

中國的金融困局 大利港股



國際視野

Louis-Vincent Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

電郵: louis@gavekal.com

美國經濟學家佛利民 (Milton Friedman) 有句名言，說中央銀行能夠控制三樣東西，即貨幣供應的增長速度、利率及匯率。不幸地，中國人民銀行現時面對的卻是，作為中央銀行，它不能同時控制三者。

眾所周知，中國政府非常在意避免人民幣升值過快。因此，貨幣供應的增長速度超越了中國人民銀行的目標。想像一下，一個在上海的地產發展商，或者一家在廣州的小飾物生產商，如何為他的計劃或廠房取得融資？他應該借人民幣、港幣，還是借美元呢？

不想升值過快 導致信貸過速

很明顯，由於普遍相信人民幣兌美元只會升值而不會貶值，而港元又與美元掛鈎，最合理的當然是借入港元或美元（因這可以變相令將來的還款減少）。這種情形，正大規模地發生，不論是經銀行貸款，或是透過債券市場發債。舉例說，現在投資者人都可以買到雅居樂地產 (3383)、上置 (1207)、廣州富力地產 (2777)、綠城中國 (3900) 等的美元債券。

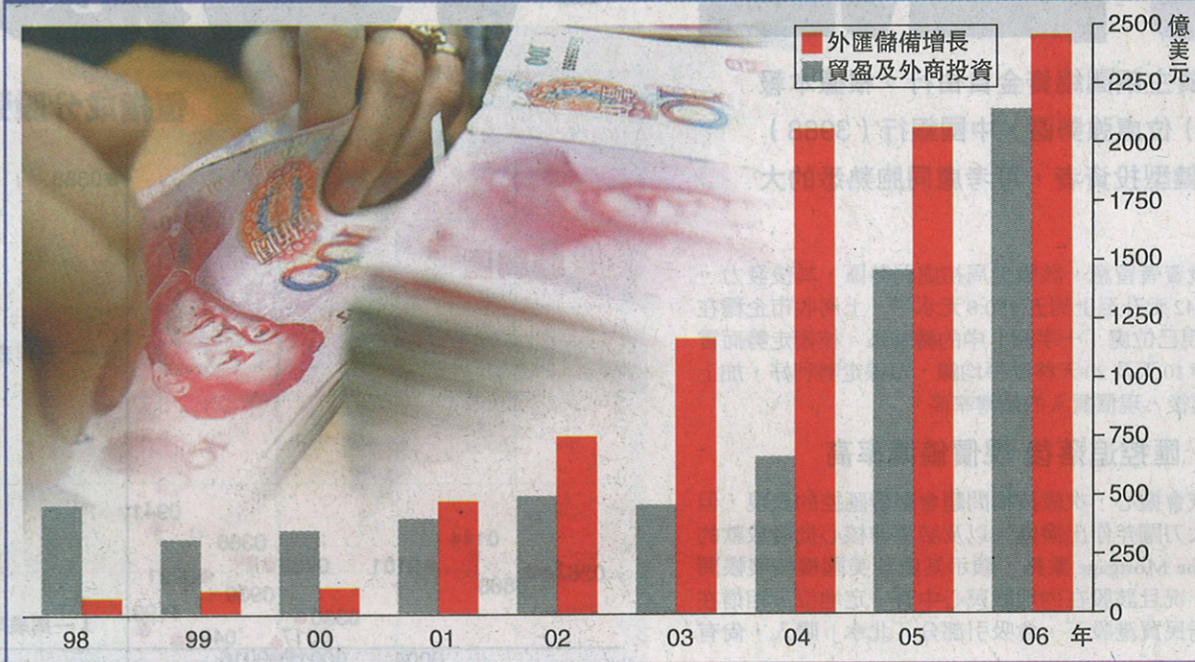
地產商大舉發美債換人民幣

這些公司全都借入美元，但他們需要人民幣來購入土地儲備、支付建築工人的薪金，以及購入水泥等建築材料。當中國私營企業借入港元或美元，然後兌換成人民幣，人民銀行就被迫要印更多銀紙，否則人民幣就會急速升值。

通常，一個國家的中央銀行應付這問題的方法，都是在外匯市場進行干預。由於中央銀行一般都會持有自己國家貨幣的債券，當它被迫購入美元以及拋售自己國家的貨幣時（避免後者兌美元快速升值），就會順道出售一些自己國家貨幣的債券。這樣它就可以拿回一些用來干預市場的現金。

然而，對中國來說，本土的債券市場實際上幾乎不存在，因此人民銀行不能有效地進行沖銷。結果，引致中國的貨幣供應增長過快，以及外匯儲備累積的速度遠遠

中國外匯增長遠超貿易盈餘及外商投資



超過中國的貿易盈餘和外國直接投資的增長速度。

沒本土債券 人行難沖銷

附圖就一方面顯示了中國每年由外國「賺到」多少錢（每年的貿易盈餘和外國直接投資）；另一方面亦顯示了中國每年「儲蓄」了多少钱（每年增加的外匯儲備）。可以看到，在近幾年，中國每年的「儲蓄」都超過它由外國「賺到」的錢甚多。這怎麼可以做到？答案當然是靠借錢（借入很多港元和美元）。

因此，這引致了我們近年在中國大陸和香港看到的那種資產價格急速上漲，以及經濟蓬勃。但現在隨着通脹已加速（8月的消費物價指數CPI升幅已高達6.5%），這樣的情形不可以再繼續下去。

美國減息 內地資金會更澎湃

那人民銀行現在應該怎樣做？繼續加息（自2004年底，它已開始加息）？但這樣做不怕令外國的游資更加大舉流入中國嗎？

當可以以4.75厘的利率來借入美元時，誰還會以7.29厘的官方利率來借入人民幣？（當然，在中國大陸，並非任何人都可以借入美元，但跨國公司、香港的地產發展商等就絕無問題）如果人民銀行繼續加息的話，會否進一步鼓勵上述的大規模的美元利差交易？

直至目前為止，中國有關當局的回應是，將會放寬限制資金出境的規例，希望內地部分過盛的資金會在外地找到投資出路（首先是到香港，然後再去其他地方）。但是，這個「排洪」的速度是否足以壓抑中國正在增加的通脹壓力呢？直至目前為止，它並不足夠。

怎樣解決 均有利港股

而美國現時正進入一個新的減息期，人民銀行卻不能跟隨，這造成了人民幣的艱難局面。中國有關當局一是讓人民幣在短期內大幅升值，不然就要找出一些聰明的方法，輸出大量過盛的資金。不論是任何一種情形，那對我喜歡的香港股市來說，都是好消息。無怪乎港股早前繼續屢創新高。