

投資重點是時候返亞洲

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

我的職業生涯中，很少遇到過像現時般客戶對中國市場這樣分歧的看法。我的美國客戶大部分都認為，中國經濟正在走向硬著陸。但歐洲和亞洲的客戶對於這個大國的長期增長前景，則還是相當安心的。為何他們的觀感會有這麼鮮明的分別？

其中一個原因可能是，今年夏季因為會計帳目造假而「爆煲」的中資公司，大多數都是在美國或加拿大上市。另一個更大可能的原因是，美國投資者聽到關於中國房地產泡沫及「影子銀行系統」失控的消息時，馬上會想到：「我之前曾看過這樣的電影，我不喜歡其結局。」

中美房地產泡沫 不能直接比較

但是，大家應該緊記，將美國和中國的「影子銀行系統」作比較，就好像比較蘋果和橙，也有如比較美國和中國的房地產泡沫。美國房地產泡沫的起因是過度槓桿化。中國房地產泡沫的形成，則是因為內地的資本控制，對內地不斷增長的投資者來說，欠缺一些像樣的保值投資產品。當然，還有另一個關鍵差別——中國政府積極嘗試令樓價回落，但美國政府卻積極嘗試令樓價回升。

這不是說中國不會面對重大的挑戰。中國的經濟增長正在放緩，但結構性的通脹仍然很可能再上升。再加上美元突然一下子又變得不大疲弱，我們正面臨近十年來環球投資環境最重大的轉變。但即使如此，絕大多數美國人都認為中國正步向硬著陸的想法，至少還是過於草率。這又會引伸出另一個論點，我稍後將會詳談。

過去1年，對宏觀經濟的憂慮，主要是集中在歐洲，較少在美國方面。但股市調整得最厲害的，卻是新興市場。這再一次證明了，在緊急情況下，人們無法從這些市場中逃生的。

例如，今年至今，香港股市甚至跑輸給意大利股市。內地和台灣股市的跌幅亦超過EuroSTOXX指數（道瓊斯歐洲指數）。印度貨幣盧比兌歐元亦下跌了11.5%之多。以市盈率來說，韓國的綜合股價指數（KOSPI）跌得比西班牙股市還要多，恒生指數亦跌至和法國的CAC指數相若的水平。

新興國股市表現 受限內地通脹

過去1年，新興市場的股市表現欠佳，原因是顯而易見的。畢竟，內地通脹上升，迫使大部分亞洲經濟體採取緊縮和強硬的貨幣政策，也因為相對估值開始顯得有點捉襟見肘。

但是，展望未來1年，局面或景況就開始不同了。在估值方面，大多數新興市場的股市已經回到歷史上長期投資者願意加大資金投入的水平。在政策方面，過去幾周已經看到了一些變化，包



中國經濟增長雖正在放緩，但認為中國正步向硬著陸的想法，至少還是過於草率。圖為上海一工地。

（法新社）

括：

亞洲各國紛推刺激措施

1. 印尼在上周削減利率，以印尼盾在9月間被大舉拋售來說，這是相當令人意外的。但該國的實質利率仍是正數。有些意見認為，低廉的信貸成本將可以加快推動印尼大量積壓的基礎建設計劃，這反過來又會對該國的長期通脹前景產生刺激作用。
2. 新加坡上周五公布今年第3季的國內生產總值（GDP）數據比預期強勁，比去年同期增長多達5.9%，比對上一季亦增長多達1.3%。新加坡調整其貨幣的浮動波幅，容許波元以溫和的步伐升值。這是類似於放鬆銀根，因為新加坡的貨幣政策是通過它的貨幣制度來顯示。
3. 泰國、馬來西亞和菲律賓最近都宣布了類似刺激的措施。例如，馬來西亞政府的2012年財政支出之中，幾近四分之一就是用於一些特別發展項目。至於菲律賓，在第2季的GDP僅比去年同期增長3.4%，顯得增長乏力之後，它上周亦推出了一個小型的刺激經濟計劃，將於今年最後3個月實施。同時，泰國的民粹主義新政府亦有各種鴻圖大計。

無可否認，有些開支不能代替結構性改革（在貪污、補貼，以及國有企業和私營企業的競爭方面），但事實是，大多數亞洲國家都能夠負擔少許過剩的民粹主義。例如，泰國的公共債務只相當於其GDP的40%。馬來西亞和菲律賓的公共債務比重較高，也只相當於它們的GDP的大約53%至54%。

當然，餘下還有中國大陸這頭大笨象。我不太肯定，北京是否已準備好重新打開水龍頭。但我注意到一個勇敢的地級市——在蓬勃發展的廣東省的佛山市，上周試圖放鬆樓市的限購令，但在

不到10小時後，即宣布暫緩執行，大概是被上級政府否決了。

很明顯，現時不是那麼「山高皇帝遠」！而且，9月份內地的消費物價指數（CPI）按年上升6.1%之多，按月也上升了0.5%。儘管內地的通脹已由夏季時的最高峰（按年上升6.5%）稍為回落和冷卻，物價還沒有表現出足夠穩定的趨勢，讓內地的決策者可以接受「通貨再膨脹」的政策。

人民幣升值 有助推動亞洲經濟

即是說，中國會繼續引導人民幣升值。這將會限制亞洲其他貨幣的下跌空間（日圓除外）。當西方的經濟搖搖不穩時，人民幣升值與更廣泛的相關政策相結合，以推動亞洲的經濟增長速度，將可以為這地區的資產價格提供支撐。因此，將投資重點重新放回亞洲股市（包括日本），正開始變得有意義。