

亚洲市场已显现投资价值

■ 陈敏兰 瑞银财富管理投资总监亚太区投资主管

美联储近期决定推迟加息之后，亚洲市场长舒一口气，外汇市场应声上涨。然而，这只是战术性推迟。随着美国经济状况好转，年底前加息的概率仍然较高。美联储将推迟加息归因于新兴市场(尤其是中国)金融不稳定以及相关的通缩压力，但此时选择按兵不动实际上给了决策者认清全球经济形势的机会。

市场过于看重加息的时点，而不太重视加息步调。亚洲投资者和决策者最担心潜在资本外逃带来的影响，以及地区货币贬值导致短期信心受挫。然而货币政策正常化的速度，才是更值得关注的风险因素，而不是其开始的时间。虽然美联储对于何时开始加息一直语焉不详，但却非常明确地表示加息将会缓步进行。这意味着美联储已经意识到亚洲新兴市场在可持续复苏方面扮演着关键角色。

在此背景下，投资者该如何自处?更重要的是，这种动荡的环境对亚洲股票有何影响?答案是：市场比估值所反映的更加稳固，部分投资价值已经显现。

亚洲市场的回升潜力在很大程度上归功于本地区的估值优势。亚洲(日本除外)股市自今年4月以来重挫近25%，目前的市净率(PB)较历史平均值低近30%，接近2008年金融危机时的低谷。

中国市场尤其易受投资者怀疑情绪的影响：中国股票价格已计入盈利衰退的预期，使得MSCI中国指数的估值跌至接近SARS疫情爆发以及国际金融危机期间的低位。静态市净率只有1.2倍，远低于过去10年的平均水平2.1倍。然而，当前的股本回报率达到12%，远高于2008年时的8%左右。此外，未来一年亚洲企业盈利预计将以高个位数增长，尽管股市遭遇抛售，但有利的盈利增长势头应该会保持下去。这与2008年危机期间亚洲盈利暴跌50%形成鲜明对比，也意味着当前市场情绪过于悲观。

美联储两名理事公开反对加息

令市场越发担忧的是，美联储(Fed)最高层官员在加息时机方面的分歧，为这家美国央行撤回其货币刺激的战略增加了新的不确定性。

近日，这些分歧公开化了。两名美联储理事表示，他们反对在近期加息，在各方对通胀前景意见不一之际，这一表态对美联储主席珍妮特·耶伦(Janet Yellen)采取的姿态提出了质疑。

全球最大资产管理公司贝莱德(Black-Rock)的首席执行官拉里·芬克(Larry Fink)警告称，不确定性正在加剧市场波动。“某些官方权威人物的问题在于，他们非但没有发挥安抚人心的影响，反而通过矛盾的信息，加剧了市场波动。”他说。

令人失望的美国零售销售报告——显示8月的整体销售增长率仅为0.1%——进一步降低了交易员们对于美联储会尽早加息的预期。

10月13日，美联储理事丹尼尔·塔鲁洛(Daniel Tarullo)在接受CNBC采访时表示，他预计今年内加息是不合适的，他由此加入另一位理事莱尔·布雷纳德(Lael Brainard)的行列，认为应该采取观望姿态。Cornerstone Macro的罗伯特·佩尔利(Roberto Perli)表示，美联储地区行长之间出现分歧是常有的事。他说，“这次的新奇之处在于，塔鲁洛和布雷纳德都是美联储理事，因此理应跟耶伦关系密切。”

这两位政策制定者似乎对支撑耶伦政策路径的一项假设提出了质疑。这项假设是，随着美国接近充分就业状况，通胀率将加速上升。

佩尔利说：“实际上，他们质疑了耶伦在讲话中对今年加息的论证，这一事实令人瞩目，使美联储的对外沟通回到混乱状态。”

穆迪(Moody's)高级经济学家赖安·斯威特(Ryan Sweet)表示，这种“不协调的”言论意义重大。“耶伦有时间凝聚共识，但官员们公开表达不同意见，可能产生意想不到的后果。”

彭博(Bloomberg)数据表明，眼下的利率期货市场行情暗示，美联储在今年9月的议息会议上维持利率不变之后，将把当前利率水平保持至明年3月的几率为五成。很少有人预计美联储会在本月议息会议上采取行动，但12月会议的结果更难预料。(FT中文网)



