



祝振駒

博客：BLOG.SINA.COM.CN/RAYMONDJ2011

朗騰投資管理（香港）有限公司董事總經理
特許財務分析師
曾經在不同國際投行研究部擔任分析師及主管逾14年之久，專長中小型股研究，後轉職往對沖基金擔任基金經理，2010年創立朗騰。

中國式危機

全球最大的美國對沖基金 Bridgewater Associates（總資產管理規模為1,690億美元）創辦人達里奧（Ray Dalio）最近突然轉移對中國市場看法，由樂觀變成悲觀。

據外電報道，達里奧的旗艦基金All Weather Fund（700億美元規模）6月份下跌了3.78%，令其今年上半年的淨回報只有0.49%（2014年上升8.6%，但2013年下跌4%）。達里奧的說話向來在業界舉足輕重，其轉淡言論引起西方媒體廣泛報道，認為他的看法會引發更多外資撤離中港股市。

內地股市的暴跌令達里奧對中國看法改變，他指出「現時已沒有安全的地方可投資，投資環境風險度增加。」其論點為股價暴瀉及地產價格同時間下跌，導致負財富效應及負心理效果，加上龐大債務及經濟結構改變，其結果是增長放緩及政府被迫推出更多刺激政策去抵禦下行壓力。

他估計這些負面力量會雙互削減中國未來3年的GDP增長約每年1.8%至4%。他估計（截至7月中）中國政府花了3,800億人民幣救市（估計可供動用救市資金為3.5萬億人民幣）。筆者嘗試量化及分析外資看淡中國的論點。

債務比例仍較其他國家低

論點一：中國救市資金由銀行系統借出，所消耗金額令中國債務比例大升。根據BBC報道，中國已動用的救市資金最新規模約為8,600億至1.7萬億人民幣。官方宣布的融資總額於6月18日高峰時約2.27萬億（7月30日降至只有1.37萬億）而非官方（加上場外融資）估計則高達3萬億元。換句話說，已動用救市資金的金額約為2014年GDP的13.5%至26.7%之間，相等於2014年儲蓄餘額的17.7%至35%之間。

根據麥肯錫（McKinsey Global Institute）的研究報告，中國2014年底的政

府債務（相對GDP）約為55%，遠低於美國的89%，德國的80%，英國的92%及日本的234%。就算救市資金全部來自政府債務，其比例最多上升至81.7%，所以中國政府相對上仍有足夠空間提高債務水平。當然中國政府債務並不包括非官方統計的地方債，摩根大通估計約為21萬億人民幣，約等於GDP的33%。此外，救市買入的股票並不相等於債務的等量增長，假設若干時間後中國經濟及股市回升，退市賣出的股票隨時可以獲得巨大盈利，關鍵是中國政府有沒有足夠大的資產負債表及財政收入去揚應付短暫債務的提升。

股民損失或比想像中低

論點二：散戶在這次大調整中蒙受重大損失，造成負財富效應。根據中國證券登記結算有限公司統計，截至至7月24日內地活躍A股投資者人數約為5,034萬（今年3月底約3,772萬，去年6月底及12月底約為3,529萬及3,584萬），即約3.6%人口為股民，按15歲以上的人口計，則約為4.3%，遠低於美國的48%的投資人口（根據CNBC報道，數字包括股票及基金投資者）。

按照總市值算，2014年下半年至今年3月底，每名投資者平均累計賺了54.57萬元人民幣；至6月底則為70.05萬元。由6月底至7月8日的股災日，平均每人虧損了23.9萬元。換句話說，在3月底前入市的投資者，平均應該仍然賺錢或持平。

真正虧錢的，應該是由5至6月開始才入市者，其人數估計不到600萬人。所以從虧蝕的人口比例算，應該佔成年人不到0.52%。要知道由去年6月底至今年七月底，上證指數仍上升了78.95%。



上證綜指過去13個月仍升逾78%



融資佔股市總市值比率

