



## 您對2014年的市況有何見解？

不經不覺又一年，此時正是日照時間短兼晝短夜長；美國受到極地漩渦影響；兒童已寫好信件投訴幫忙聖誕老人派禮物的小精靈姍姍來遲；全球各地的資產配置委員會成員對於2014年滿懷憧憬而精神抖擻。現在也是預言家紛紛出場預示未來市況的時候。

在這個季節裡，最為人津津樂道的北美預言家可能是在2月2日出場的美國賓夕法尼亞洲土撥鼠費爾Punxsutawney Phil。自1887年以來，這隻著名的土撥鼠已作出過百次的預測，在土撥鼠日預測來年到底是「早春」還是「長冬」。可惜的是，雖然這個預測有一半命中率，但費爾的準確性只有約39%。<sup>1</sup>這令我不期然想到，股市預測家儘管妥善衡量，其準確性其實與費爾的相仿。但他們（我們）的意見經過對沖平衡和只有細微的差別，因此任何結果也有合理依據。至少費爾的預測清晰，這一點還是值得欣賞。

但正如費爾的往績所示，清晰預測可能被評價過高。而我當然無意提供這種有50/50機會猜對的清晰預測，或者糟糕的是，就算猜對了，也無從稽考為何會猜對。根據我的計算，以過去二十年的每年年結為起點，結合亞洲（日本除外）市場的12個月價格回報與12個月每股盈利增長或每股賬面值增長之間的相關性只有輕微負數，因此可以說近乎零。

### 嚴嚴寒冬

但至少我們可以談談亞洲目前的投資環境，以及可能出現的變化。踏入2014年，亞洲市場即遇上寒冬。在2014年，亞洲的信貸週期處於比歐美更加領先的階段。這意味亞洲今年的短期消息似乎會關注銀行的資產負債情況、壞賬上升，以及企業集資渠道減少。這是因為部分央行目前實施緊縮信貸政策所致。例如中國一直嘗試令信貸增長放緩和防止房地產市場出現泡沫。印度一直收緊信貸，務求改善經常賬結餘，令工業生產大幅下降，而印尼亦有類似措施。甚至經常賬大致平衡的泰國，其信貸週期似乎亦已出現疲態。有見及此，很多資產配置人員已決定轉投北亞市場—中國（中國/香港）、日本及韓國。這些國家的經常賬擁有盈餘，因此被視為財政穩健。這點聽來合乎邏輯兼明智。不過轉換投資國家也有一個問題。首先，這種轉換整體來說毫無疑問是從估值昂貴的地方轉移至估值廉宜的地方，而且假設所有其他方面相同的話，作出這樣轉換實屬好事；這種轉換亦意味著由資金有限的國家轉移至資金充裕的國家。然而，這是一種雙面刃的做法，因為在資金匱乏的情況下，企業更加會審慎理財，資金充足反而會被揮霍掉。

<sup>1</sup> StormFax天氣年曆，<http://www.stormfax.com/ghogday.htm>



## 「外圍經濟急速增長所帶動的升市，對我們的投資組合的刺激程度，未必與亞洲市場相同。」

由於市場仍然憂慮利率走勢，短期內美國貨幣政策似乎會繼續成為市場焦點。其實2013年最適合進行貨幣政策理論研究，因為這一年證明了即使利率再無下調空間，貨幣政策仍然可以奏效。這種效力似乎甚至足以抵銷財政緊縮措施的影響；根據部份經濟學家的估計，財政緊縮措施造成「財政拖累」，或會令美國國內生產總值增長減少約1.5%。國際貨幣基金組織認為，美國週期性因素調整後的赤字改變，是因為2013年國內生產總值萎縮約2.4%所致—故此應扣除因為削減開支及加稅措施而令國內生產總值的減幅。但事實上卻沒有扣除，因此是有力的證明，顯示可能是需求自然復甦，或者是推行貨幣政策但不改變利率的力量。去年最後數月，美國聯邦儲備局宣佈退市，市場應聲反彈。為什麼會出現這種情況？聯儲局成功令市場確信只要經濟情況許可，該局將會維持刺激經濟的貨幣措施，但該局相信需求實際上正在上升，故決定開始逐步縮減振興經濟的貨幣措施，因此，如果強要作出預測，我會說美國今年的名義國內生產總值可能比去年增長迅速—高增長率甚至能夠維持到2015年，美國經濟好景亦可能惠及歐洲。

### 這對亞洲有何意義？

我相信全球增長迅速將成為亞洲股市的相對利好環境。然而，有一些地方值得注意，尤其對銘基亞洲而言。讓我們先說說好消息：首先，強勁的名義國內生產總值將有助出口。雖然我認為亞洲經濟並非「由出口推動」，外地市場

對他們的產品需求殷切，必然有助整體經濟增長—或許能提高增長率一個或以上的百分點。因此，這將會提升國內生產總值，並為近期經常賬赤字問題備受投資者關注的印度及印尼等國家提供幫助。其次，美國名義國內生產總值上升，似乎推動亞洲股息增長轉強。但（這裡開始變得模稜兩可）我想強調以前曾經撰寫過的論點：外圍經濟急速增長所帶動的升市，對我們的投資組合的刺激程度，未必和亞洲市場相同。雖然這能夠惠及營運槓桿偏高的出口商及企業或者週期性高的業務，但這並不符合我們的策略重點，我們的策略傾向是以可持續長遠增長為定位。我們見到某些潛在趨勢如何對不同投資風格造成影響。去年下旬的市況不利以收益為主的投資策略。雖然高回報的資本業務持續表現出色，多少令這種困境有所紓緩，但如果增長回升和開始惠及資產負債狀況較弱的企業，則不擔保能夠紓困。但普遍來說，若放眼看長線，高於歷史平均的2.5%股息收益，加上低於平均的市盈率，能夠在五年期內取得優於平均的回報。按絕對基準計算及相對於美國而言，這有利於長期回報，而亞洲享有的估值折讓如2005年一樣高。

