額微不足道，很易被西方國家搶購一空。

然而，更廣泛的亞洲資產又如何？

對於我們這些長駐香港的人來說，2011年看到的是寫字樓租金飛漲，餐廳經常被預訂，的士很

難截到，飛機和港鐵列車則擠滿了乘客，以及名牌手袋店要保安人員在店外控制排隊的人龍。

換句話說，表面看來，它非常像一個咆哮的牛市。但問題是，對於投資者來說，亞洲股市一點也不像牛市。事實上，在幾乎所有投資類別，亞洲都表現不佳。在中國和印度，股票被大舉拋售；大多數區域貨幣都下跌，債券表現顛簸。

而且，在多個房地產市場——亞洲資產市場的巨大支柱，成交都陷於停頓。在一些過熱的地區（如香港和內地的主要城市），樓價甚至開始下跌。

但新一年可能會帶來一些變化。表面看來，由於區域性銀行的招聘意欲已減少，租金亦已見頂，以及如上所述，住宅樓價預料會進一步下調鞏固，可能會少一些泡沫。

預期政策鬆綁 股市可看漲

然而，股市卻顯得可以看漲。現時，有一些因素，預示着亞洲資產的表現：

1. 區內央行的緊縮措施已結束，有些甚至已開始放鬆銀根。

在多個亞洲國家，通脹現已受控。例如，印尼最近公布的消費物價指數（CPI）按年只上升了3.8%，遠低於該國央行可以容忍的水平。區內大部分國家的消費物價指數都已在去年夏季見頂，之後就一直保持穩定（只有印度例外）。

而且，美國國會最近的一項舉動，可能會增加全球糧食的減價壓力。那就是，美國國會最近取消了以美國玉米為原料生產的乙醇的價格保護，後者曾拉動玉米和其他糧食價格上升。

但我們並不指望中國的寬鬆銀根計劃會包括地產行業的重大放寬——住宅價格還有可能進一步下跌（雖然這已反映在目前的地產股股價上）。

2. 股價已顯得吸引：除了日本以外，亞洲股市去年的表現還不如歐洲。

從好的一面看，大多數估值都是處於歷史低位，許多亞洲貨幣仍然被低估。以恒生指數為例，現時只反映了大約9倍的預期市盈率（Forward P/E）。



中國內地等亞洲地區通脹受控，而且經濟有放慢迹象，加上股市已跌至吸引水平，這些都變成了利好因素，上半年市場料洋溢較去年樂觀的氣氛。圖為內地股民。（資料圖片）

在2010年的高峰期，卻相當於16倍的市盈率。內銀股現時已差不多跌到歷來的最低位。

3. 環球風險和流動性條件現時是看漲。

雖然歐洲的經濟形勢依然黯淡，但歐洲央行和美國聯儲局推出積極的流動性措施（尤其是那些「換匯機制」），已經解除了一些爆發金融危機或流動性緊縮的憂慮。

對於Beta高的亞洲風險資產來說，這是一個正面消息（因它們的波動情況和整體股市高度相關）。雖然我預計在今年底之前，流動性危機將會再次抬頭，但在短期內，樂觀情緒應會在亞洲佔優。

去年的痛苦可能會變成今年在亞洲的收穫。但是，我仍然對印度懷有戒心，因為我覺得今年最終將會爆發一些國際收支危機。因此，任何經常帳和預算赤字合計超過其國內生產總值（GDP）的10%的國家，都應該避之則吉。在亞洲內，這就大概只有印度。