

復旦大學經濟學院副院長、金融學教授
孫立堅

百家觀

點

中國增長方式轉變首重「民富」

備受矚目的2010年中央經濟工作會議於12月10日在北京召開。因為它是對當前經濟形勢和第二年宏觀經濟政策最權威的風向標定調，而且也是每年級別最高的經濟工作會議，加之明年又是「十二五」的第一年，所以，我們有必要對它的核心內容加以正確的理解。從最近宏觀經濟政策組合拳的調整和12月3日召開的中央政治局會議的精神上，至少我們能看出「防通脹、壓泡沫」已經成為接下來保證中國社會順利推動「十二五規劃」的必要條件。



■江蘇沙鋼集團去年以1,463.13億元人民幣的營收蟬聯民企榜首。網上圖片

人行增持美債對沖熱錢

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

美國推出總額6,000億美元的第二輪量化寬鬆政策，加劇熱錢流入新興市場及中國境內，為應對熱錢流入可能會造成的通貨膨脹和資產泡沫，人民銀行行長周小川在11月初表示會把熱錢引入所謂的「池子」，直至12月15日他終於對「池子」作了解釋：「典型的池子是外匯儲備，但是儲備有不同的板塊……一些則是為熱錢準備的，它們進來後央行100%對沖掉，總量上不要對國民經濟產生負面影響，但是從個體上我們並沒有阻止它們賺點錢。」

從周小川關於「池子」的解釋，有一點可以推斷的是，中國央行將會繼續增持美國國債。進入中國的熱錢，絕大部分是以美元計的，由美國開始推出第一輪、第二輪量化寬鬆以來，流入新興市場的實際上就是美聯儲「新印製」的美元。由此，對於央行來說，最簡單、最直接的方法是扣除了實際使用外資金額後，對熱錢的量進行估算，然後以同等的量增加外匯儲備的美國國債作為對沖之用。

人幣升值吸引力不減

實際上，這個做法並沒有阻止熱錢流入，因為，只要人民幣存在升值預期，加上較高的存款息率，仍然會吸引外資尋求有保證的、「相對較高的」回報率。現時，一年期人民幣存款息率為2.5%，若預期人民幣一年升值2%，那便能夠「穩袋」每年4.5%的回報率，以現時美國資金成本近零的情況下，4.5%的無風險回報是難以抗拒的。另外，實際操作上亦難以真正做到「防止」熱錢的流入，因為未真正流入前根本無從估計

新興市場會否出現溢價？

百駿新興市場國際高級基金經理
Claudio Brocado

新興市場涵蓋全球增長最迅速的經濟體系，因此日益備受環球股票投資者的青睞。隨着區內企業的估值上升，部分投資者質疑與已發展股市比較，新興股市會否出現溢價？

事實上，新興市場曾在九十年代初至中期出現溢價。當時，有關地區的經濟增長迅速（特別是與已發展市場比較），但其基本因素普遍疲弱。不少新興國家均面對龐大的經常賬赤字，反映當地的儲蓄水平偏低。由於環球投資者初次發現新興市場的前景亮麗，因此相繼追捧有關資產，帶動其股票估值高企，形成類似泡沫的現象。

市場漸成熟 基本因素佳

時至今日，發展中市場漸趨成熟，而且基本因素強勁，促使全球分析員把有關股市納入研究範圍。投資者可以掌握區內企業的盈利數據和預估，而市場亦擁有全面的投資數據庫，可對新興市場股票進行詳盡的量化分析。

在90年代末期，隨着債務危機湧現，新興市場開始整頓金融機構。大部分企業相繼減債，因此即使近期全球爆發金融危機，這些公司都能穩佔優勢，抵禦市場的衝擊。以中國和印度為例，在全球經濟放緩期間，兩國的經濟持續擴張，而發展中市場現正帶領環球經濟復甦。