中國毫無疑問仍是今年的重要討論議題。鑑於中國對地區及日漸全球化的經濟所帶來的影響，我們或者應該特別提及中國。2013年伊始，中國及新興市場普遍氣氛低迷，年底卻因為中國的改革言論而迅速爆發一片狂熱氣氛。我認為無論是低迷抑或狂熱，均不是中國的實況。我預測在低迷與狂熱的氣氛過後，一些接近現實的看法將會萌生，而人們會發現以下幾點：

## 「亞洲一直是全球唯一一個地區內擁有國家(按美元計算)的生活水平能夠與已發展地區的差距持續收窄。」

- 1) 從股票持有人的角度來看，中資銀行屬於高風險投資，而且可能是天生的集資者。
- 2) 然而由國家擁有及控制，的確為中國的整個體制帶來一定程度的穩定性。
- 3) 中國確實有信貸問題—主要是信貸增長步伐而非水平的問題。
- 4) 但中國的領導人並沒有走進死胡同。他們擁有大量改革手段，能夠保持生產力不斷增長。
- 5) 最後是各種「陷阱」的討論。所謂陷阱包括人口結構、勞動階層的工資偏低及收入陷阱。當人們明白這些不一定是「陷阱」，而可能是轉折點（甚至在某些情況下根本不存在），這些「陷阱」將會微不足道。

### 舒適區

與其嘗試猜測大市未來12個月的走勢，我寧願放眼展望中長線。話雖如此，我還是不太關心確切預測。反而，決策時的氣氛（特別是「舒適」）非常重要，我會說亞洲的未來有什麼因素令我覺得舒適和不適。這麼做的話，我的統計基礎會較為安全，我將會解釋原因。但我的聲明到此為止。首先，讓我們談談增長。

我認為亞洲的增長就和小朋友的成長一樣。在身體發展及成熟程度方面，兩者都是突飛猛進，雖然步伐可能不規則。重點是您只能奠下成長基礎—適當的營養、理想的教學，以及提供以一個無容置疑的開放兼充滿好奇心及言

行合乎道德標準的典範。一旦打好基礎，之後的發展應能走在正軌之上。

那麼亞洲增長的情況又如何？我們剛好對此略知一二。過去30年，亞洲一直是全球唯一一個地區內擁有國家能夠以美元計算的生活水平與已發展地區的差距持續收窄。原因是生產力增長迅速；這種增長率有賴：勞動力增加（部分原因）、股本增加（主因）及技術或創造力提升（亦是主因）等因素。有大量證據顯示亞洲近數十年來日漸追捧自由市場；教育人民；節省開支，將節省所得投資到資本財貨，並且更樂於接受貨品和服務貿易，以及意念的交流。上述種種發展已經推動亞洲的生產力增長率普遍高於其他國家，尤其在創新或技術轉變的領域上。通常人們將之貶稱為「抄襲」。（但當我看到別人做得比我好時，我又跟著做—這樣有錯嗎？）與此同時，亞洲似乎比起十年或者二十年前，政局更加穩定。有些獨裁政府放寬了管制，有些則完全向民主制度讓步。因此，亞洲的家長表現獲得好評—而我們對此非常放心，相信亞洲日後可以繼續帶來高於平均水平的增長率。

何如克, PhD  
銘基亞洲  
投資總監兼基金經理



Matthews Asia

## 披露及備註

本文討論的觀點與資料反映於特定時間的意見及市況評估，可能出現變動。閣下不應倚賴本文件作為買賣特定證券或整體市場的建議。

本報告所載資料乃取材自於編製時相信為可靠及準確的多個資料來源。銘基國際投資公司概不就使用本資料所造成的任何直接或相應而生的責任或損失承擔任何責任。

投資於國際及新興市場可能涉及額外風險，例如社會及政治不穩定、市場流通量不足、匯率波動、高波幅及監管制度不完善等。此外，單一國家基金由於集中投資特定的地理位置，可能較分散投資基金承受較高水平的市場風險。投資於中小型公司較投資於大型公司涉及更大風險，因為與大型公司比較下，中小型公司的股份可能較為波動，流通量亦較低。

本文件在新加坡，只提供予新加坡證券及期貨法第304節項下的機構投資者，以及新加坡證券及期貨法第305節項下的相關人士，兩者的定義均遵從有關法例所述。本文件不得在新加坡傳送或分發予散戶投資者。

本文件由Matthews Global Investors (Hong Kong) Ltd. 銘基環球投資(香港)有限公司發出，並未經證監會審閱。如果您是屬於香港的專業投資者，請直接聯絡銘基環球投資(香港)有限公司，了解更多關於本基金的資料。

本文件在英國由Matthews Global Investors (UK) Limited發出。Matthews Global Investors (UK) Limited是Mirabella Financial Services LLP所委任的代表，而Mirabella Financial Services LLP則受英國金融管理局(Financial Conduct Authority, FRN 415559)授權和監管。

本文件未經任何監管機構審閱或批核。本文件只供機構/專業投資客戶參閱。

©2014 Matthews International Capital Mgmt.LLC 銘基國際投資公司

G.MATAI – 2014年1月

電話: +1 (415) 954-4510  
電郵: [globalfunds@matthewsasiasia.com](mailto:globalfunds@matthewsasiasia.com)  
網站: [matthewsasiasia.com](http://matthewsasiasia.com)

香港:  
電話: +852-3901-0880  
網站: [hk.matthewsasiasia.com](http://hk.matthewsasiasia.com)