

天下皆水牛 港股追落後

求知者筆記 ◆ 林少陽

過去兩年，環球資產價格都在加速上升，就連曾經一度經濟陷入滯脹困境，甚至傳出政府可能違約的斯里蘭卡及土耳其，兩地無論是樓價及股市，表現更加是一枝獨秀。

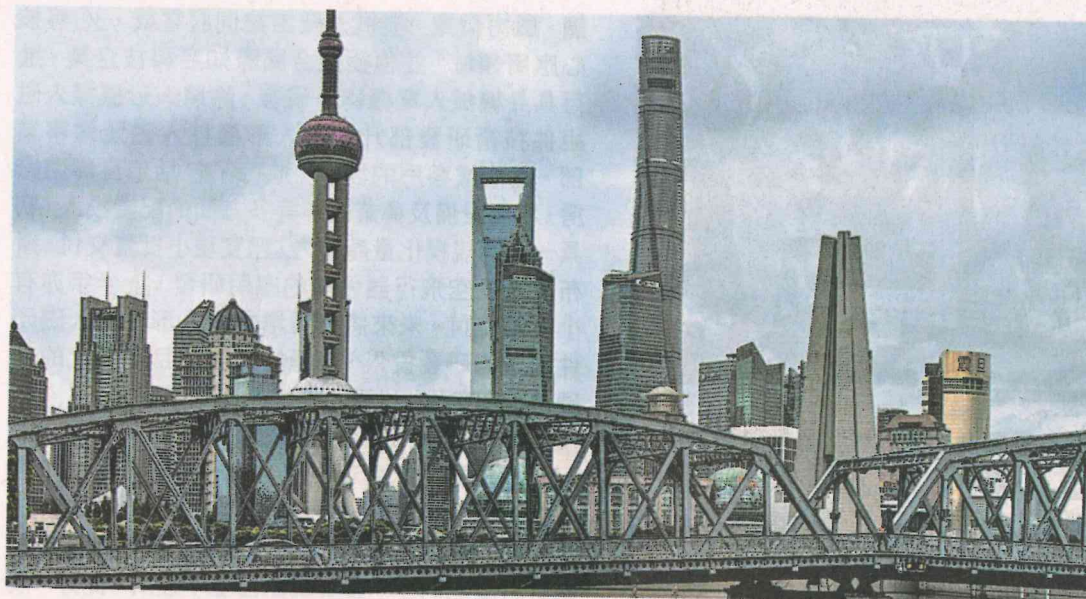
以當地貨幣計算，土耳其過去5年股市及樓市同步升值了約10倍，平均年漲逾60%，即使扣除通脹或滙率貶值，以美元計算，當地股樓同樣累計升值超過一倍，年均近17%。

相比之下，斯里蘭卡股市以本幣計較為遜色，但5年累計投資回報也達3.3倍，平均回報年率達34%。不過，期間斯里蘭卡貨幣貶值速度沒土耳其那麼快，折算為美元，斯里蘭卡股市過去5年累計上揚1.6倍，年均複合回報超過21%，抗通脹能力更勝一籌。

全球很多通脹問題異常嚴重的地區，其股票和物業市場一般都不會差到哪裏去，連過去百多年內曾經多次出現政府債務違約，通脹持續居高不下的阿根廷，都不例外。

通脹屬隱性賦稅

說到底，通脹本質上不過是一種貨幣現象，同時亦是一種賦稅，只是其賦稅性質較隱蔽，很多國民銀行存款（或枕頭底）被政府透過通脹徵了稅仍懵然不知。長久以來，各國政府都有超發貨幣的誘因，因為擁有無限鑄鈔權的政府，透過增發貨幣支持政府公共開支，遠比增加國民稅收來得方便。



■中國於疫情期間沒有實行寬鬆政策，直到去年下半年政策才重返擴張周期，間接成為本輪港股升勢的動力。
(彭博資料圖片)

有了上述認知，相信讀者應該不難發現，疫情期間印鈔愈起勁（因此通脹愈厲害）的國家及地區，其資產價格升值的速度就愈快，包括經濟表現乏善足陳的歐洲股市。

然而，中國為了應付早前炒風過盛的房地產市場，不單在疫情期間沒有大開印鈔機，甚至在疫情稍有改善之後，隨即推行多項措施控制樓市進一步無序擴張。過去5年，內地是少數逆全球貨幣及政府公共財政擴張政策之勢，頭幾年都是處於貨幣及公共財政相對從緊的狀態，直至去年下半年，政策才見明顯重返擴張周期。

在此背景下，內地資金透過「港股通」持續加速南下，促成港股過去一年多以來的牛市。連續多年累積接近50萬億元人民幣的超額銀行儲蓄

存款，亦開始見到部分國內投資者躍躍欲試，內地券商新開戶人數持續創出近年新高。雖然按絕對值計算，目前內地兩融（融資及融券，即港人熟知的證券孖展及借貸沽空）已創出歷史新高，但因過去10年A股總流通市值屢創新高，兩融數字佔A股總市值比率則仍未突破2015年歷史前頂。此外，目前A股總市值只及國內生產總值（GDP）不足0.8倍，遠低於全球平均值水平（作為對照，美國股市總值對GDP比率近年屢創新高，已攀至約2.2倍）。

在通脹上行時期，由於企業較容易把成本轉嫁給消費者，企業賬面利潤得以上升，當企業加價及盈利上升之後，僱主或管理層將有更寬裕的財政資源加人工，或接受上游供應商的加價要

求，形成經濟周期的良性循環。

近年，內地企業間的內捲情況日益受關注，企業競相減價之下，內地是現時極少數通脹不單沒有惡化，更存在通縮壓力的國家之一。踏入2025年，雖然企業內捲對消費者絕對是一件好事，惟為免通縮惡化，中國政府已多次表明對國內企業內捲表達關注。

政策防捲 通縮舒緩

為了安撫貿易夥伴的不滿情緒，最近中央政府甚至開始向出口汽車企業施壓，防止「捲出國門」。隨着企業減慢產能擴張，近月通縮看來已稍微有所舒緩，不過，受累房地產市場持續低迷引發的負財富效應，國民消費意欲依然不高，投資者對內需行業盈利復甦的預期不高，過剩的資金主要仍然停泊在具備科技創新能力的AI、工業自動化、生物科技、半導體產業等新興行業上。

不少投資者形容A股年初至今為一個「水牛市」，意即升市主要由資金推動，但觀乎上文開宗明義的分析，所有資產價格及消費物價指數，本質上都是貨幣現象，因此幾乎所有資產市場的升值潮，本質上都是一個「水牛市」。當然，通脹較高及企業盈利增長速度較快的市場，資產價格上升動力會強一些，通脹較低及企業盈利增長較慢的市場，資產價格的升值會較慢。

幸好，港股目前仍然處於追落後的階段，在完成估值修復過程之前，今年餘下時間續有望優於外圍大市。至於明年能否繼續跑贏，就要看未來一年盈利展望能否重拾增長動力而定了。

本欄逢周三刊出