

聖誕前持續升市機會增

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

現時對股市看好是否太早？還是為時已晚？自從在10月3日見底之後，標準普爾500指數已經反彈了11%，MSCI亞太區（日本除外）指數更已回升了12.5%。

我已經告訴客戶，雖然在一段時間內，歐洲的債務問題仍然會經常佔據頭條新聞的位置，但在今年餘下的時間內，市場的主要驅動力實際卻是美國經濟復蘇和衰退之間的角力問題。

當然，對投資者來說，最大的問題是，最近股市的反彈究竟是一個可持續的上升趨勢的開始，還是只是因為9月底的過度拋售而出現的「回光返照」。個人認為，這視乎反彈的主要驅動力，到底是因為美國的經濟數據比預期為佳，還是因為人們對解決歐債危機的期望過高。

市場動力 在於美國復蘇變清晰

無可否認，在10月份的第一個星期，有關美國經濟的新聞都是好轉的消息。先是供應管理協會（ISM）公布，製造業指數由7月份的50.6，回升至8月份的51.6（市場原先預期會下跌）。接着是10月7日公布的9月份的非農業新增職位多達10.3萬個；8月份的非農業新增職位則由零，修訂為5.7萬個。

之後公布的零售數據及每周新申領失業救濟金人數，亦都比較像樣。綜合這些數據，美國第3季的GDP增長率可能會輕易超過2%。因此，所謂美國經濟「失速」的威脅（美國的GDP增長一旦連續兩季

跌至2%以下，往往就會陷入經濟衰退），將大大減輕。由於美國出現經濟衰退的機會大大減低，環球股市持續反彈就似乎變得有道理。

上述分析的唯一問題是，大多數投資者都將注意力放在歐洲。在股市反彈的過去兩周，不單只有美國公布的經濟數據比預期為佳，還有德國和法國關於拯救銀行的協議的消息洩漏，以及全面和廣泛的歐元改革方案的消息。

市場正與一籃子的改革方案掛鉤起來，包括銀行的資本重組、「歐洲金融穩定基金」（EFSF）的擴大方案，以及歐洲央行買入歐元區的債券等等。這些都會正在進行（在23日和24日召開）的歐盟峰會或G20下月4日在法國康城舉行的會議上討論。

歐債危機難達成妥善方案

但個人認為，要在這兩個日子為歐債危機達成一個有說服力的解決方案，可能性是極低。取而代之的，只是更多的政治承諾和宣示，以及一些複雜和技術性的方案。這些方案旨在分散人們對歐元區內在矛盾的注意力，以及德國和希臘、西班牙、葡萄牙、意大利等南歐國家之間在經濟治理方面仍然互相對立、不可調和的分歧。

所以，從理性分析來說，受歐元區解決方案鼓舞而對股市看漲的情緒，將會在11月4日之後急速消散。但是，這世界並非如此理性。自從希臘危機出現以來，投資者對歐盟峰會的最初反應都幾乎一定是正面的。

股市初時總是受鼓舞而強勁反彈，儘管歐洲政客每次提出的緊急財政援助聲明最終都會證實是含糊、空泛、不完整，或者難以置信。市場通常都需要幾個星期甚至幾個月來認知，每一次的緊急財政援助方案都是不足的，或者甚至只是令情況更壞。為何我們這次不預期市場會出現相似的反應？

歐元區危機不會在短期內得以解決，一定不會在聖誕之前。對此，我們已無異議。但隨着美國經濟改善，以及亞洲區逐步放鬆貨幣政策，股市在聖誕之前出現反彈的機會確在上升。

有關中國經濟硬着陸的憂慮極可能被誇大了。中國上星期公布今年第3季的實質GDP（國內生產總值）按年增長放緩至9.1%，比第2季的9.5%為低。很明顯，中國的經濟絕非一蹶不振地行，但增長的速度將會繼續放緩。未來幾季的數據，將會進一步反映現時的緊縮貨幣政策、中小企的現金緊張，以及樓市轉弱。

中國硬着陸憂慮 可能被誇大

本欄的忠實讀者都應該知道，我們不屬於認定中國經濟將會硬着陸的那些陣營。但是，我們亦預料，中國可能無法再達到以往被視為慣常的雙位數字經濟增長率。不過，這並不意味中國對環球企業和投資者的重要性會有所下降。這點非常重要。

事實上，當我們預計，中國未來幾年的GDP增長率只有大約8%，而非以往經濟繁榮時期的10%以上時，中國對環球經濟的影響卻可能會有增無減。這是因為，中國現在已是一個規模大得多的經濟體，它每增長一個百分點，就意味着相當大的實際需求。這可以用以下的方式來說明。

由2008年至2010年，中國的實質GDP增長率平均是每年9.7%。以名義美元計算，中國的國內需求在這3年間增長了接近2.5萬億美元。這要比危機重重的美國和歐元區的國內需求的增長大得多。

中國對環球經濟貢獻 有增無減

但是，在2005年至2007年這3年，中國的實質GDP增長率更加驚人，平均是每年12.7%。以名義美元計算，中國的國內需求在這3年間卻只增長了大約1.1萬億美元。儘管中國在這3年間的經濟增長幅度遠遠跑贏美國和歐元區，後兩者的國內需求的增長卻仍然比中國為大。

所以，近期一些評論員和記者聲稱，全球經濟重心已轉移至中國，並不令人意外。自從金融危機爆發以來，更多的新需求，為企業提供更多機會生產和銷售產品，都是在中國創造，多於在美國或歐元區創造。無疑，這很大程度上是因為先進經濟體的經濟表現低



美國近日公布的經濟數據似乎顯示，經濟正在好轉，第3季的GDP增長率或會超過2%。圖為一日資時裝旗艦店於紐約開幕。（彭博）

迷。但是，這也是因為，對全球來說，中國每年的經濟總量現時已經大至舉足輕重。

2007年，中國的名義GDP增長了23%，在國內創造了大約5000億美元的新需求。今年的名義GDP增長可能會下降至大約16%，但卻會在國內創造出超過8000億美元的新需求。這是因為，其基數已大得多。（中國2010年的GDP約為5.88萬億美元，而2006年還只是大約2.7萬億美元。）

同樣道理，以美國的龐大GDP來說（去年為14.58萬億美元），它每增長一個百分點，亦是一個很大的數目。經濟合作與發展組織（OECD）相當樂觀的預測是，美國明年會在國內創造出大約7000億美元的新需求，大約和我們預測的中國數據相近。

全球經濟的中心尚未完全遷往中國，但我們以往實在也很少經歷、中國對全球經濟如此重要的日子。