

連串措施 宏調加碼前奏



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

上個星期，中國的宏調措施出現了不少重要的轉變。跟進這些轉變，實是一項累人的工作，所以，我先來作個簡單的回顧：

中央政府於中央經濟會議後表示，明年會實行「從緊」的貨幣政策；此舉是意料之內。這轉變，應該是未來12個月連串「從緊」貨幣政策出台的序幕。

加準備金 難紓游資過盛

人行一次過調升存款準備金率1%：這意味央行放棄了往常加半個百分點的步伐。問題是，究竟這項措施，是否真的能冷卻內地過多的流動資金和資本開支呢？我不這麼認為。原因有二：首先是實質借貸率目前仍接近零；其次，企業的固定資產投資中55%是公司自有的資金，只有35%是來自銀行貸款。日前加1個百分點存款準備金率，由銀行體系中抽走約4000億人民幣，大概等於每年年底皆令銀行水浸的政府財政存款。對於我來說，真正的收緊貨幣政策，只有是加大力度限制銀行的放款上限。

推出限制發展商土地儲備的新措施：新措施要求地方政府把土地交付發展商前，先要完成所有水利、氣體和電力工程。自從04至05年政府打擊黑市土地買賣之後，土地供應確見減少。此後，發展商便不斷增加土儲，等候來日地價上升。他們是有眼光的，因為單是第3季，地價按年比較已上升了15%。北京師範大學的數據顯示，發展商坐擁的未發展土地總共10億平方米，是06年已發展土地總量的4倍。這項新措施，可推動發展商推出更多房屋，希望有助樓市降溫。

提高QFII額度 料無礙A股

外管局提高QFII限額至300億美元：國務院06年底批出增加限額，07年5月才正式公布，不過，卻一直延至A股市場轉弱始正式落實。上周中美展開第三次戰略經濟對話，中國在這段時間公布提高QFII限額，正好表現出中國「講得出，做得到」。整體來說，QFII的限額，仍然不足以對中國股市構成顯著的影響力。

提高鋼鐵出口稅：不同項目有不同的稅率，平均來



如果政府真的有意遏制通脹，那就要加快讓資金由中國流向海外（例如香港），或是容許人民幣加速升值。（資料圖片）

說，稅率會由現時的7.1%提高至9%。加上削減鋼鐵出口增值稅的退稅額，這些措施均旨在打壓高能耗工業。

今年首3季燃料補貼達420億人民幣：首3季的數字，已是06年全年210億人民幣補貼的兩倍。給予農民和公共福利事業的補貼，資金則來自油公司繳付的暴利稅。這些補貼，佔今年首3季政府財政支出的1.4%，大幅高於去年全年的0.5%。再者，由於零售燃料價格設限，所以政府要補貼中石化（0386）之盈利。05年和06年，政府對中石化的補貼，分別為107億人民幣和54億人民幣。補貼的急速增加，不禁令人懷疑其可持續性。

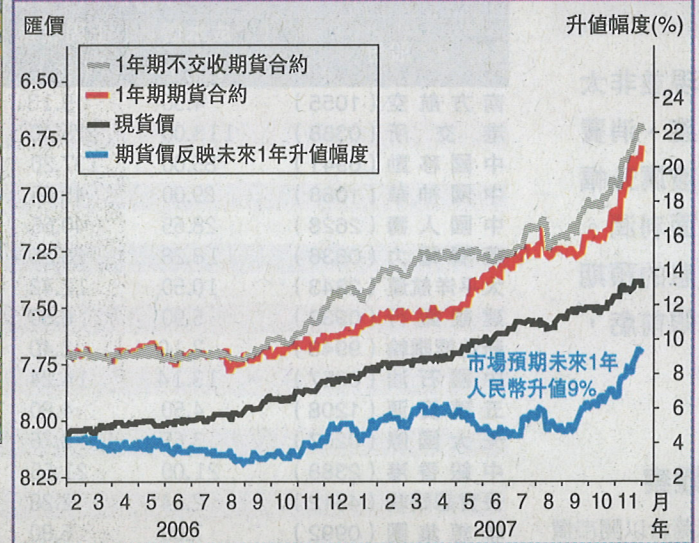
平保（2318）獲批准提高海外投資額度15%：這似乎是連串國企獲批海外投資的頭炮。國企的對外投資金額，相信會遠多於中央最近成立的國家投資公司。明顯地，政府是要讓更多資金從國內流出。

調控續來 中資金融股無運行

無可否認，中國的通脹正在加速中。上周公布的生產物價指數年比增長4.6%，超出預期中的3.5%；消費物價指數按年增6.9%，同樣超越預期。對於投資者來說，這意味着什麼？

首先，慢慢增加的通脹壓力，代表着我們要預期政府將有更多宏調措施出台。我認為投資者要有心理準備，明年底前至少有3次幅度0.27厘的加息，儲蓄利率和借

美元兌人民幣現貨及期貨走勢



貸利率，分別會達到4.7厘和8厘。存款準備金率，則會在明年底達到17%。對於今日股價已充分反映了盈利增長的中資金融股來說，絕對是壞消息。

第二，我們可預期中國會繼續改善基礎設施。事實上，隨着物流和交通的不斷改善，未來我們將可見到經銷和生產成本急跌，同時令通脹保持於可控制水平。機械生產商、基建股，甚至利豐（0494）、利和（2387）等，會最為受惠。

為抑通脹 人民幣升值勢加速

第三，正如我以前在此欄中探討過的一樣，如果政府真的有意遏制通脹，那就要加快讓資金由中國流向海外（例如香港），或是容許人民幣加速升值。無疑，人民幣升值會嚴重打擊那些經營困難的製造商，甚至迫使大量的企業重組。然而，這在中央眼中會是壞事嗎？過去幾年，中央針對工業界推出的政策，為的就是是促進行業重組，建立少數的巨型國有企業，情形就像寶鋼、安徽海螺（0914）、中石化等。

有趣的一點，過去幾個星期，期貨市場走勢反映出人民幣升值會加速（見附圖），較近數季的要快。這現象讓我有以下想法：央行都總是喜歡在假期時讓貨幣升值或貶值，令投機者不能從中得益。那即管猜一猜下星期一會發生什麼事？