

擁牛市三大支柱

日股市場現牛影



國際視野
Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

很多人都說，新興市場將會比發達國家率先反彈。以今年至今情況來說，確是如此。今年以來，美國股市僅回升4.1%；法國股市回升4.2%；德國股市則回升6%等等。但同一時間，巴西的股市卻大升了68%；中國股市亦大升51%；台灣的股市亦大升了50%；香港亦有30%升幅；南韓則為25%；連深受甲型H1N1流感病毒困擾的墨西哥，股市也回升了17%……。

當然，今年以來，全球股市的表現都是大致正面的。當全球股市正上升時，新興市場的升幅往往更大；當全球股市正在下跌時，新興市場的跌幅亦往往更驚人。我認為，新興市場的表現跑贏全球，是有以下因素：

新興市場受惠弱美元

1. 新興市場通常有齊牛市的三大支柱，那就是，吸引的估值、游資充斥，以及不錯的經濟增長。當然，有時也有些例外（例如，東歐國家因為受歐元區影響，游資就不太充足）。但是，很多新興市場（特別是亞洲和巴西）擁有令牛市持續的條件。

在先進國家，估值一般亦十分吸引，但其餘兩個因素就不太確定了。例如，經濟就仍然是負增長的。雖然有時看到一些增長的數據，但仍然不大明朗。游資方面，中央銀行正在大學印發鈔票，在信貸市場上，可以看到一些令人鼓舞的正常化迹象。但是，銀行是否願意，以及有沒有能力將這些游資帶回現實經濟中發揮作用，仍然不太肯定。

2. 新興市場受惠於弱美元。新興市場與美元的關係是此消彼長，甚至比一些股市的指數更明顯。這部分是因為強美元會鼓勵美國的存戶將資本輸出去購買美元資產，而弱美元則鼓勵資金流入這些新興市場。

3. 新興市場在全球投資市場中所佔的比重仍然是偏低的。全球有超過一半的人口以及經濟增長來自新興市場。你可能会估計，國際投資者在新興市場上的投資，至少佔其總投資的10%以上吧？但實情卻不是如此。

資金料續流入新興市場

我們相信，在未來幾年，會出現結構性的資本分配轉移，資金會持續流入新興市場。若這些地方能夠開發出金融產品，讓本土的儲蓄者就地投資，這點將更明顯。例如，香港希望發展自己的債市，中國就正在逐漸推進人民幣自由兌換。這些都是令人鼓舞的。

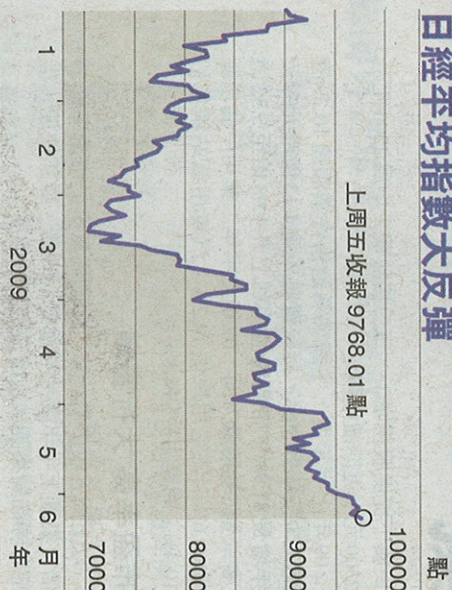
雖然現在好像全球股市都看漲似的，但若說到可持續的反彈，新興市場會比先進國家有說服力得多。我們預期，新興市場將會繼續跑贏全球。

然而，亦有一個先進國家值得留意一下，那是日本。東京證券交易所指數（Topix）在1月初以及5月初合共4度未能突破900點之後，日前終於突破了，同時也突破了它的200天移動平均線。那是不是說，這個全球最受矚目的主要市場已出現突破？我相信確是如此，理



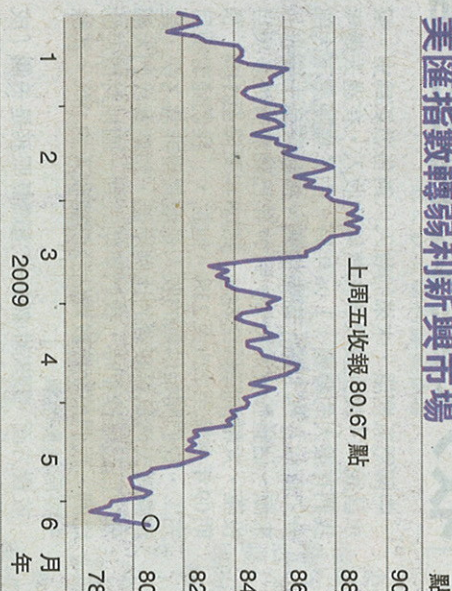
日本股市在牛氣冲天的亞洲區內，表現算是落後。

日經平均指數大反彈



（資料圖片）

美匯指數轉弱利新興市場



由如下：

危機到來促使日本改革

1. 日本只有在危機時才改革。但當危機到來時，日本公司可是難抱改革的。猶太、基督教社會是以罪為基礎，亞洲社會則是以羞恥為基礎。後者有相當多優點，例如低犯罪率、很強的社會凝聚力等等。但是，它沒有機制去處理失敗（除了自殺）。

在美國，如果你經營一家汽車公司生意失敗，你可以宣布破產，請求（社會）寬恕，然後重新上路。然而，在日本，承認失敗卻幾乎相當於政治自殺。這意味着，事情要轉壞得很厲害，才可望好轉。事實上，事情要發展至普遍人都集體失敗，才可望好轉。因為只有那時，承認失敗才獲得接受。

這就是1997至1998年亞洲金融風暴時的情形，那時容許日本公司大刀闊斧地改革。結果，在1999年，日股即強勁反彈。這亦是2003至2004年日本上次衰退時的情形，結果，在2005年，日股亦強勁回升。

我認為，類似的歷史即將重演。因為每一日，我們都收到一些日本公司關閉、外判某些職能，或者將生產中心搬到外國等消息。

一旦全球經濟恢復增長，這些改革將會催生出一些邊際利潤大大提高的公司。（日前公布的美國建築開支、美國供應管理協會（ISM）的製造業指數，以及中國的採購經理指數PMI，全部都相當令人鼓舞。）

日股表現滯後亞股

2. 日本股市在亞洲是較滯後的。今年以來，所有亞洲股市都大幅回升，只有日本例外。日本或許快將趕上，又或者因為投資者重整投資組合，而令日股受惠？日本亦從中國經濟興旺中取得不少好處。可以說，很少經濟體能像日本般，從中國解除貨幣管制中受惠那麼多。

3. 日本有齊三大支柱。上文說過，一個可以持續的牛市需要三大支柱，那就是，吸引的估值、游資充斥，以及不錯的經濟增長。

現時東京證券交易所指數（Topix）的市價率已接近歷史低位，估值並不高。隨着日本央行推行「量化寬鬆」政策，將出現大量的游資。預料日本可於今年第2季恢復經濟增長。無可否認，日本絕非亞洲最刺激的故事。但是，我認為，它卻是「已發展世界」中的最有趣的市場。