



祝振駒

翹騰投資管理董事總經理，特許財務分析師。
曾經在外資及本地投行研究部擔任分析師及主管達14年
之久，專長於中小型股研究。
後轉職擔任對沖基金經理，2010年創立翹騰。
筆者博客：blog.sina.com.cn/raymondj2011

雄鷹
展翅

Columns
美術：林美賢

中國式量寬

中國經濟自7月開始加速下滑已經是不容置疑的事情。7月出口按年倒退8.3%，成為壓倒駱駝的最後一根稻草。8月11日，中央政府將人民幣一次過貶值2%（隨後一天再貶1.6%），令環球股市及滙市大幅震盪，此舉基本上逆轉了長達10年的升值趨勢。儘管中央強調貶值是一次性，但傳媒卻披露決策者的最終目標是貶值10%，結果離岸遠期滙率也於兩日累計貶值了4.7%。

拖垮盈利 牽連企業甚廣

假若貶值趨勢期望形成，外資及海外人士持有的人民幣將逐步流出，削弱外滙儲備，因此中央政府強調貶值是一次性，以免令滙率短期大幅波動。環球股市下跌，因為投資者懼怕人民幣貶值帶來的不明朗前景，例如企業盈利受影響。簡單舉例：以人民幣結算的國企，滙成港元的每股盈利已立即使帳面受損；持有高比例美元貸款或以美元購買原材料者，開支將

立刻增加及毛利率下降；對於跨國企業，它們在中國賺取的人民幣換成美元及本國貨幣時，收入亦相對減少。另一重災區將會是香港的旅遊、零售以至澳門博彩股，因為內地旅客購買力相對減弱，減少出國消費誘因。

另一潛在風險是很多擁有外滙收入或支出的企業，都可能和銀行做了對沖外滙的掉期產品，甚至用槓桿買入預期人民幣升值的結構性產品，這次貶值可能導致很多上市公司在金融投資上出現虧損，在未來的業績發布上隨時出現很多意料之外的驚嚇。

拯救經濟 中央需下重藥

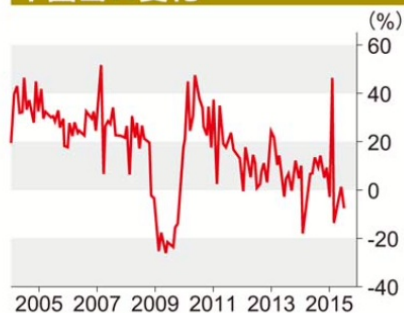
貶值最明顯受惠的是以人民幣計開支及出口到外國，並以美元計算收入者。由於出口（未扣除進口）佔去年內地GDP比重達22.7%（2005年佔33.7%），所以長遠地看，弱人民幣肯定對經濟復甦有利。

人民幣貶值令通縮輸出至全球進口中國產品的國家（相等於進口價

更便宜），因此美國將會調低通脹期望，看來9月加息機會將會大減。事實上，環球股市波動，更多的資金寧願跑到美國國庫債券避險（10年期債券息率兩天內由2.24%跌至2.14%），令美元升值壓力加速。為避免美元上升過急影響經濟，聯儲局有可能被迫延期加息。道指今年以來（截至8月12日）已下跌了2.36%，強美元對跨國企業盈利的負面影響正逐漸浮現。

由於內地經濟疲弱，人民幣貶值相信並不是刺激經濟的唯一手段。筆者估計中央可能需要透過加大基建投資（佔2014年GDP比重達41.6%）、減息降準，甚至放鬆對地產調控等措施多管齊下。要知道經濟減速過急，不單單是經濟問題，還會對現任政府帶來莫大的政治風險。FM

中國出口變化



資料來源：筆者提供

“這次貶值可能導致很多上市公司在金融投資上出現虧損，在未來的業績發布上隨時出現很多意料之外的驚嚇。”