現時，新興市場的主權調控較過往強勁，甚至超越部分已發展國家。長期以來，新興市場的經濟增長保持高企，主要是由於其基數偏低，但綜觀近期的各項統計數據，發展中國家幾乎全面領先。例如：已發展國家的政府、銀行和家庭負債水平偏高，但新興市場各個範疇（包括企業）的財政狀況較為健康。對環球投資者來說，這是一個重要的考慮因素，因為隨着環球金融危機爆發，以及各國就振興經濟措施付出代價後，投資者已日益關注槓桿的問題。

就企業盈利來說，新興市場現時仍然出現折讓，但以

「可能」流入的熱錢金額，而且，亦可能會造成實際使用外資金額降低的可能，對實體經濟增長不利。

所以，人民銀行的做法等於是告訴投資者：「錢進來賺錢是歡迎的，但我們也會盡可能阻止資產價格膨脹」。熱錢進境後，央行自動降低市場游資的流動性，雖然中間或會有時差，但只要這個時差在可容忍的程度內，仍然是能夠遏制投機情緒的。不過，這個操作的風險是，中國或其他新興經濟體均需要提高美債的持有量，在美元貶值的前提下，或會造成長遠的實體利益流失，除了匯率外，外資賺取的息差及資本增值等亦是經濟收入流失的一個途徑，不過，重點是，這個新興經濟體的必要「支出」能為當地帶來多少「盈餘」——即是長遠的社會收益。

實際上，據美國財政部於12月15日發佈的月度國際資本流動報告顯示，中國於10月淨增持233億美元美國國債，已經是連續4個月實施淨增持操作；截至10月底，中國持有美國國債9,068億美元，是今年4月以來首次突破9,000億美元水平。

緩遲加息免息差再擴闊

縱上所述，央行的首要是遏制投資者對中國回報率的熱衷，這亦顯現出為何人民銀行多次提高存款準備金率，緩遲加息。首先，緩遲加息避免了息差再度擴闊，避免熱錢流入壓力增加；其次，雖然中央多次強調打壓境內炒賣活動，包括農產品及商品房的炒賣，但其目的不是要價格大幅下降，只是為了提前避免價格泡沫形成，事實上，農產品價格上漲有利農民收入及中國整體消費，而房地產投資是支撐中國經濟增長的一個重要因素，緩遲加息但維持加息預期，可以保持房地產行業平穩發展，避免商品房價格大幅波動。

資產估值（如市賬率）計劃呈現溢價。鑑於其股本回報率較佳，因此市賬率較高實屬合理。理論上，當一家公司的回報超越資金成本，其估值應高於賬面值。換句話說，一項股票或一個股市的整體股本回報率越大，其公平市賬率便會越高。

與已發展市場比較，新興市場對槓桿的運用較為審慎，但其股本回報率卻穩佔優勢。現時發展中國家的負債水平較低，因此其資產回報優勢遠較股本回報溢價顯著。新興市場內的公司可以透過減低資金成本，就較高的股本回報率而靈活運用槓桿策略。

一般來說，新興市場的資金成本遠高於已發展市場，若假設其他因素相同，前者在資金成本方面失利。因此，新興市場必須憑藉其他競爭優勢（如勞工成本低廉），在全球經濟中茁壯成長。由於全球化的趨勢已擴展至企業的更多範疇，資金成本也趨向全球化，有助新興市場內的企業減省經營成本。隨着資金成本差距收窄，相對於已發展市場，有關企業的增值能力日漸提升。

只要新興市場企業的回報持續高於已發展國家，其市賬率應可維持穩健。此外，隨着資金成本的差距擴大，其股本回報優勢將會提升，理應促使估值出現溢價，甚至溢價上升的情況。

優勢發揮利市場出現溢價

憑藉盈利所帶動的估值，新興市場最終可否出現溢價？正如股本回報率與市盈率價值存在直接關係，盈利持續增長率亦會影響市盈率。現時，投資者普遍預期在可見未來，新興市場企業的盈利增長較已發展市場迅速，並帶動市盈率上升。雖然我們現時預期新興市場相對已發展市場的市盈率不會擴張，但隨着市況的發展，我們認為這個情況將會出現。

