採訪：秦偉士 攝影：施偉港

GaveKal：中資銀行集資 創5萬億信貸

內地樓市上升周期剛開始

投資諮詢服務研究公司GaveKal認為，近年中資銀行透過上市及私人配售集資約700億美元（約5460億港元），會引發中國出現一次十年的樓市上升期，現時只是起點，大陸房地產股會是逢低吸納的選擇。GaveKal的客戶包括在港股市場十分活躍的國際大型基金，如富達、新加坡投資局、Capital Research Group等。

環文：施純港

攝影：秦偉

GaveKal香港辦事處負責人Louis-Vincent Gave接受明報記者訪問時指出，近年中資銀行發行了700億美元資金，當這些資金在大陸銀行體系，可創造約總貸款金額7000億美元（約5.46萬億港元），相當於中國本地生產總值的三分之一。銀行的投資行為，會加速經濟來至大發展。2003年中國政府向銀行注資共200億美元資本，創造2000億美元的信貸，引發了當年經濟高速發展（2004年4月將緊縮政策中央進行安撫調控）。

新增貸款料流入樓按 刺激樓市

他認為，這種中資銀行的借貸主要用來往企業貸款，但隨著多家國資銀行引入外資策略投資，如高盛、富達、摩根士丹利、美銀銀行、德意志銀行等，其業務量的就是運用加拿大銀行的經驗，發展消費貸款。因此，這筆海外資金所創造的信貸，預料會大量投入買樓按揭比率極低的樓宇按揭貸款（見圖1）及其他消費貸款。

「這會延續未來10年，中國樓市會十分穩定，這年樓市上漲還只是開始，大陸房產及基礎建設仍是極佳的投資。」

他認為這中國政府不時推出的調控樓市措施，會令大陸房地產股出現震盪，上海中國稅務總局要求更有可貸款銀行存在多時的物業按揭增值稅，但是一個長期的對策。他認為，大陸房產股必然是波動性大的資源，短線可做資高沽，趁任何壞消息來臨，樓高位沽售，他亦可作長線持有。該公司特別看好世茂房地產（0813）、上海置業（1207）及綠城園（3383）。

宏調措施 帶來低吸良機

他認為，現時中國的樓價經過80年代來百本樓市泡沫時樓比，當年家人好買自住的原來整宅地皮價值使等於整個加拿大的土地價值。

對於中資銀行股，他認為股價已經高，他會建議持續吐並較合理水平買進。最佳本地的中小型銀行股價年內要買，特別合適。他上中國的銀行資金充沛，有上市計劃，投資的潛質，以上海銀行A股的市盈率達5倍，而H股達8倍，非常具備1.5倍市盈率的資產中小型銀行上市合理。

踏入2007年，包括當海內的環境時與中港資現將十分波動。Louis表示，去年12月，銀行到歐美金融危機，發現損多大型基金的投資部署是預期美元疲弱，商品及新興市場持續強勢，但事後驗證，現實並好相反。因此，一些失望的投資者也現被洗，也有些人因去年年終新興市場表現強勢而參與。

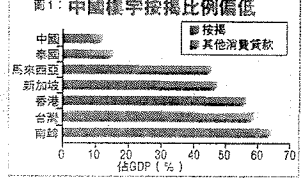
沽空新興市場可致破產

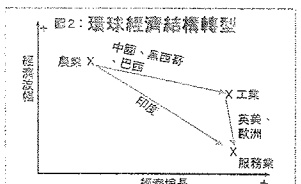
不過，在環球經濟高漲好，資金充裕下，他認為新興市場牛市仍有一段後長時間才會結束，明白北大多數的人大可入市，不所由預見高等所以保守上限，但千萬不要入市沽空，正如英國摩根士丹資深經濟師思斯所說：「股市持續非理性時間之長，可令你（沽空者）破產（The market can stay irrational longer than you stay solvent）」。

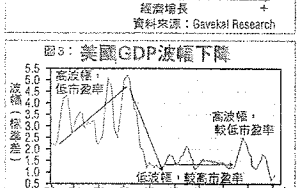
在歐洲地區，GaveKal認為會繼續長，德國股市會有中國、香港、新加坡、印度、菲律賓、越南及印度，德國股市會有日本、韓國、台灣、及馬來西亞，泰國股市歷來十分穩定，但政治上的發達絕緣無之不去，暫不宜進入。目前德國不貴，但相對上升的幅度，去年投入印股多很爭，令投資者有感心。

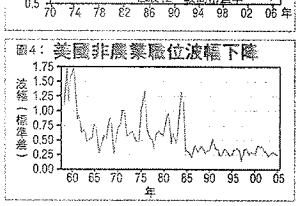
看好美股 資金自歐股流入

他十分看好美股，認為國際資金會增持美股，因為德吸引，企業利潤率高企，但他不認為國際基金會由歐洲撤資回美股，因為歐股（日本以外）的市值仍相對小。國際基金要重新配置環球資產，應由歐洲撤離資金，後者逐去兩年的升幅甚大，部分是極歐元兌美元強勢所來。









