

亞洲牛市重臨了！

三大憂慮存疑有理



國際視野
Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

經過一輪反彈後，股票市場現時又顯得有點過高——太多上市公司爭相大量配股集資，股市的成交額開始減少，指數開始回軟。之前的反彈是否只屬迴光返照？股市近來的回軟，提醒了大家，很多市場參與者並不相信這次反彈。其中一個最著名的熊市論者、有「新末日博士」之稱的紐約大學斯特恩商學院經濟學教授魯里埃爾·魯比尼就表示，股市以往曾6次預測經濟復蘇，但都是「許餚」。但是，仍然有一些正面的數據和消息，令人愈來愈覺得不容忽視：

一. 全球的樓市都在復蘇：根據 National Association of Home Builders，美國住宅樓宇地產商的信心指數（Housing Market Index），在今個月升至14點，乃8個月來的高位。Zillow.com的調查顯示，75%的業主認為，最壞的情況已經過去，現在是買樓入市的好時機。在其他市場，亦看到樓宇交投增加的情形，包括英國、中國大陸、香港和澳洲。

銀行較前健康 有利集資

二. 銀行看來比之前健康：美國的銀行，如摩根士丹利、摩根大通和高盛等，正在爭相向美國政府歸還「不良資產舒緩計劃」（TARP）之下美國政府向它們的注資。現時，資本市場已讓它們可以重新向私人籌集資金。同時，據報道，英國政府亦已開始前期討論，出售它去年拯救銀行時購入的銀行股票事宜。除非有關交易能夠獲利，否則，這些政府是不可能出售它們手上的銀行股票。據報道，有些政府官員對此相當樂觀，認為一年內其政府應能賣出這些銀行股票套現獲利，儘管可能只是出售一部分。

中國游資氾濫 加快「走出去」

三. 市場游資增加：絕大多數以市場為基礎的風險指數，如「波動性指數」（VIX）、LIBOR（倫敦銀行同業拆息美元利率）、泰德利差（TED Spread），全部都回復到雷曼兄弟倒閉之前的水平。企業能夠成功地從股市或債市集資。例如，在香港，AIG就正準備讓其亞洲附屬公司AIA招股上市，以集資40億美元——那將是2007年以來香港最大的上市集資活動。

同時，中國看來正在重新考慮「走出去」的戰略。中國國家外匯管理局在18日發布「境內機構境外直接投資外匯管理規定」（徵求意見稿）稱，將簡化境外投資審核手續，取消外匯風險審查和資金來源審核手續。

中國商務部亦於18日在其網站發表商務形勢評述文章《抓住機遇，認清風險，加快「走出去」步伐》，敦促中國企業要把握「走出去」的戰略機遇期，在外國尋找好的交易。因為全球金融危機已對世界經濟格局造成了



亞洲股市近期牛氣冲天，特別是中國股市，更出現利好的「黃金交叉」技術指標。

（資料圖片）

深刻的調整，在境外投資併購優質資產的機會正增加，投資成本則正在降低，交易條件改善。

四. 貿易有復蘇的迹象：雖然絕大多數的貿易數據仍然是令人沉鬱失望的，但亦已出現一些正面、令人驚喜的數據。例如，歐盟的出口就連續兩個月出現按月上升。DHU最近亦表示，它對貨運市場的看法變得比之前樂觀，因為高科技產品的需求正上升。

五. 政治環境正在改善：至低限度，在亞洲，我們看到一些曙光。中國大陸和台灣之間的緊張關係緩和，令中國可以和日本加強關係，最終甚至可以令朝鮮半島的局勢改善。同時，印度國會大選的出人意料結果——國大黨大勝，預料未來可以穩定執政，還有斯里蘭卡的內戰結束等。

國際貨幣基金會（IMF）對接受其援助的國家的財政預算赤字的控制，亦似乎放寬了態度。例如，IMF原先要求匈牙利的財政預算赤字控制在該國GDP的2.9%，最近便放寬至3.9%，讓該國政府有更多空間調動資源，應付經濟衰退。

數據易誤導 美元隨時貶值

整體來說，全球經濟這棵大樹似乎正長出新葉，人們很難對此視若無睹。然而，觀乎全球經濟之前所受的創傷，對近期這些正面數據抱持存疑態度，也是合理的。畢竟，有以下三點可能會造成誤導：

1. 絕大多數的經濟數據都是相當受投機活動影響的。換言之，它們集中於解讀某些東西是轉好還是轉壞；而不是其絕對水平的高低。有關增長和風險指數的正面數據可能只是反映，經濟活動以及私營企業願意冒險的意願在過去6個月有所改善——但這是否足以形成一個新的牛市？或許，這些數據可能比幾個月前為佳，但仍未高到足以形成一個可以長期持續的股票牛市？

2. 某些大事件影響仍然可能形成世界經濟的盲點。例如，我仍然相信，其中一大結構性風險就是，一個或多個歐洲國家可能會出現到期未能償還國債，或者被降低主權信貸評級。再加上英國或美國可能會在短期內失去AAA的最高主權信貸評級，說不定不用多久，我們就可能看到一些較弱的歐洲國家出現上述的危機。

3. 美元貶值危機。某程度來說，這可能是由奧巴馬政府的一些政策引發。因為奧巴馬政府這些政策表面看來，會令外國投資者覺得，美國愈來愈不是一個好的投資地方，例如那「停止濫用稅務天堂」法案；處理佳士拿汽車公司的手法，可能令其債券持有者蒙受巨大損失、血本無歸；在AIG的花紅爭議中，以行政手段變相撕毀合約法等。

危機促成重組 終成新牛市

儘管有這些隱憂，但我仍然覺得，有愈來愈大的機會，經濟最差的情況已經過去。牛市最終還是倚賴三大支柱——吸引的價格、過多的游資，以及不錯的經濟增長。在差不多所有股市，現時都有吸引的價格。游資方面，中央銀行一直在向銀行體系注資。至於經濟增長方面，我們不需要很驚人的增長來帶來牛市。事實上，實質經濟增長比目標低些少，往往才是最理想。因為在這樣的情形下，中央銀行才不會倉促地取消一籃子的貨幣寬鬆政策。

此外，我對於一些公司借現時的危機為名，去進行重組，亦印象深刻，包括日本的企業（例如，新力上星期就宣布，將會砍掉大約一半的供應商）。這就是「無形之手」的作用。危機迫使企業改善它們的生產力，以提高邊際利潤，最後促成一個新的牛市。以我的意見，在亞洲，牛市已開始重臨，可以趁任何股市因現時超買而回跌時入市。