

已發展國家股市更值博

國際
視野Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

還不過是幾個月前，當時市場關注的是「雙底衰退」的風險，「新常態」(New Normal)的概念，未來10年全球都可能陷於低經濟增長，以及廣泛的通縮問題。

然而，再一次證明了，環球經濟的彈性和復元能力比大家想像中高。事實上，一個繁榮發展的亞洲，加上復蘇的北歐，破紀錄的企業盈利，以及全球普遍的低利率都意味着，全球經濟增長現時已回復到4.8%年率的健康水平。

但是，美國聯邦儲備局仍然表明，對於打擊通縮會採取「寧枉無縱」的手段，宣布了6000億美元的資產購買計劃，一般稱之為QE2（第二輪「量化寬鬆」措施）。

QE2初時將美元和美元的息率推低了，引發了一輪熱錢投入廣泛的資產。這令到過去1季，亞洲出現很多「預期通脹重臨的交易」(Reflation Trade)，由航運股到香港的地產發展股，幾乎任何被視為值得長期持有的公司股票，其股價都被重估調高。

但是，這到底是不是真的可以持久？中國現時正在收緊貨幣政策，而美國的就業情況亦正在改善，「預期通脹重臨的交易」可能會無以為繼。那麼市場將會由什麼驅動？

公平一點來說，股市最近出現的牛市，並不是完全因為預期通脹重臨而出現的資產價格上升。另一股主要的驅動力，是企業盈利和預測盈利不斷提高和有驚喜。事實上，隨着全球經濟增長率上升及重新超越金融海嘯前的增長率高位（4%），以及成本維持受控，企業的盈利都非常理想。

但隨着美元和債券息率開始慢慢回升，亞洲及新興市場國家收緊貨幣政策，造成牛市的「預期通脹重臨」因素已經不再存在。剩下来的，就只有企業盈利這一因素。

新興市場受工資加息通脹困擾

這又引伸到，那些地區可以維持現時這麼強勁的盈利增長問題？我們認為，答案就在已發展國家的市場。有些人可能會對此感到意外。畢竟，經濟合作與發展組織(OECD)成員國仍然處於「去槓桿化」的過程，政府仍然身負沉重國債。同時，GDP增長和企業營業額增長，亦是在新興市場國家較強。

但是，新興市場國家亦面對一些新的挑戰，包括：工資上升、人口成本上升、貨幣升值及波動，以及貨幣政策偏緊的周期來臨等等。相比之



作者認為，歐盟只是不斷向愛爾蘭等國提供債務，並不能解決歐洲債務危機，因為市場想看到的是減債，或者增加非債務資本。圖為歐盟成員國財長早前於布魯塞爾的緊急會議。（資料圖片）

下，先進國家的企業，特別是美國的企業，看來卻可以從3個因素獲利——偏低的幣值、低資金成本，以及勞工成本不太可能上升（主要因為失業率高）。而這三道板斧，正是亞洲國家以往賴以經濟成長。

美國保經濟增長 借用亞洲三板斧

我認為，現時購買先進國家有穩定盈利的企業的股票，會比購買新興市場國家的同類股票更安全和更便宜。換句話說，在現時，價值可能比增長更重要。

歐盟以債養債救弱 非治本

當然，我看好先進國家股市的前提假設是，歐債危機不會惡化至失控。但歐洲國家可以做一些什麼，來防止市場信心繼續下跌，以及資產降價拋售？

直至現時，歐洲貨幣同盟(EMU)成員國的回應是，創造結構，讓債務可以由較強環節，轉移至較弱的環節。但市場看來對此反應冷淡。

來自「歐洲金融穩定機制」(EFSF)的援助，看來不但沒有令愛爾蘭的局勢穩定下來，反而還令形勢惡化了。或許，「歐洲金融穩定機制」(EFSF)的援助未能冷卻情緒，是因為歐洲的弱國現時面對的不是欠缺短期的周轉資金，而是會否破產的問題。

弱國銀行急需新股本

若真是這樣，那麼市場就不會因為有新債蓋過舊債而冷靜下來。相反，市場想看到的是減債，或者增加非債務資本。可惜，歐盟只是不斷向愛爾蘭等國提供債務。

這令我們相信，若不進行債務重組的話，只有以下兩個方法可行：

1. 歐洲央行的震懾 (shock and awe)

若問題是債務過高，一個可能的方案是，將那些質素令人懷疑的債務，由那些弱國的銀行的資產負債表，轉移至歐洲央行的資產負債表（類似美國聯邦儲備局2008年從市場買入一些按揭貸款的行動）。

不用說，這麼大規模的貨幣化行動，會令歐元非常動盪，也會令人覺得歐洲央行像「歐豬四國」的央行，多於像德國央行（那麼穩健）。不用說，歐洲央行不太可能這樣做。我們亦應該記得，近來的亂局，正是因為歐洲央行拒絕在其資產負債表中接收更多的愛爾蘭債務而引發。

所以，歐洲央行的「震懾政策」，其實是意味着，它要來個180度轉軌，推翻幾個星期前的立場。

由 EFSF 入股弱國銀行

2. Equity Recapitalization (股權資本重組)

現時，歐洲的主權債務危機，已經轉化成銀行危機，歐洲貨幣同盟(EMU)成員國的銀行都需要更多股本(Equity Capital)。當然，要由私營投資市場來達到這個願望的機會很微。這令到銀行國有化成為唯一選擇。

但問題是，市場會覺得，那些弱國的政府不足以擔保其本國銀行的債務。換言之，這些銀行要由其他機構去國有化。而這間機構應該是一間泛歐洲的機構。換句話說，與其由EFSF借錢給受債務危機困擾的國家，倒不如由EFSF入股那些國家的銀行！

不幸地，歐洲的想法仍然維持在，以強國為弱國提供更大的信貸額（但借貸條件也較高）。我認為，這種方法只能產生短暫的喘息作用。以近幾個星期看來，這個「喘息機會」更是愈來愈短！