此外，與已發展國家比較，新興市場的主權、企業和家庭基調較佳，加上人口結構利好，有助刺激經濟增長和本土消費。就大部分估值數據而言，新興市場仍較已發展市場出現折讓，但其長遠增長前景優秀。基於上述原因，我們預期新興市場股票仍是長期環球投資策略的核心成份。

本文將就這一特徵和「十二五規劃」中所強調的「民富、經濟方式的轉型」等核心元素談幾點前瞻性的思考，事實上它們之間有着密不可分的互動關係：首先，抑制通脹、遏制泡沫對改善民生問題至關重要。在今天以美國為首的主要發達國家超寬鬆貨幣政策的環境壓力下，「被救活」的全球金融資本，跟還沒有找到明確「增長點」的產業資本一起去爭奪寶貴的生產資源、生活資源，甚至高儲蓄或高增長支撐的生存環境，從而導致以中國為代表的新興市場國家率先進入了一個受到成本推動型的通脹壓力、資產泡沫和本幣升值現象困擾的經濟環境。這給我們目前發展階段所決定的投資拉動增長的模式帶來了前所未有的挑戰。

另一方面，由於這一階段政府救市政策集中的領域主要在於一些基礎設施、社會保障等「見效周期長，公共品色彩濃」的投資項目上，所以，一時閒置下來的大量產業資金(尤其是民營資本)，很容易在「負利率」狀況下與大眾儲蓄，甚至海外熱錢，一起擠入到中國欠發達的資本市場或資源稀缺的要素市場，尋求價格泡沫所帶來的迅速但又短暫的財富效應。這樣一來，嚴重干擾了「十二五規劃」中所提出的產業結構調整的目標，而且，在中國目前貧富分化的格局中，通脹壓力持續攀升也會帶來更加嚴重的「社會不和諧」問題。目前中國貨幣政策的不斷收緊，也體現出了當前通脹形勢的嚴峻性。

第二，營造「民富」的發展模式是中國經濟結構轉型的重要基礎。從國際發展經驗上看，任何以推動內需主導的經濟發展模式的國家或強調第三產業在整個國民經濟的比重佔主導地位的國家或地區，都是在自己完成了大原則財富積累的階段之後，才出現了所預期的質的飛躍。但對中國社會來講，今天最大的障礙就是我們大多數人還沒有進入小康社會，他們目前的生活模式就是

敦沛金融分析員
郭子聰

有不少投資者都會有疑問，一個地方有強勁經濟增長，是否就代表股票價格會隨之上升。然而，這並非一個簡單可以有答案的問題，而且不同地區的情況亦可能有分別。

相信讀者可能都會聽過，中國經濟增長強勁，因此中國前景看好、值得投資的分析，但同時亦有評論稱股票投資是投資企業而非投資經濟，投資者並不能單純依靠一個地區的經濟增長而決定投資當地股票。其實，經濟和企業之間有着密切的關係。首先，我們要理解甚麼是經濟增長。最簡單而言，我們可以國內生產總值(GDP)作為經濟的估算，而國內生產總值計算的是一個地區內生產的產品價值。例如，一間工廠生產的產品價值，便會反映在國內生產總值上。

企業擴張支持國家經濟

由此可見，如果一個地方的企業擴張，生產更多產品，不但令其生意額增加，對當地經濟亦有支持作用。就以中國為例，過去幾年經濟一直維持增長，即使撇除03至07年間逾10%的高速增長，08和09年也有8%以上增長。對比同期MSCI中國指數的每股銷售數據亦呈上升趨勢，數字由2003年的13.66元升至2009年的31.45元，而現時預測以後仍會保持上升，預測2010年約38.8元。

