

質疑格老的 A 股泡沫爆破論



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

科網泡沫（科技、媒體和電訊行業等的泡沫）以及日本地產泡沫爆破，給大多數投資者留下創傷。大家既沒有忘記開心賺快錢的日子，也不會忘記不斷損失、無法止蝕的痛苦歲月。

而經過這樣深刻的教訓之後，大多數投資者都會覺得，一個升得像中國這樣快的市場一定是有泡沫。格林斯潘自從 5 月以來，已一直警告投資者，中國股市現時的升勢是不可能持續的。

估頂較估底困難

一些非正式的中國市場觀察家現在也可以找到很多股市泡沫的跡象，例如大量散戶加入認購新股等。事實上，現時全球市值最大的 20 間公司，已有 7 間是中國公司。但是，除了這些顯而易見的病徵之外，最大的問題是，要判斷一個泡沫的最高峰，可能比判斷一個熊市的最低點還要困難！

格老測市紀錄平平

還記得聯儲局前主席格林斯潘 1996 年指美國股市非理性的說話嗎？當年很多人都不理他的警告，美股之後仍然升了很多。（順帶一提，格老對美國股市的判斷的歷來紀錄都只是平平。所以，我很奇怪，到底有沒有人想聽他評論一個他自己所知甚少的市場。）

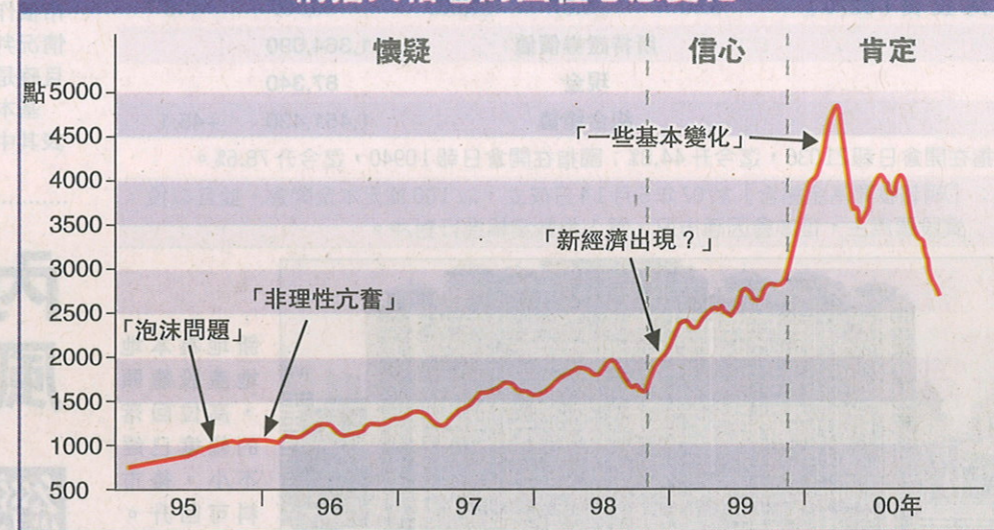
格林斯潘表示我們正身處一個隨時爆破的中國泡沫之中，但這並不足以令我們相信現在就是泡沫的最高峰。雖然，撇開他對其他股市泡沫的判斷的歷來紀錄，這一次他仍然有可能是正確的。但這又給我們帶來了另一個重要的問題——什麼東西會引爆中國股市的泡沫？

回看我們近年經歷過的泡沫，可以預測，引爆中國股市泡沫的東西包括以下各種：

1. 實質利率上升得遠比經濟增長速度為快，從而令到冒險投資變得不可得（例如 2000 年時的美國）；
2. 貨幣匯率上升得遠比購買力快，因而窒礙了經濟活動（例如 2000 年時的美國）；
3. 資產價格上升至愚昧的程度（例如 2000 年時美國的科技、媒體和電訊行業，1989 年的日本房地產、1985 年的台灣股市）；
4. 銀行業因為大量不良貸款而出現崩潰（2007 年美



納指與格老的四種心態變化



格林斯潘自從 5 月以來，已一直警告投資者，中國股市現時的升勢是不可能持續的，但格老對美國股市的判斷的歷來紀錄都只是平平。

（資料圖片）

國的次級按揭危機？1998 年的亞洲金融風暴……）。

戳破泡沫的四大因素均不存在

正如我們所說，上述的因素今天在中國並不存在。實質利率仍然十分低（銀行存款者的實質利率約為負 3

厘）；人民幣是其中一種最被低估的貨幣；H 股的價值確實有點偏高，但仍然未到荒謬和愚昧的程度（但公平來說，A 股就不能這樣說）；而中國的銀行全部在過去兩年重新擴充資本。中國的泡沫有一天會爆破，但卻可能是在格林斯潘的看法變得樂觀之後！