

通脹重臨 最好買亞幣

**國際視野**

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

相信很少投資者會不捨得2008年，皆因2008年無論在股票及企業債券市場上，都有很多令人驚恐的「意料之外」。事實上，我們正處於一個跟從前不一樣的世界，錢變得難賺，環球增長在未來數季料仍疲弱。

令人意外的2008

我們當中，有幾人能夠想像到華爾街四大投資銀行之一會破產？有幾人能預測到其他投資銀行不是被收購，便是放棄投資銀行的身分？又有誰能想像得到，我們會經歷短期債券出現負利息的情況？（投資者實際上是倒貼利息，去持有短期美國國庫債券）去年實在有太多「前所未有」及「從未見過」的狀況。在這些情況中，以下幾個最令我意外：

- 亞洲股市跑輸美國、歐洲及拉丁美洲股市；
- 亞洲債券價格不但跑輸歐洲及美國債券，而且在08年下半年的走勢更與股票同步；
- 我們認為被低估的亞洲貨幣，表現令人失望。與美元比較，韓國、印度盧比、印尼盾及泰銖分別下跌了25.7%、19.2%、15.5%及14.3%。強勢的亞洲貨幣只有日圓（去年升值23.3%）、人民幣、新加坡元，而這三種均是低息貨幣。

這三個發展，令我想到是否有新的趨勢正在形成，或是去年亞洲資產價格大幅滑落，正給予投資者買亞洲貨幣及亞洲資產的吸引入市位？新年新展望，我想投資者須自問三個問題：

亞債亞幣再跌機會小

一、亞洲股票會否繼續跑輸大市？

股票市場於2008年面對兩大障礙：銀行的影子銀行制度崩潰令投資者大手拋售資產，以及對增長的期望大幅降低。更甚者，在這場流動性危機之中，亞洲市場因為流動性較歐美為低，又缺乏撈底的投資者，便受到更大的影響。所以，遭到重創的對沖基金和投資銀行，以及外國投資者撤出市場，為區內股市帶來失望的結果。



進入2008年後，亞洲股市估值升至歷史高位，金融海嘯爆發，投資者對經濟增長的預期大減，打擊亞洲股市。現在，情況已大為不同：近期外資不再大手出售資產，取而代之的是外資溫和買入（外資沒有可能永久出售資產）；大部分的估值已到了歷史低位，股票估值已反映未來經濟沒有什麼增長。

事實上，新興市場債券基金最近錄得自8月以來首周淨流入，顯示投資者對風險的胃納改善。ING在報告中引述研究機構EPRR數據，指出截至1月7日的一周內，新興市場國債有1300萬美元淨流入，此前一周則有6500萬美元流出。這個金額看似很少，希望未來會加大。

二、亞洲債券會與亞洲股票共榮共辱嗎？

自從雷曼爆發後，我們看到亞洲企業利用難得一週的機會，合共動用了650億美元回購債券，給予亞洲債市有力的支持，有助鼓動投資氣氛。亞洲國債價格近月亦從谷底反彈，所以亞洲債券市場跟亞洲股票市場同方向發展。在可見的未來，當亞洲債券找到支持點，亞洲股市或會因經

亞洲經濟料將在09年下半年回復增長，那時通脹也變為大家關注的事情，所以亞洲貨幣會是最好對沖通脹的工具。

（資料圖片）

濟前景仍不明朗而受壓。無論如何，去年底兩者同走一方，向的關係已消失，亞洲債券及股市同跌的日子將會過去。值得一提的是，以流通量計算，亞洲企業回購債券的活動較歐美企業活躍。合理的解釋是，亞洲銀行較歐美健全，對急錢的需求也較少。

三、亞洲貨幣會繼續跑輸大市嗎？

當各國利率趨向零，各地政府又斥巨資刺激經濟，投資者想知道的是，哪一種貨幣在09年會跑贏大市？我們傾向相信，亞洲國家擁有健全的銀行體系、有限的債務問題、優越的地理位置以及吸引的估值，區內貨幣會是看重重基本因素投資者資金停泊的地方。唯一的障礙是，在國際經濟環境改善或通脹大幅上升前，亞洲政府不會想本國貨幣大幅升值。不過，亞洲經濟料將在09年下半年回復增長，那時通脹也變為大家關注的事情，所以亞洲貨幣會是最好對沖通脹的工具。

總的來說，筆者預期08年令很多本地投資者感到苦惱的趨勢都會逆轉，09年將是不同的年。