Louis-Vincent Gave相信，大陸銀行的改革，大幅增資，會為中國的樓市注入所需的資金，樓市的上升周期剛開始，中資房地產股是逢低必買的長線投資。

全球經濟周期趨穩 股市「極樂」

過去幾年，環球經濟增長強勁，通脹溫和，包括股市，樓市在內的資產市場不斷上揚，「911」恐襲，美國發打阿富汗及伊拉克，油價大升，以至美國聯儲局加息頻頻，均無損這「極樂」的投資環境。有人會問會發以支撐經濟增值局勢穩的中央銀行製造了大量資金，令資金氾濫在全球膨脹，便地球發達，這年會來一次經濟大衰退。

環球經濟再分工 波動下降

不過，對於GaveKal的研究員來說，今天的「極樂」，源於世界經濟結構的轉變，每數經濟周期發生的變化（見圖2），人對消費的穩定性增加，所以，有信心消費及投資，資產價格也經常穩定性增加而價值上揚。

這場結構轉變中，中國、巴西、馬西亞等國家從農業經濟走向工業經濟，歐美、英國、日本、香港等則由工業經濟走向服務業經濟，這轉變與產業的波動性大幅減少（見圖3）。

GaveKal這種環球經濟的發展觀，源於它給予客戶的研究，它寫出了一本著名的《Our Brave New World》，闡釋他們的世界觀。

Louis解釋說，從單純數學來看，大幅增長通常會增長，不穩定的事件，就減緩不升，但長期，投資人都會，都以有效的增長率來，但當長期增長的平均產生，他的收入會較前定，消費投資會心增加，相反，也會轉向工業化的過程，可大幅推進經濟的增長。

舉例一樣，歐美企業轉向服務型，30年前，美國企業大多是製造業，這些企業要建廠及擁有資源的生產設備，這樣需要巨額的資本投資，這樣需要巨額的資本利潤率，因此，一旦進入經濟增長，在短期內出現大升下，企業盈利會隨著上升波動，就也使地產股價增高的發展周期較大。

服務企業重人才 失業率下跌

但今天西方的大型企業都是高盛、微軟電腦、諮詢業、銀行業等，它們最重要的資產再不是機器廠房，而是員工，這使企業把生產工序外判減少環境成本及廠房的地方，例如中國，由已則轉往移向員工作為市場拓展，企業將以無待遇的利潤率，發展科技等高增值的工序。

這樣企業沒有廠房投資負擔的包袱，負債低，現金流入強，在無需發新市盈率，這使移股市長年長期的動力。

企業員工的就業安全性也較穩定，美國企業每年平均把將百分之2%投入於員工的培訓，因為員工才是它們最大的資產，因此，就算遇上經濟低潮，企業也不輕易大量裁員，這反映於美國失業率的波動變化有日益收窄的趨勢（見圖4）。

美國的業主可把按了的物業當作「銀行提款機」，透上電資金需來時，可以加按或把部分本金套出來。圖為美國很動荒州正在放售的房屋。

金融改革下 房產變提款機

人肯定了自己不會失業時，自然很放心消費及作較長線的投資如置業，此也解釋為何美國以及歐洲的消費和樓市近年如此強勁。

支持環球樓市的另一大趨勢，是金融上的改革。過往，房產投資被視為不動產，變現能力低，但隨著20年前花旗銀行等金融機構推出嶄新的樓宇按揭產品，使房產的投資再非不動產，業主可把按了的物業當作「銀行提款機」。遇上有資金需求時，可以加按或把部分本金套出來，房產由不動產變成流動性較強的資產，業主自然可提高，情況就如一隻流通性佳的股票，市盈率可以較一隻流通性低的股份高。

GaveKal香港辦事處負責人Louis-Vincent Gave認為，內地房產股可長線持有，其中特別看好世房、上海置業及綠園樂。圖為上海新造的住房。（資料圖片）

GaveKal 言論獨立 上《巴倫》頭條

當者晨初認識GaveKal，是在當店裏對他們出版的《Simple Economic Concepts for Complicated Financial Markets》，內容以分析宏觀趨勢，特別是各地的貨幣政策情況，來定環球投資方向。

奧妙的是這家義具國際視野的研究機構竟然是總在中環荷里活道一幾間屋，並非像大行般在他們辦公室的中區名廈。但它的首席研究員是美國著名財經周刊《Barron's》《巴倫》的頭條，這不對稱的事情令當者更想走訪這家公司。GaveKal的聯合創辦研究部主管Louis-Vincent Gave與從事環球資產分配逾十年的父親Charles Gave及《**泰晤士報》財經評論員**Anatole Kaletskys創辦GaveKal Research，Louis，並於2002年在香港設立辦事處，為國際基金在港設投資諮詢服務。

Louis表示，該公司配在香港開設辦行決策，是因公司的研究有原創性，加上本身是獨立的研究機構，沒有投資銀行業務，能做到客觀公平。

GaveKal研究人員對每天環球的財金現象，包括經濟數據、企業業績、政府政策、央行行動等，分析並歸納，找出其脈絡，組織出趨勢和投資建議。Louis指出，研究的過程也非常孤的，是一個孤獨的過程。他們的客戶中有很多國際大型基金，包括富達、Capital Group Research、新加坡投資局、中東的阿布扎比投資局及Lloyd George等，這些基金也有很多高人，他們常常給予反饋，幾GaveKal修正其看法。