不過，銷售金額上升並不代表公司賺錢多了，特別是在2009年金融海嘯之後，即使銷售仍能維持上升，但企業盈利卻下降，其中MSCI中國指數的每股盈利由08年的3.81元下跌至09年的3.16元。盈利倒退令估值變得昂貴，亦可能引發投資者對企業未來增長前景失去信心，從而導致股價的調整。因此，即使中國能夠保持經濟增長，但

港稅制及監管穩定吸引外資

中銀香港發展規劃部經濟研究處高級經濟研究員
張穎

資金流入香港的主因之一是香港的稅制及監管穩定的因素，增強了香港金融中心的吸引力。除了資金進出自由之外，香港長期以來稅制簡單，稅率較低，加上近幾年來，政府為推動香港作為財富管理中心的發展，實施了一些稅務優惠措施，增強了對國際資金的吸引力。尤其是金融危機以來，英國、法國及德國開始徵收銀行稅，以彌補金融危機中挽救銀行的成本，而香港和其他受金融危機衝擊較輕的國家和地區無須徵收此類稅項，更顯示香港的低稅港優勢及吸引力。

資金流入香港的主因之二是金融危機後，經濟和財富管理重心出現東移的發展趨勢。08年全球金融海嘯後，歐美經濟持續低迷，而中國內地和香港經濟則強勁增長；加上歐美加強金融監管，以及美國量化寬鬆政策和歐洲主權債務危機使人民幣對外匯率長期保持強勢的預期進一步強化，因此全球資金雲集香港以尋求更好的回報在所難免。

資金東移成為發展趨勢

不僅一些國際銀行把業務基地轉移至香港，以抓住受金融危機衝擊較輕的亞洲經濟蓬勃發展的機遇，而且一些基金尤其是對沖基金也加強在香港拓展，使香港對沖基金管理的資產從2009年3月的553億美元（4,313億港元）增加至目前約5,000億港元，充分顯示經濟和財富管理重心從以往的歐美國家東移至亞洲地區的發展趨勢。

資金流入香港的主因之三是，香港作為國際金融中心的吸引力增強。香港投資市場門類齊全，產品相對豐富，尤其是許多內地大型企業以A+H股形式上市，增加了國際資金在香港市場投資獲利及分享內地經濟高速增長成果的機會。例如隨着資金大量流入，2009年香港恒生指數大幅上

以儲蓄為主的行為方式，加工資或價格補貼等措施並沒有獲得理論上所預期的刺激內需的效果。反而讓我們看到的是社會的儲蓄在增加，金融市場的流動性在膨脹。

第三，打造「企業家精神」是中國經濟增長模式改變、增強市場活力的關鍵所在。今天中國內需不旺的一個很大原因是中國社會的市場環境中還沒有形成一個強大的「誠信」壓力，急功近利的短視獲利行為還有不小的市場，所以，這種糟糕的商業文化任其發展下去，就會失去中國社會本應該有的消費力量和就業機會以及收入增長的空間。

當然，我們要認識到「擴內需、保民生」不是一朝一夕的事情，需要我們持久不懈的努力和全民齊心協力的奮鬥。但是，在還沒有完全將「新」的模式建立起來的時候，我們不能輕易地把經過改革開放30年證明成功的東西，當「舊」玩藝去大刀闊斧的破除它。至少要堅持自由貿易的理念來維護中國企業在國際市場上的競爭力，而不能用那些沒有必然內在關聯的手段，如人民幣匯率大幅升值政策來強制性地遏制中國企業的出口優勢。

因為在還沒有完成原始財富積累的發展階段，社會大眾的儲蓄偏好的結果，就會造成自然的貿易順差結構！另外，走向低碳經濟這種發展方式的轉變也要循序漸進，不能不顧及中國今天以投資為主導的發展階段和人均收入較低的客觀條件。當然，在協調「中國利益」(全民進入小康社會)和「世界利益」(中國作為世界第二大經濟體應負起「大國的責任」)的關係上，今後五年更加會考驗全體中國人民的智慧和中國政府在「內外經濟利益」權衡上的決斷能力。這些也將是我們「十二五規劃」目標順利完成的重要保證。(摘自孫立堅個人網誌；原文較長，本報有刪節)

