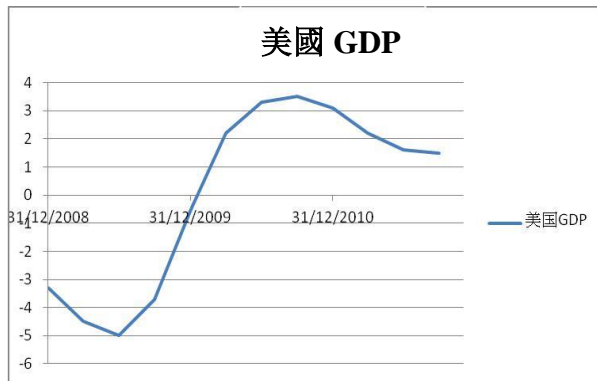




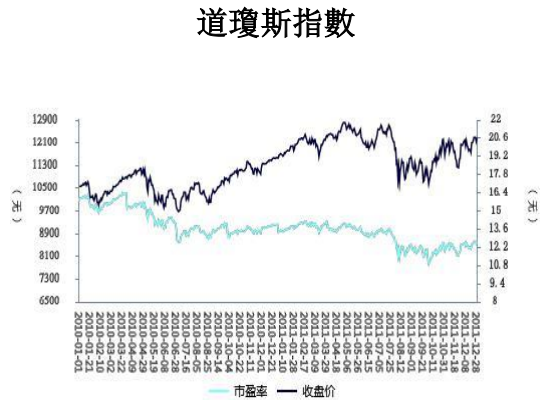
## GDP 增長與投資收益沒有直接關係

### ——結合 2012 年大中華區投資熱點評析

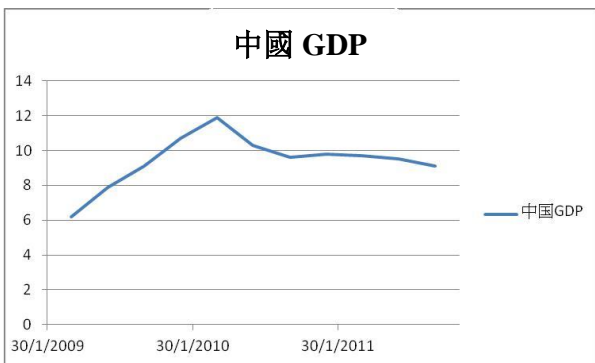
不少市場評論表示，新興市場 GDP 增長較高，特別是大中華區，值得投資者選擇。但是，在 2011 年，持有這種思路的投資者吃了不少虧。有人不服氣的說，中國經濟增長在 8% 以上，美國經濟增長才在 2% 左右，為什麼道瓊斯指數跑贏大中華區市場。其實，大家已經被中國概念洗腦了，舉個反例，蒙古的 GDP 增速到達了 14%，有人會想投資蒙古麼？對比下面兩組圖表，中美的 GDP 和股票市場並不存在絕對的相關關係。冷靜下來，從經濟邏輯上分析，GDP 的快速增長並不代表你的企業在全球增長是最快的，股票是反映企業的價值，和 GDP 並沒有絕對的關係。況且，還有一部份美國的跨國企業踏入中國市場，分一杯羹。數據上，中國預計企業增速為 15%，而標準普爾 500 指數的平均盈利增速是 16%。明年，各大投資銀行研究部預測中國盈利僅為 5%，而標準普爾 500 達到了 10%。因此，投資者需要拋棄迴響在耳邊的中國論和 GDP 論。



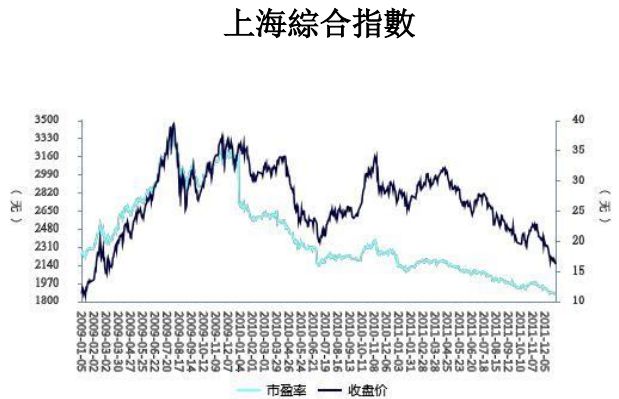
(資料來源: bloomberg, 卓智研究部)



