

私人銀行暨財富管理

專題特刊

環球市況遭遇滑鐵盧

Gavekal：低吸中港股票與人債

宏觀經濟研究機構 Gavekal 行政總裁 Louis-Vincent Gave 以環球股市四面楚歌來打開今次的專訪對談。面對多種負面因素齊襲，未來兩三個月仍會是困局，但他認為長線投資者可趁低吸納中港和印度的股票，以及人民幣債券，仍維持看好日股及歐股，但嫌美股估值偏高，暫時無意沾手。

近兩三個月，環球股市負面因素接踵而來，彼此之間亦有關聯，Louis-Vincent Gave 形容，投資者置身其中，猶如拿破崙在滑鐵盧之役被敵方重重圍困，己方的陣地則愈縮愈小。金融市場的表現與經濟基礎因素互相影響，前者差亦會拖累後者，經濟差又會進一步令金融市場震盪，正如國際「金融大鱷」索羅斯 (George Soros) 所言的負面反射周期。

他所指的負面因素包括商品價格繼續大跌，他認為，目前遠未見到周期的底部，每一個商品周期底部都會見到行業整固，弱手離場，高負債的商品企業倒閉，財務穩健的大企業以一角錢收購原值一元的資產，但現階段這情況還未出現。

商品價格不濟，令靠資源出口的新興市場陷入經濟不景氣，包括俄羅斯、巴西及南非等國，觸發資金大規模撤出新興市場，最後連亞洲區也受到牽連。

電子業衰退 債市風險增

Gave 看到的另一股逆風是電子行業周期回落，從三星、台積電甚至蘋果的業績或前景預測已可見一斑，當中的問題是沒有新的熱門產品可驅使消費者打開荷包，Apple Watch 實用有限，手提電腦市道呆滯，電腦相關的服務增長也近乎零。

債市的風險也日增，企業債與美國國債的債息差距拉闊，政府立法限制投資銀行自營買賣，令債市的流通能力減弱。這些因素疊加起來，令環球金融市場十分脆弱。

此外，在西部牛仔片中，到了最危險的關頭，通常會有英雄打救。過往金融市場的救世主是美國聯儲局以減息挽救，但今次的劇本相信不會如此，那誰來打救金融市場呢？

在各種環球資產中，Gave 較看好中港股市及人民幣債券。他指出，8月11日中國宣布把滙率市場化，是一件十分好的事，為建立本幣的市場地位，減少掛鈎美元是十分合理的，加上這是成功納入國際

貨幣基金組織的特別提款權 (SDR) 一籃子貨幣的要求。只是中國推行的時間甚差，在環球金融市場動盪及投資界憂慮中國經濟之際作出此舉，向市場傳遞了錯誤的訊息，導致投資者大舉贖回人民幣債基金，離岸人民幣債市場完全癱瘓，最惡劣時曾聽過有點心債基金一星期內的贖回金額佔基金規模的10%至40%，特別是當時仍處暑假，成交淡薄，令市場更恐慌。

貿盈強勁增長 人幣升值多於貶值

不過，他不相信人民幣會持續貶值【圖1】，因為在進口原料價大跌下，中國的外貿盈餘會大幅增加【圖2】。此外，在過去20至30年，中國一直把賺回來的外匯回流美元及美債，最近人民幣滙率形成機制的改動，中國已清楚向世界說明不會再如從前般買入美元；所以，人民幣兌美元應不會大幅貶值，最近人民幣動盪，是吸納的機會。

Gave 表示，人民幣國際化是中國夢的一個重要部分，中國不只要發展成一個國家，更要發展成一個帝國，透過「一帶一路」計劃，在海外興建道路、碼頭及鐵路等基建，目的就是從海外運送價廉的原材料回國，把本國的製成品送到海外市場，情況就如第二次大戰後的美國推出「馬歇爾計劃」，推動成立國際貨幣基金組織、世界銀行等，最終目標就是要把產品推向世界，中國走的也會是這條路。