增长放缓是真，但不至于出现危机

中国是亚洲经济的晴雨表，中国政府正在积极采取措施以减轻增长放缓带来的影响，同时继续推进改革。虽然股市动荡不已，但消费保持稳定，这是由于就业市场形势良好，家庭财富中股票敞口并不高。在财政与货币政策的大力支持下，中国增长放缓仍将可控。强劲的住房销售即是中国经济强韧的明证：至关重要的房地产行业已连续四个月回升，8月份住房销售同比增长16%。零售销售也得益于房地产市场回暖，8月同比增速从7月的10.5%攀升至10.8%。

尽管今年上半年MSCI中国指数的整体盈利同比仅温和增长5.3%，但是非银行板块的增速高达9.7%。下半年盈利增长将继续受到油价走低、融资成本下降的支持，总体运营成本因此而降低。此外，虽然亚洲多数经济体的采购经理指数(PMI)处于50荣枯线之下的收缩状态，但是仍远高于以往危机时的低点。中国最新的PMI读数为

49.8，而2008年危机时仅为38.8。美国供应管理协会(ISM)指数维持在50以上的健康水平，与2001以及2008年经济衰退时的水平不可同日而语。总之，几乎没有证据表明经济危机近在眼前，尽管近期亚洲(日本除外)市场的估值隐含这种悲观预期。

尽管投资机会乍现，但投资者对近期的不确定性还应清醒的认识。对市场稳定的最大威胁在于美国即将进行的加息及其对地区货币的影响。预计美联储将在今年12月首次加息，此后将以温和步调逐步上调利率。随着美联储货币政策正常化，本已受挫的亚洲货币在未来6个月兑美元还可能继续下跌5%左右。

此外，人民币带来的挑战可能进一步加剧悲观预期。随着中国结构改革，且其增长放缓，汇率机制进一步市场化意味着人民币兑美元或将持续下滑，其影响可能殃及亚洲货币整体。由于担心人民币进一步贬值，资本加速从中国流出，迫使中国央行进一步降低银行的存款准备金要求。在人民币贬值的预期升温之际，央行应对经济

周期性及结构性放缓的复杂性达到前所未有之高。

优质股票和债券的投资价值显现

对经济再陷衰退的担忧已导致资产价格受损，而这反映出过于悲观的预期。值得注意的是，以往美国加息后，亚洲股市最多曾上涨20%。对投资者而言，现阶段他们持有印度和新加坡股票显然是不错的机会。对中长期投资者而言，市场震荡也是提升投资组合质量的机会。

在当前宏观环境不确定的情况下，三类中国股票最具吸引力。首先，电信、公用事业以及精选医疗保健等防御类股票。其次，海外盈利占比高的企业较少受国内经济疲软的影响。第三，长期增长前景稳健的板块和公司，例如部分互联网企业受益于消费向数码行业转变的趋势，还有受益于基础设施行业潜在刺激政策激励的公司。

日本方面，由于全球投资者避险情绪升温，日经225指数自其8月高点下挫近15%。虽然日本第二季度国内生产总值(GDP)数据不及预期，且主权信用评级被下调，但以下一些有利催化将支撑日本股市反弹：更多财政刺激政策出台、央行扩大购买日本ETF(交易所买卖基金)的规模、日企盈利稳健等等。因此，投资日本股票，尤其是旅游类股，在今后几个月将有不俗回报。

除股票外，中国房地产市场复苏也使亚洲高收益债券变得有吸引力，而近期信用利差扩大提供了新的入场机会。中国债券还将受益于国内流动性持续宽松。在投资级债券中，具有BBB评级的中国国企债券以及银行次二级债券拥有一定的吸引力。但对印尼和马来西亚发行人以及周期性行业(如石油和天然气、金属与采矿等)仍保持谨慎看法。

总之，唱空亚洲经济前景的人应该进一步“深挖”。增长确实疲软，但经济硬着陆的风险因政策的大力支持而有限。投资者不应忘记：必须要承担风险且有耐心，才能奋力向前，勇敢面对不确定的环境。

外眼看中国

中国引领新兴市场汽车销量复苏

过去两个月，新兴市场汽车销量大幅上升，这燃起了人们对新兴市场经济放缓最坏时期可能已经过去的希望。但此番反弹很大程度上由中国汽车市场复苏驱动，在遭遇经济衰退的巴西，汽车销量仍处于自由落体式下滑状态，而印度、印度尼西亚的销售也呈现疲软态势。