(資料來源: bloomberg)



(資料來源: bloomberg, 卓智研究部)



(資料來源: bloomberg)



我們認為股票的投資收益來自於企業盈利，那麼企業盈利一般是如何預測的呢？首先，宏觀環境影響企業的盈利收入，這是無可置疑的。在這裡，我們換一個角度，試試從微觀層面對企業盈利進行分析。一般而言，市場上運用股東回報率（ROE）來分析企業盈利能力。筆者在此就給投資者介紹一種方法——杜邦比率分析法，來拆分股東回報率，讓投資者能夠洞悉企業未來盈利狀況。

杜邦分析法的等式，是  $ROE = (\text{淨收益}/\text{營業額}) \times (\text{營業額}/\text{總資產}) \times (\text{總資產}/\text{股東權益})$ 。股東回報率可以具體分為三部份：包括了邊際利潤率、資產周轉率和槓桿比率。下面就用大中華區來說明這三部份的增長前景。邊際利潤率，反映收入和成本之間的關係。由於內地產業結構並未轉型，在全球經濟出口環境低迷的環境下，收入維持穩定，但是隨著勞動力、租金成本的增長，邊際利潤率就有下降趨勢。資產周轉率，反映運用資產的效率。近兩年來，不少企業轉入房地產行業，大量購入土地儲備，或者投資房地產信託等長期投資資產。當內地面臨房地產下滑之時，企業收入下降，資產增加，導致資產周轉率的下降。其實，目前市場最為關注的是最後一項，槓桿比率。舉個簡單的例子，假設我有 10 萬元的本金，向銀行借 90 萬元，如果 10% 利潤率就能夠賺到 10 萬元，也就是 100% 的股東回報率。因此，槓桿比率反映的是企業願意擴大投資的指標。目前，企業偏向持有現金保持流動性，企業去槓桿化降低了股東的回報率。這個是大中華區，甚至全世界都在面臨的問題。

當然，我們也不能說 GDP 增速與投資收益沒有任何的關係。傳統而言，GDP 由消費、投資和貿易差額來決定，而這三方面都與企業的銷售收入密切相關。出口方面，直接與對外貿易的企業掛鉤。而出口一直是大中華區增長的動力源泉，中國出口已經佔到了全球第一。然而，世界各國目前都在減債，出口需求必定減少，因此中國出口速度必定也隨著下降。消費和出口同樣道理，也是直接與企業銷售掛鉤。擴大消費的本質則是降低政府和企業的儲蓄，內地也多次提出要擴大消費。目前，有 4 點政策來擴大消費，包括了結構性減稅，增加現金分紅，增加勞動者報酬和提高存款利率。但是，筆者分析，僅僅第一項政策明年有望落實，其它政策都只是空談。就算是結構性減稅，規模也不會很大，很有可能只是個地區試點而已。

總括來說，筆者認為，投資者投資時不應只參照 GDP 的增速，而是更應該關注企業的盈利狀況來投資，特別是股票市場。而 2012 全球的企業面臨盈利減速的情況，無論是美國企業還是中國企業。因此，投資者需要謹慎對待市場上關於 GDP 增速的言論，回歸企業盈利和資金流向。

風險聲明：上述資料只屬評論，只供參考用途，投資涉及風險，證券價格有時可能會非常波動。各項投資的業績未必其日後表現的指引。投資的價值可跌可升，故投資者未必可取回所有投資金額。匯率變動可導致投資價值上升或下跌。卓智及其所屬的其他成員公司重申，資料所載內容概不可詮釋為收購或出售任何其他交易的推薦意見，而我們對上述資料的準確性並沒有保證。