他認為，中國要落實這個宏圖，仍要克服甚多困難，建橋搭路容易，都是一次過的支出，但要軍事上保護這些通路，則會十分之昂貴。

此外，區內的外交阻力也不少。過去15年，內地對外交並不太重視，北京大學的畢業生傾向加入財政部、工業部或能源系統等，外交部會是最後的選擇。目前，政治局常委中沒有人是來自外交部，但在歐美國家，外交部長是一個很顯赫的職位，這也反映中國過往政策側重向內，而今時今日要走出去，在外交工



■ Louis-Vincent Gave 認為，人民幣國際化是達致中國夢的重要部分。(黃潤根攝)



作上便出現很大壓力。

此外，歷史上出現的霸權，除了軍事力量外，也有雄厚的軟實力。以教育而言，現今家長都會以美國哈佛或史丹福為子女的心儀大學，克服軟實力不足是中國崛起的重要工作之一。

國企改革進度令人失望



以下。他笑言，可能是時候在吉隆坡置業了。

Gave 指出，在亞幣大幅貶值後，實施聯繫滙率的香港，競爭力上會遇上較大的挑戰。新加坡樓價已跌了10%至15%，加上滙價貶值了20%，一時間，新加坡的樓價較香港便宜了近40%。

當然，香港樓市有中國買家支撐，加上利率低，促使置業者以買樓作為儲蓄財富的工具。但香港

在各種環球資產中，Gave 較看好中港股市及人民幣債券。他指出，8月11日中國宣布把滙率市場化，是一件十分好的事，為建立本幣的市場地位，減少掛鈎美元是十分合理的，加上這是成功納入國際

部、工業部或能源系統等，外交部會是最後的選擇。目前，政治局常委中沒有人是來自外交部，但在歐美國家，外交部長是一個很顯赫的職位，這也反映中國過往政策側重向內，而今時今日要走出去，在外交工

有雄厚的軟實力。以教育而言，現今家長都會以美國哈佛或史丹福為子女的心儀大學，克服軟實力不足是中國崛起的重要工作之一。

國企改革進度令人失望

中國經濟面對負債比率太高、投資回報率低的問題，經濟改革是刻不容緩之事。但Gave認為，習李上場後在不同領域的改革步伐速度不一，打貪的行動走得最前，可惜沒有建設持久性的防貪制度，而只是把權力集中於國家主席習近平；雖然金融改革也頗快，但國企改革實在令人失望，流於討論，實際行動少。

對於整體亞洲市場而言，他不認為會發生金融危機，以香港這個金融中心為例，過去幾年借予中國企業的信貸大增，而且多借予內房商發展地產項目，現時內地樓市有復甦跡象，一線城市成交回升，樓價沒有大幅下瀉，這情況下，相信銀行體系不會有危機，本港銀行業的危機只會在內地樓價大跌一成半、大量信貸違約後才發生。

他預料，在4至6個月後，亞洲國家會如中國般，經常賬大幅改善，因為原材料價格大跌，很多地方滙率十分便宜，例如馬來西亞的貨幣兌美元在4算

的香港，競爭力上會遇上較大的挑戰。新加坡樓價已跌了10%至15%，加上滙價貶值了20%，一時間，新加坡的樓價較香港便宜了近40%。

當然，香港樓市有中國買家支撐，加上利率低，促使置業者以買樓作為儲蓄財富的工具。但香港樓價的確貴，比起巴黎及紐約中心區還要高，可能僅僅低於倫敦的中心區。

零息政策無助改善通縮

環球資產配置方面，Gave看好亞洲，但對美股則較為審慎，認為標普500指數在2100點水平已經頗貴，不論是估值或是動力均不吸引。歐股在超低息環境下，企業盈利仍有上升空間，股市內部動力也不俗，應該買入，但焦點宜選本土經濟股，因為出口股一來偏貴，二來受新興市場需求放緩所影響。

他認為，通縮環境將成為常態，而部分是央行所造成的，這一代的中央銀行家都採用日本的長期零息政策，令「喪屍企業」繼續生存，經濟效益差，使通縮長期化。零息政策只製造了短期的資產泡沫，無助改善通縮，情況就如過去20多年的日本。他認為，在這環境下，聯儲局就算年底前加息，亦只會是一次過而已。

■人民幣兌美元大幅貶值機會不大，最近滙價動盪反而是吸納的機會。

（彭博資料圖片）