摩根大通(JP Morgan)逐国收集的数据显示，新兴市场整体经季节性因素调整后的汽车销量月度环比增长率在8月为2.7%，9月更上一层楼，为3.7%。因此，新兴市场整体经季节性因素调整后的年化汽车销量现在为3300万辆，比7月份3100万辆的低点有所上升，在一定程度上逆转了从2014年末将近3800万辆的峰值急剧下滑的势头。

摩根大通分析师大卫·亨斯利(David Hensley)称：“汽车销量回升对于更广泛的零售销售是一个好兆头。”汽车业或许也是消费信贷可得性的一个很好的风向标。然而，细看这些数据可以发现，实际情况并非那么明确。中国汽车销售的表现是明星级的，9月环比增长7.1%(扩大了8月2.5%的增幅)，经季节调整后的年化销量从7月1850万辆的低点升至2030万辆。这使中国得以继续保持世界最大汽车市场的地位。

如果刨除中国的话，形势看起来就不那么令人印象深刻了。新兴市场其他地区的汽车销售依然低迷，尽管在经历自2013年初开始的急剧下滑后，这些地区也许已经趋稳。发达国家(刨除美国)的销量已赶



超了它们。

亨利利说：“整个新兴市场(除中国以外)的活力并不令人乐观。”他指出，自2013年1月以来除中国以外新兴市场汽车销量15%的下滑，“大部分”应归因于巴西、俄罗斯“经济衰退使得耐用用品支出大幅下降”。

自今年初以来，巴西汽车销量已下降38%，年化销量为240万辆，9月销量环比进一步下滑3.7%。俄罗斯经历了更大的下跌，今年汽车销量下降42%，年化销量为160万辆。然而，数据显示，俄罗斯市场或许已经趋稳，近几个月销售逐渐有所回升。

在波兰、新加坡、马来西亚及韩国，汽车销售也处于明显上升之势，就连阿根廷都在过去5个月中的4个月维持了环比销售增长。

对中国而言，目前尚不清楚应该对其萌芽中的汽车销售复苏进行多大程度的解读。每月编制《中国购车情绪报告》(China Auto Purchase Sentiment Report)的德意志交易所(Deutsche Börse)旗下的MNI指数(MNI Indicators)认为，汽车零售商打

多国制定新规打击跨国企业避税

世界主要国家的警方近日商定了对利润征税的新规则，警告跨国企业不能再利用其规模和国际经营范围来避税。

经合组织(OECD)表示，根据新规，星巴克(Starbucks)、亚马逊(Amazon)和谷歌(Google)等企业将发现更难把利润集中于低税国家和避税天堂，全球每年将额外增加多达2500亿美元的税收。

主要由富裕国家组成的经合组织制定了这些新规。该组织秘书长安德尔·古里亚

(Angel Gurría)称，是时候“恢复公民的信任”，并进入“定义明确的三部曲：实施、实施、实施”的下一个阶段了。

这套打击企业避税的计划由超过60个政府制定，是近一个世纪以来首次对利润征收规则进行重大改革。但是，活动人士批评这些规则只是对现有税收体系进行修补，尽管企业称，它们具有比最初预计更高程度的共识。

这些被称为“税基侵蚀和利润转移”

(base erosion and profit shifting, 简称Beps)的规则，旨在堵住漏洞和遏制利用避税天堂的行为。它们是两年前20国集团(G20)为应对公众对企业避税的愤怒而推出的一个雄心勃勃的国际项目的结晶。

全球大型经济体的财长们对这些规则表示欢迎，他们希望这些规则将提高税收，迫使企业缴纳它们应交的税款。中国财长楼继伟称，每个国家都必须“强化国内改革”以实施这些规则。(FT中文网)

如何投资中国消费热潮?

日前公布的数据显示，第三季度中国经济产出同比增长6.9%，这是自全球金融危机以来最缓慢的增长。但是，在低迷的数字背后，中国的消费者支出日益增长，就业市场看起来很健康，这使得中国经济中的某些行业潜在地具有投资吸引力。

5年前，由于政府通过举债大力兴建铁路、公路和桥梁，允许大量信贷在房地产行业滋生泡沫，中国经济增速已两位放缓。

尽管刺激性投资已经放缓，中国的零售商、银行和旅游组织以及客运公司——它们属于所谓的服务业——仍然运行良好。第三季度，服务业产值同比增长8.6%，增速较上半年的8.4%有所加快。

“中国经济毫无疑问正在向消费转变。”凯投宏观(Capital Economics)的分析师朱利安·埃文斯-普里查德(Julian Evans-Pritchard)称，“中国的统计数字或许不可靠，但是根据我们监测的许多指标——从铁路客运到人们外出旅游的路程长短，从航空旅行到快递服务和用电——服务业正处于健康状态。”

中国服务业为何表现相对良好?

