

民企表現佳 證中港牛市質量

國際視野



潘迪藍
Gavekal
Dragonomics
資深經濟師

國際投資者普遍會懷疑，在量化寬鬆周期剛開始時，貨幣政策是否能夠提供投資機會。儘管美國在2009年、日本在2012年及歐洲央行在2014年的行動都證明了央行活動的效果，但國際投資者看來仍未受到教訓，仍然懷疑由中國人民銀行點燃的牛市的質量。

因此，即使上海A股在過去半年已經上升了大約66%，屢創7年來的新高，但在香港上市的中資公司的H股，卻因為被外國人「拖後腿」，升幅只有相對較小的34%。

國際投資者懷疑中國資產改善潛力

根據我們和客戶的交流，國際投資者並不是因為懷疑人民銀行應付通縮的承諾，而是懷疑中國資產持續改善評級的潛力。大多數國際投資者只是認為，他們還能夠等。

近幾年，每逢央行推行積極的寬鬆政策，都會引致市場出現貨幣貶值的「反射作用」。後者至少會在初期抵消掉任何股市在一些國際基準指數內的反彈。雖然內地的A股並不包括在國際基準指數之內，但上述的想法仍然佔了上風。直至今日，外國投資者仍然決定靜待時機，等候人民幣貶值。

但是，正如我們以往指出，人民幣貶值並不符合中國的利益。北京需要保持人民幣匯率穩定，既是為了維持國內金融穩定，也是為了推進它在國際金融事務上的目標。

隨着中國領導人迫切要求「國際貨幣基金組織」(IMF)在今年10月將人民幣納入其「特別提款權」(Special Drawing Rights, SDR)的一籃子貨幣之內，人民銀行是極不可能贊成人民幣在未來幾個月兌美元顯著貶值。

對應緊縮措施多 人民幣毋須貶值

由於中國嚴格管控匯率，它不像大多數新興市場國家，它擁有一些工具抗拒任何因為資本外流而出現的潛在緊縮效應。中國只需放寬一些國內政策，而毋須放鬆人民幣匯率，讓它貶值。我們預測，內地今年會將銀行的人民幣存款準備金率再調低200個點子（2厘），以及減息。

由於內地的名義利率和實質利率遠高於零，它還有相當多空間推行有效的貨幣寬鬆措施，而不受零利率下限的約束，也不致陷入流動性陷阱的威脅。

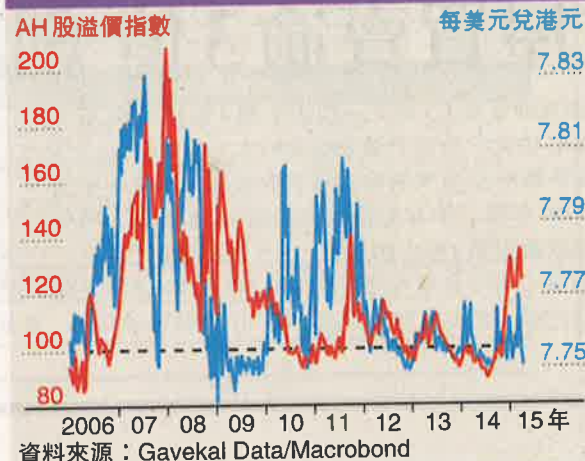
更重要的是，若能配合進一步的結構性改革，央行的寬鬆措施將有助把信貸引導至生產性的投資。正在快速推進的改革的其中一方面，是財政債務重組。這有助降低借貸者的利息成本，緩解地方政府的財政壓力，以及為銀行釋放資金。

除了讓地方政府發行6000億元人民幣的新債券之外，中國財政部今年計劃允許地方政府額外再發行1萬億元人民幣的債券，為預算以外的債務進行再融資。即使這樣大幅擴大發債，地方政府的債券仍然只佔所有其未償還債務的大約10%。

內地民企去年利潤增長穩固

雖然生產投資是否已復蘇還沒有定論，但我們偏愛的其中一個指標，即追蹤上市的民營企業與上市的國有企業之間的相對表現，正顯示出令人鼓舞的信號。經過2014年第四季跑輸大市之後（那可能意味着資

港元轉強 AH股溢價收窄



本錯配），內地民營企業今年正重新引起投資者的興趣，因為它們在2014年確實取得了穩固的利潤增長。

更多內地資金湧港 AH股差價急收窄

對於國際投資者來說，真正的風險是，當他們如夢初醒、發現人民幣和內地民營企業的盈利仍相當穩健時，他們會發覺，將要用高得多的價錢來購買內地股票。內地股票的在岸和離岸價格差距仍然相當大；在內地上市的A股比起在香港上市的H股，仍然有大約20%的溢價。

不過，隨着北京容許更多內地資金進入香港股市，這個差價將會快速收窄。事實上，由內地公司組成的香港H股指數在過去一星期便上升了大約10%，投資者若繼續畏縮不前，只作壁上觀，可能很快就會錯失入市的機會。

民企表現跑贏國企

