

結構性牛市正開始

調整造就入市良機



國際視野
Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

在10月間，股市自6月以來出現首次按月跌幅，跌幅也是2月以來最大，環球MSCI指數的跌幅達1.85%。這跌市非常廣泛，連亞洲MSCI指數的跌幅亦達到1%，令人不禁產生疑問，這是否意味着3月開始的牛市的結束？

若從指數來看，信息會非常混亂，好淡爭持。一方面，我們看到波動性指數（VIX）升高，金價對銀價的比例上升（其中一個熊市象徵），金融股跑輸大市（另一個熊市象徵），以及人民幣遠期合約不再急升。

指標現分歧 未來一周關鍵

另一方面，利差（Spread）維持在十分窄的範圍，例如泰德價差（TED Spread）、新興市場債券價差等。因此，流通速度指數繼續顯示，仍是值得冒險。這些風險指數的分歧，令我們相信，未來一周將會很關鍵。

我們可能很快就會知道，究竟我們是處於一個牛市稍作調整下的入市良機（我的看法是如此），還是熊市才是真的，一窩蜂的發新股、高油價、銀行貸款持續萎縮等等，已經破壞了大市的支持力。

無可否認，近日的新聞令人不大安樂。由對沖基金被調查和拘捕行動（引致受影響機構特有的資產產生骨牌效應，被恐慌性拋售），到美國最大商業信貸集團CIT破產；到ING計劃進行重組，把保險業務部門出售；再到會接受英國政府拯救的銀行拋售資產；以及環球地緣政治情況轉壞（伊拉克、伊朗、阿富汗、巴基斯坦等等）。對一些投資者來說，是有足夠的不明朗因素令他們去套現。

然而，在未來幾個星期，市場將可以掃除所有這些負面因素。收復10月間的損失。

值得留意的是，雖然環球股市在10月份都是比較艱難的，但上海和香港的中資股在這個月卻表現不錯，升幅分別達到7.8%和7.7%。很明顯，世界上主要市場的新加入買家還是較新加入的賣家為多。

環球經濟活動持續改善

再加上環球經濟活動持續改善（例如，9月份的韓國工業生產按年大升11.1%，10月份的中國採購經理指數的強勁，泰國9月份的新增職位數據令人意外地強勁，以及新加坡和香港的新增職位數據等），市場又有大量的游資，股價又未致於太高，所以我認為，現在若打賭股市進入一個新的熊市周期，並不合時機。

可是，令我意外的是，我接觸過的很多人都認為，股市今年的反彈，只不過是一個大熊市內的周期性反彈。當然，這可能是過去十年市場波幅極大



上海和香港的中資股在環球股市虛弱勢的10月卻表現不錯，升幅分別達到7.8%和7.7%。圖為港交所。（資料圖片）

的緣故。但這不代表就是正確。

海嘯倖存企業 高盈利低估值

因為我們今日身處的，是很例外的情形。第一，幾乎每家公司在去年的危機中倖存下來的公司，今年的表現都大有改善，冗員被裁去，開支減到最低，而競爭卻可能減少了。這可以由美國近期的企業盈利，以及日前公布的美國生產力數字大升9.5%看到（後者乃2003年第3季以來的最大升幅）。

第二，雖然企業的盈利前景相當穩固，但股票估值一般仍然低於過去20年的平均數。第三，利率正處於歷史低位，而且在未來幾個月都可能維持在低位。

高盈利、低估值、低融資成本的股票，有何不好？我相信，現時的不安情緒，有一部分是緣於各國政府的管治差勁，特別是：

1. 有關金融業改革的不明朗因素：無可否認，這對銀行有些影響，也解釋了我們的流通速度指數最近為何出現負面的走勢。
2. 史無前例地高的政府開支和預算赤字：當政府繼續揮霍時，消費者和企業知道，它們最終將必須要為此而結賬時，難道它們現時不會抑制開支嗎？
3. 貨幣貶值：由於中央銀行大印銀紙，以及將利率維持得太低和太長時間，這會引發非生產性的投資，將儲蓄者推去購買黃金等。

不得不承認的是，這些都是合理的憂慮，而且基

本上都和政府無能力進行改革的想法綑綁在一起。這就好比1970年代末期出現的一種看法，認為民主不能戰勝通脹，因為人民投票時總是為了自己的利益。這種法到了1990年初期，仍在加拿大和瑞典等國家十分流行。

但是，民主已經顯示出有能力向經濟現實調節（或許日本是例外，但日本可以由自民黨一黨執政60年，本來就是民主的異數）。當然，一般來說，只有當政客真的沒有多少其他選擇時，他們才會吃苦藥。

民主帶動經濟現實化調節

這又把話題帶到了我們研究的其中一個主題——「價值創造者」愈來愈有能力選擇它們的稅制。以美國和加拿大為例，到了2012年，溫哥華的企業所得稅率實際將會降至15%；這將會逼使美國政府認真看看它正在做什麼，它正在那些地方花錢，可否便要削減開支和調低稅率等，除非它是想將西雅圖變成死城！

誰在十年前會想到這些？當時那些熟悉經濟的人只會猜想，加拿大將成為七大工業國（G7）中的首個「破產」國家。所以，正如我們的大部分客戶，我們對於各國政府的表現也是不安的。但我們覺得，大部分股市看來都像開始了一個結構性的大牛市。這並不是說股市不會回跌，但對我來說，回跌正是入市的機會。