

買入中國市場改革「新貴」

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal
亞洲區研究部主管

在2月初，日本央行還承諾推行擴張性的貨幣政策，那時中國仍在信誓旦旦，其緊縮政策距離結束還遠。當然，股民很多時都得不到承諾的東西。現在看來，日本和中國的態度已經逆轉。

尤其是日本，似乎再一次令市場失望。日本央行宣布了一個通脹目標，成為報章的大新聞。日本央行曾令人聯想起最終會和其他主要國家的央行一樣，把貨幣大幅貶值。

日稱擴張無擴張 華稱緊縮暗鬆手

「沒有這麼快！」我們在東京的朋友大部分都這樣回答。一位朋友甚至寫道：「我會感到驚訝、震驚和懷疑。如果日本央行最終作出什麼巨變，我便把我的帽子吃掉。」

儘管如此，金融市場看來卻很高興地摒棄任何疑問：日圓迅速從每76日圓兌1美元，下跌至每84日圓兌1美元；日圓這一回落，也令日經225指數，從2月初的8800點，大升至3月底的10,250點。但其後，日圓回升至80.5日圓兌1美元，日股也出現了拋售潮。

當然，最近的回調大部分可以解釋為受日本以外發生的事件影響。例如，美國的就業數據令人們對經濟



總理溫家寶定下今年經濟增長目標只有7.5%，並承諾繼續抑制流動性，但3月新批出貸款卻增至逾1萬億元，這高市場預期。

前景的信心有所動搖，西班牙國債的孳息率突然飆升，人們擔心中國的經濟增長放緩期會拖長等等。

在這樣的時期，我們期望的是，日本央行會上足彈藥，積極「印銀紙」，增加貨幣供應。不料，最近的新聞公告卻顯示，日本央行的資產負債表的規模縮小了。這有部分可以用季節性因素來解釋，因為在財政年度的最後一天（即3月31日），日本央行的撥款都傾向減少。

但無可否認的是，日本央行被動的情況令人擔憂。在未來幾個月內，日本央行必須對貨幣擴張政策顯示出比近幾個星期更多的承諾，不然就會冒上令市場失望的風險。

對比之下，中國現時看來正在走完全相反的路線。當日本央行承諾改變政策（但至今所做的還很少），中國決策者卻承諾了經濟增長會放緩（例如，溫家寶總理定下今年經濟增長目標只是7.5%），並繼續抑制流動性。

然而，內地銀行在背後顯然接收到截然不同的信

息，因為新批出的貸款正重新增加。當上周五公布今年第一季的GDP增長放緩至8.1%時，3月份的新批出貸款卻增至超過1萬億元人民幣，遠遠高於市場預期的8000億元人民幣。

這是每月新批出貸款一年內的最大升幅，同時還令到貨幣供應M2的增長（13.4%）再次高於名義GDP增長。換句話說，這是將中國扳回一個游資過剩的環境。

再加上中央匯金公司近期宣布，增加在工商銀行（1398）和中國銀行（3988）的持股（對上一次增持股份是2011年10月，即A股跌至谷底時）；以及深圳將繼溫州之後，令跨境貸款更輕易。在短期內，實在很難看到，有什麼消息，可以將本來已十分低估和超賣的中國股市推得更低？

可是，中國的經濟和市場再一次顯示出矛盾。上周的GDP報告顯示，中國的經濟增長正在從近幾年的熾熱步伐放緩，但至低限度，近期很多經濟消息已經比預期的要好。好像「沽空高手」查諾斯（Jim Chanos）（美國對沖基金經理人）等大淡友長期預期的經濟硬着陆，就從來沒有出現。

但是，儘管中國的經濟證明了比很多自命專家的人更有回彈力，中國的股市卻顯得相形見绌。自從3月1日以來，香港的H股指數已下跌了10%，嚴重跑輸全球MSCI指數（同期只下跌了3%）。這究竟是怎麼回事？

中國結構改革 短暫痛楚長遠好事

基本答案是，中國政府對於結構性改革正愈來愈認真。對於中期和長期的經濟增長來說，這是好事。但短期內來說，對於很多中國企業來說，卻是壞消息。對於在過去十年中表現最好、構成了中國股票指數很大比重的公司來說，就更加是壞消息中的壞消息。

在未來幾年內，投資者應該減持或者出售這些以前的「贏家」，改為購買將會受惠於新興的經濟增長模式的企業和行業的股票。

有很多很好的理由可以對結構性改革的步伐抱懷疑態度。多年來，中國的領導人都不斷地談「平衡」的

問題——要將中國的經濟增長模式，從傳統上對基礎投資的過度倚賴，轉移至國內消費，以及實現較高的效率。

但說的多，實際做的卻很少。金融業的改革乃關鍵的部分，因為整個改革議程可以歸納為要令資本分配更有效率。在2009年，金融業改革看來是高度優先的項目，但實際完成的卻很少。改革的障礙很大很強，因為地方政府倚賴賣地，國有企業則倚靠壟斷。

但上月標誌着一個關鍵的轉捩點。在3月15日，即「兩會」結束後的第二天，中共中央決定，將標奇立異、獨斷獨行的前重慶市委書記薄熙來免職（後來連中央政治局委員的職位也被解除）。這顯示了，除了向外發放一些公開聲明之外，中央和地方領導人已就金融和市場改革達成了共識。

因此，溫家寶總理最近說，要打破大銀行的壟斷，並不怎樣令人意外。他最近到中國民營企業的聖地溫州巡視，看起來就像推行一場改革運動的傳統開幕儀式（有點像鄧小平1992年初的南巡）。

消費服務企業股成新贏家

改革方案的代價，將會由過去十年的「贏家」承擔，例如銀行、房地產企業、原料和能源企業等等。它們都曾經因為一些關鍵要素（如資本、土地和資源）的價格被扭曲，而獲得壟斷性的收益。當一些生產要素的價格調整時，這些企業的毛利將會減少。而風險溢價將會上升，歷史「市盈率」（P/E）或「市帳率」（P/B），將會變成歷史。

相反，以往生產力被人為壓低的行業將會當旺。以前的「贏家」已經開始大大跑輸給其他行業。

我們預計這一趨勢將持續下去。因此，投資者應該賣出以前的「贏家」，並改為買入將會從改革中受惠的消費品和服務企業的股票。但當然，仍需謹慎行事。

過去十年，一些中國企業純粹要靠營業額大幅增長來取得盈利，擴充產能和規模幾乎變成了這個遊戲的代名詞。但在未來十年，「贏家」將會是那些成本結構管理得最好的企業。即使在跑贏大市的行業內，也會有大量的不明白新遊戲規則的失敗公司。