

亞股要反彈 亞幣須先企穩



國際視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

亞洲股票的大舉拋售潮突顯了投資環境正發生重大改變。大多數區內市場的投資者都好像我那樣，曾經預期市場可以收復一些失地，因為通脹壓力現正開始放緩。事實上，自從石油和食品價格在7月中見頂回落後，預測亞洲股市反彈是很自然的。然而，實情卻是亞洲股市繼續急跌，現已回復2005年11月的低位。更糟糕的是，多隻亞洲貨幣伴隨股市急跌，包括新加坡、馬來西亞、韓國、印度、澳洲、新西蘭等。

往後的發展會是怎樣？正如我上周在本欄中強調，亞洲的主要問題是，美元的熊市看來已經結束。事實上，新興市場的表現傾向是，當美元強時，它們會表現較差；當美元弱時，它們會表現較好。這有好幾個原因。因為：

1. 當美元強時，美國人傾向保留較多錢在本土（美國投資者的資金是亞洲股市的主要驅動力之一）。
2. 當美元弱時，亞洲國家的中央銀行往往會增加發鈔量，以防止其貨幣兌美元升值太多。當美元轉強時，當地便沒有了這種游資，少了剩餘資金流向當地的資產。
3. 當美元強時，資金流走會增加，因為新興市場的富有國民會將資金由當地貨幣轉換成上升中的美元。特別是當美元轉強與全球游資短缺同時發生時，這尤其普遍。

令情況更複雜的是，近年很多亞洲企業都認為，美元兌該國的貨幣會一直下跌，因而借入美元，以為日後可以較便宜的貨幣來還債。這確實曾為區內的企業提供一些便宜的融資方法。但是，當美元上升時，這些亞洲企業的融資成本便增加。結

果，其資產負債表的壓力便變得不確定（像泳衣生產商德發（0928）最近的爆煲）。這令到投資者不敢在區內入市撈底，儘管表面看來，區內的股票已相當便宜。

亞股短期走勢難看好

因此，對亞洲股票來說，最關鍵的問題是，美元是否會繼續轉強。在過去的一周，儘管美國出現一連串壞消息，如失業率惡化、比預期差的新屋動工數字、美國政府接管兩家半官方按揭機構房利美和房貸美等，美元仍然保持反彈了些少。

此外，扣除汽油的美國貿易赤字繼續改善，為美元牛市提供了另一支持。當美國的經常帳赤字減少，就意味着較少美元流出至其他國家。這也意味着美元會轉強，美股會跑贏大市。在強美元的環境下，日股亦傾向表現較佳（例如1999年和2005年）。

整體來說，在短期內，亞洲股票的情形也不太看好。但是，在這種時機，亦不應失掉大格局的視野。事實上，從較長期和較結構性的角度出發，我們必須記得熊市出現的原因——股市的領導權的轉變。當



石油和食品價自7月中見頂回落，市場預測亞股反彈，但實情卻是亞洲股市繼續急跌。圖為印度孟買一股票行，印度Sensex指數昨日跌5.5%。（歐新社）

然，當手上的股票全部下跌時，股民會很難想像，新的領導者將來自何方，而且免不了會有些沮喪感覺。但是，即使在最黑暗的時期，我們也應該要懂得分辨增長、跑贏大市等將來自何方。

現時，我有些少懷疑，亞洲股市是否超賣。無疑，所有像我般的投資者都會認為，當油價和商品價格上升時，亞股是應該「沽硬」的；現時油價和商品價格回軟，亞股理應處於療傷期。但是，在7月中，當美元上升時，亞股卻紛紛被沽。我傾向相信，亞洲股市很難普遍反彈，除非它們的貨幣兌美元能夠穩定下來。

不過，這又不是說，我們應該將亞股東之高閣，因為區內仍有一些大機會。當我們可能繼續低估亞洲100大企業（以市值計）中的86間（那些公司都是商品生產商或銀行）時，其餘那14間受忽略而又有良好管理的亞洲品牌公司中，卻可能大有機會。若美元繼續增強，近年表現欠佳

的很多亞洲出口商，便可望否極泰來。

美零售股未如想像差

我認為，若美元現時是處於一個可以持續多年的牛市的初段，那美股將會繼續跑贏大市，美國消費者也可能不會活得像人們預期般差（有趣的是，自從貝爾斯登賣盤事件之後，和美國消費者相關的股份，特別是美國的零售股正在上升，而木材是唯一價格上升了超過30%的商品）。在強美元的環境下，日股亦傾向表現較佳（例如1999年和2005年）。

結論是，我正如你們一樣，當然有被近幾個星期亞股的大舉拋售嚇得「休克」。這次拋售潮已令亞股跌至2003年SARS或甚至1997年亞洲金融風暴以來不曾出現的估值。但實情是，隨着美元上升，以及全球金融社區繼續糾正過度的槓桿效應，亞洲股市的壓力十分明顯。若要亞洲股市反彈，先要亞洲貨幣穩定下來。