与传统的福利国家不同，中国长久以来一直是储蓄国。但是，中国消费者在非必需商品和服务上的支出一直处于上升态势。房车营地日益流行。据美国电影协会(Motion Picture Association of America)数据显示，去年中国的电影票房收入达到48亿美元。中国政府也在大力支持休闲消费，因为这有助于中国经济再平衡，减少对投资的依赖。7月，中国国家通讯社新华社对西部城市重庆郊外山区的“宿营市场”进行了报道，那里的商贩在帐篷中出售从“设计师婚纱到西班牙红酒”等各式商品。

好吧,那么我如何在这方面投资?

难点就在这里。由于中国的会计及公司治理标准较不完善，而且一家企业乃至整个行业都有可能突然失宠于共产党领导层，因此购买中国公司的股票是一项高风险投资。

国美电器(Gome)就是一个实例。这家电器零售商由黄光裕创立，他曾经是中国首富。而如今，黄光裕成了中国最富有的囚犯之一，他于2010年因内幕交易和贿赂而被判有期徒刑14年。该公司如今仍然运行良好，表面上看来是一个很好的消费增长故事，因为越来越多的中国家庭购买洗衣机和冰箱。但是，7月国美从狱中的黄光裕手中购买了部分资产后，股价一天之内暴跌了15%——据分析师表示，收购价格过高。

我可以投资追踪中国消费者支出的资产吗?

谨慎的投资者可以在不实际投资中国股票的情况下享受中国增长带来的收益，尽管这在过去更加容易。在固定资产投资推动中国经济两位数增长的时代，全球尤其是澳大利亚开采铜、铁矿石等资源的矿商都是热门的投资选择。

富达(Fidelity)投资总监汤姆·史蒂文森(Tom Stevenson)称，可以看看受益于中国旅游发展的日本企业，因为日本的公司治理及会计标准高于亚洲较不发达国家。

受日元贬值的吸引，中国游客蜂拥前往日本购买他们一般倾向于在海外购买的日常用品，如维生素、尿片和马桶圈等。日本花王集团(Kao Corporation)是在中国大受欢迎的尿片品牌妙而舒(Merries)的生产商，该集团旗下正是西方资产管理公司的宠儿。然而，花王股票的预期市盈率达到32倍，这也反映出市场热情。

现在中国有我可以利用的管理基金吗?

有很多，其中许多基金管理公司都很看重消费领域。

不过，很多专业投资者在中国遭遇惨败。由富达的安东尼·波顿(Anthony Bolton)在中国管理的一只基金，表现逊于投资者预期。波顿在英国被认为是选股大师。两年前退休时，他承认对中国市场很多事情都想错了。

现在有一些泛亚洲基金的经理正在利用中国消费热潮，却对高风险的中国公司持股不多。杜乐奇(Angus Tulloch)就是其中一位，他管理着First State Asia Pacific Leaders基金。他持有股份第二多的企业是台积电(Taiwan Semiconductor Manufacturing Corp)。台积电是助力中国智能手机行业发展的芯片的供应商巨头。杜乐奇持股第三多的是香港的长江和记实业(CK Hutchison Holdings)。长江和记在香港拥有众多零售商，从药店屈臣氏(Watsons)到电器连锁富丰泽(Fortress)，这些零售商很受中国内地来港购物者的青睐。

杜乐奇的基金收取4%的高额入场费，之后收取1.6%的费率。在过去12个月中，该基金的回报率为-6.8%。然而，金融数据提供商TrustNet指出，依据“很长一段时间的记录”，杜乐奇“经常”跑赢同行。

有交易所交易基金(ETF)吗?

常有研究表明，最主动的基金经理无法打败市场，当然任何明星经理过去的表现都不能代表他们未来的表现。被动追踪一篮子股票的低成本工具ETF，是另外一种选择。ETFDB数据库显示，在中国有一个可供使用的此类工具——“中国消费者指数ETF-Global X”。不过，该ETF在纽约证交所上市，因此英国投资者或许希望咨询股票经纪人或金融顾问，以决定该ETF是否适合他们。(FT中文网)