

# 投資動力從歐洲轉移亞洲

國際  
視野



潘迪藍  
Gavekal  
Dragonomics  
資深經濟師

過去 50 日，歐洲股市遭受「重挫」。歐元區的股市平均下跌了 6%，葡萄牙和奧地利的股市更下跌超過 10%，德國和法國也相差無幾，跌幅接近 9%。

除了整體跑輸大市之外，更有 20% 的歐元區上市公司的股價已經下跌了超過 20%。與往常的大拋售一樣，投資者對此可以有兩種態度去理解和對應：

1. 大拋售標誌着一個趨勢的結束——這裏說的是，早一段時間歐元區股票跑贏大市。
2. 歐元區股市的跌幅，已經令它們進入了「超賣」的水平，這提供了一個有吸引力的入市機會。

投資者考慮減持還是增持歐元區的股票，必須決定哪一個看法才是正確的。

## 歐元資產已跑贏其他地區年半

如果歐元區的股市在未來幾個月跑贏大市，就必定會吸引到一些「邊際投資資金」(Marginal Investment Dollars) 流入。但不幸的是，對歐洲來說，這些「邊際投資資金」往往主要不是由投機驅動，而是看股市表現。

這是因為，這些「邊際投資資金」通常來自散户投資者。而散户投資者的特點，就是只追蹤動力。

一個典型的散户投資者對於他的「邊際投資資金」有 6 個選擇。他可以：(a) 保留現金；(b) 購買黃金；(c) 購買國內債券；(d) 購買外國債券；(e) 購買內地股票及 (f) 購買外國股票。

考慮到這一點，我們就要追蹤股市相對於其他資產類別的表現。因為若內地股市跑贏現金、黃金、債券及環球股票，它們就更大可能吸引到「邊際投資資金」。

同樣道理，當內地股市跑輸給其他資產類別時，散户投資者亦不太可能螳臂擋車、逆市而行，他們至少也會等到大市下調至真的很吸引的水平，才會入市。

這就帶出了歐元區的股票投資者現在面臨的窘境。最近，幾乎所有歐元區股市指數的相對表現圖表都出現轉勢，由正數變成-5。現時，歐元區的股市已跑輸給現金、黃金、國內債券、外國債券以及外國股票。

在過去，-5 的讀數(下圖中的陰影部分)通常都是一個預兆，意味當地的股市會有好一段低回報的時期。

另一邊廂，正當歐洲股市的相對表現指數由+5 跌至-5，我們卻看到亞洲區較大的股市(包括中國大陸、香港和韓國)的表現完全相反(見下圖)。因此，若任何環球股票投資經理現時要在歐洲增持以及在亞洲減持，這個夏天他將會極度寢食不安！

早在 5 月份，我們就曾經說過，在過去 18 個月，歐洲的風險資產的表現幾乎勝過所有其他地區。

正如金融理論所說，資產的價格是由幾個因素決定，包括：

1. 未來的收益流。
2. 折現率(Discount Rate)，即是把未來的收益流按預期通脹折算為現在價值的比率。
3. 「無風險收益率」，或稱為「無風險回報率」(Risk-free Rate 或 Risk-free Return Rate)，即是指將資金投資於一種沒有任何風險的投資對象所能得到的回報率。

很明顯，歐洲固定收益工具(國債等)之前的大幅

反彈，主要是因為歐洲的貼現率大跌，其次是因為「無風險回報率」大跌。這就是為什麼，在任何歐洲周邊國家，其 30 年期國債的表現都遠遠跑贏當地的股市。

## 邊際投資資金 或離開歐洲

日前公布的數據，以及它們引發的市場反應，現在帶來了幾個難題：如果風險溢價不再下跌，盈利增長是否可以接棒成為歐洲股市的主要驅動力？

過去幾星期，市場對於上述問題的答案似乎明顯是否定的。債券孳息率下跌所提供的效應已經熄滅，但至今並沒有出現新的驅動力有潛力推動歐洲股市升至新高。

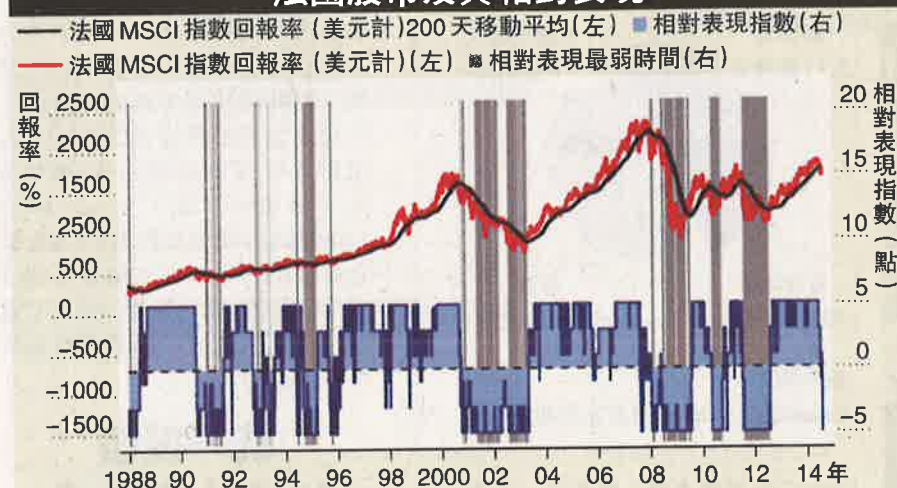
只要這種情況繼續，那些「邊際投資資金」就很可能離開歐洲，而轉投亞洲，而不是由亞洲轉投歐洲。這個簡單的事實有助解釋，為何 MSCI 亞太指數現時跑贏 MSCI 環球指數，這是 2010 年第一季以來首次出現這情形。

## 資金流入亞洲 更具吸引力

由於亞洲現時有較強的經濟動力，以及較佳的政策力度——隨着印尼和印度的大選結束，日本推行「安倍經濟學」，中國大陸的銀行進行資本重組，以及股價更具吸引力，很難看到資金會反過來由亞洲流到其他地區。

這還未有考慮到烏克蘭衝突、加沙地帶近期的戰事(以及它在歐洲城市引發的示威)以及歐洲的民粹主義政黨崛起的風險問題。因此，在未來幾季，歐洲更大可能成為資金來源，而不是「邊際投資資金」的目的地。若所有其他因素不變，這將會令歐元轉弱，以及歐元區股市跑輸大市。

### 法國股市及其相對表現



### 香港股市及其相對表現

