

從亞洲航空業談到中國宏調



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

股神巴菲特曾有一句有名的戲言說，若要投資在航空公司的股票上，而成為百萬富翁，那就得先拿 10 億美元出來！的而且確，航空股過去多年都成為很多投資者的陷阱，主要因為這行業的收入對於壞消息很敏感，不論那是經濟周期逆轉、油價上升、恐怖主義襲擊、戰爭、意外，還是其他無法預料的事件（例如今年冰島火山爆發，令很多歐洲航班要停飛）。

曾經有人告訴我，但我沒有數據去證實——若由出現商業化的航班開始，將航空業歷年來的盈利和虧蝕綜合計算，這行業實際上是要虧蝕的！既然航空業的往績如此差強人意，為何仍然有人投資在航空股上？答案很簡單，因為在發生「加速現象」時，航空股是可以發揮很大的槓桿作用。

亞洲人收入增 促航空業起飛

法國經濟學家 Aftalion 是首個提出，多個經濟和社會因素乃根據 Gaussian Curve（高斯曲線）來分佈的人。其理據是，當一個國家的平均收入超過某個最低門檻時，某些貨品或服務的需求絕對可以出現爆炸性的增長！

例如，若一個國家國民的每年平均收入低於 1000 美元，相信沒有多少人會購買電視機。但若每年平均收入超過 1000 美元，購買電視機的人即會大幅增加。

為什麼？這是因為，當平均收入快速增加時，整條收入分佈曲線就會向右移。於是乎，有能力購買電視機的人就會大幅增長，其增幅要遠遠大於平均收入的增幅。

Aftalion 將此稱為「加速現象」。這解釋了，為何在 15 年前，中國只有大約 1 萬人曾經滑雪，但過去一年，卻有超過 500 萬中國人在內地的滑雪山坡一演身手。今年以來，亞洲的航空股表現如此令人讚嘆，其原因就正是「加速現象」。事實上，在幾乎所有亞洲市場，當地的航空公司即使不是今年表現最佳的股票，也相差無幾。

區內航空股今年升幅大

例如，國泰航空（0293）就是表現最好的恒生指數成分股，今年以來其股價已上升了 32%。在香港上市的中國航



中國經濟急速增長，連帶亞洲區的航空股，包括國泰航空（圖）表現也讓人讚嘆。

（法新社）

空公司表現同樣出色。南方航空（1055）和中國東方航空（0670）的股價都上升了 63%，中國國際航空（0753）則升了 59%。

在韓國，韓亞航空更大升 148%，大韓航空亦上升了 42%。在台灣，長榮航空則升了 59%。在泰國，儘管曼谷長期出現大規模示威集會，泰航仍然大升了 103%！很明顯，亞洲區的旅遊業正處於一個加速發展的階段。（最低限度，從一些內地遊客的子女堅持要來香港的迪士尼和海洋公園，便可以看到。）

然而，大家卻有一點要保持警惕——當來自亞洲其他地方的遊客數目看來必定創紀錄，以及航空股水漲船高時，一眾酒店股，如富豪酒店（0078）、香格里拉（亞洲）（0069）等等，今年至今只顯示出溫和的升幅。

或許，這是因為大部分上市的酒店集團都只是迎合高端的商務旅客，而不是以亞洲的旅行團為對象。第二個可能性是，航空股大升，並不是因為乘客數量大增，而是因為

跨區及跨洲的航班大增。

第三個可能性是，投資者大舉購入亞洲的航空股，是因為預期亞洲貨幣會持續升值。由於航空公司的成本是以美元計算，收入則以當地貨幣計算。若當地貨幣兌美元持續升值，航空公司的盈利亦會上升。

第四個可能性是，亞洲的酒店股基本上仍然太小，大多數機構性投資者都未有興趣參與。關於這觀點，可以看看，新濠國際發展（0200）今年以來下跌了 11.73%；而市值大約是它的 4.5 倍的銀河娛樂集團（0027），卻上升了 66.36%！當然，一般酒店股沒有大升，可能還有很多其他解釋，但這樣的差距仍然是惹人注目的。

我最喜歡第四個可能性的原因是（說不定上述四個可能性都成立），它真的對應了我們現時在亞洲見到的東西——由商店內的遊客到不願意冒流動性風險的機構性投資者。但「加速現象」現時在亞洲正是如火如荼，將對經濟增長速度產生支持作用。這正是我不太相信中國會放鬆宏

國泰股價今年至今累升 32%



南航表現亦不俗 至今累升 63%



調的原因。若中國照現時的趨勢發展，繼續針對性的淘汰過剩的產能，以及打壓房地產泡沫，它會否在貨幣政策上放鬆，以抵消期間的陣痛？看來不會。

亞洲興旺 內地毋須鬆調控

市場的共識是呼籲提高貨幣供應的增長速度，但 7 月份的 M2 只增長 17.6%，比 6 月份的 18.5% 為低。新增貸款是 5330 億元人民幣，亦比 6 月份的 6030 億元人民幣為低，大約與 7.5 萬億元人民幣的全年目標相符。所以，我看不到北京會偏離現時的貸款增長目標。

總括來說，中國政府並非處於恐慌。只要經濟增長速度不下跌至 8% 以下，它仍然會繼續致力於達到它調整經濟結構長期目標。

除非發生一些預料之外的災難性事件（例如歐洲債務危機再現，或者美國出現雙底衰退等），否則，我不預期中國的貨幣政策短期內會有任何放鬆。