長遠前景仍看經濟增長

並不代表企業盈利一定可以跟隨經濟增長而上升，對股市的影響亦未必如此直接。

然而，這只限於短期情況。事實上，在缺乏經濟增長下，企業盈利的長遠增長始終會受到影響。情況就如一個行業已經步入衰落階段，個別企業固然仍可透過增加市場佔有率或改善經營效率來增加盈利，但可發展空間依然有限。相比另一個行業已處於黃金時期的爆發性增長階段，企業之間不用互相競爭也能夠定單不絕，經營起來自然也較順暢。以上例子正如已發展經濟和新興市場，已發展經濟增長緩慢，企業可能要透過收購合併來加強競爭力爭取業績，但新興市場如中國本身經濟增長達8%，個別行業消費增長每年達18%，因此企業經營環境較佳，對業績亦屬正面。

當然，過去1年的情況或會令人感到疑惑，環球股市普遍錄得雙位數字升幅，反而新興市場火車頭的中國卻只有4%左右。其中一個原因是環球股市企業盈利錄得明顯增長，現時市場預期2010年盈利增長逾6成，相反中國只有2成半左右。然而，環球股市企業盈利的強勁增長並非由經濟增長所帶動，而實際只是經濟衰退後的復甦而已。即使環球企業盈利今年大幅回升，現時仍未追上07年高峰期的水平，相反中國09年企業盈利已回到07年水平，因此今年能繼續有逾2成的增長已相當不錯。

新興市場增長動力強勁

展望未來幾年，現時市場預期環球股市企業盈利在追上07年水平後增長將放緩，而銷售增長方面放緩情況更嚴重。相反，新興市場以至中國在較強經濟增長推動下，預期能夠維持較已發展經濟為高的銷售和盈利增長，長遠而言投資前景仍會較佳。

升52%至年底的21,873點；而2010年上半年由於有資金流出，恒生指數下調8%，下半年隨着資金流入大幅增加，10月底比6月底，恒生指數上升了14.7%至23,096點，其中許多內地企業的H股股價遠高於A股股價。

而且港股每日平均成交額2009年為620億港元，2010年上半年下降至607億元，2010年9、10月份則分別為732億和931億港元，單日最高時達1,385億港元，仍低於2007年最高為2,098億港元的單日成交額。同時港股集資額於2009年為6,421億港元，比2008年增加50.3%；2010年上半年為1,680億港元，7-10月為3,677億港元，反映港股的股價、交投量和集資額的變動與香港資金流出流入的變化密切相關。此外，香港樓市自2009年以來持續上升近50%，整體樓宇交易量從2008年的月平均9,442宗上升至2009年的11,164宗及2010年的13,499宗，也反映資金流入推動的影響。

資金流入香港的主因之四是，由人民幣國際化推動的香港人民幣離岸市場迅速發展。自2010年6月內地大幅擴展人民幣貿易結算試點範圍，及7月修訂《清算協定》以來，香港的人民幣資金規模顯著增加。根據香港金管局統計，至2010年10月底，香港銀行業人民幣存款已達2,171億元，比2009年底(627億元)和2010年6月底(897億元)分別增長2.5倍和1.4倍。

據金管局統計，今年首10個月，由內地流入香港的人民幣貿易支付額為1,339億元，香港流入內地的金額為330億元，二者之間的差額達到1,009億元。

此外，2010年香港人民幣債券（含國債）的發行額已達到321.8億元，比2009年增加1倍；自2007年以來的累計人民幣債券發行額已超過550億元；同時香港銀行也積極推出人民幣結構存款、基金、保險等產品，為香港市場增加了多元化的投資產品選擇，不僅增強了香港國際金融中心的吸引力，而且進一步強化了香港作為國際資金投資內地金融市場的替代作用。(本文有刪節) (三之二)