

中國恐慌降溫 背後原因

國際視野 潘迪藍
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

過去6周，環球市場一直陷於一場以中國為重心的恐慌。這部分是由糟糕的經濟數據觸發，但主要是因為中國決策者的政策笨拙。內地的監管機構在今年初大力托市，刺激以孖展（保證金）方式購買股票的債務大幅擴張之後，卻在6月份掉頭壓抑股市。

當股市開始大跌後，內地決策者又試圖用停市以及制止投機交易等手段，來穩定股市。當這些方式不見效時，內地政府又放棄了在股票市場進行明顯的干預行動，改為專注於改變國家的外匯政策，但卻沒有多少解釋。

內地政策笨拙 資金流出新興市場

因此，在短短3個月內，市場對於內地政府的看法已經大大改觀。以往市場覺得，內地領導人有他們精心部署的長期規劃，不會為了在短期內爭取民望而左搖右擺。但現在市場覺得，他們其實只是見一步行一步。

由於內地政府的政策笨拙，大量資金從新興市場的債市和股市流出。在8月最後一個星期，從新興市場基金外流的資金乃有紀錄以來第二高的。

市場開始意識到中國隱憂被誇大

新興市場已經連續5個月出現資金外流，這是有紀錄以來第三長（時間最長的一次資金外流，是在1997至1998年間的亞洲金融風暴，第二長那一次是後雷曼時期）。

最近新興市場的恐慌，足以引發歐洲和美國股市大幅回調。現時歐美大部分股票的價格已經比它們的高位回落了10%或以上。

牛市是否已經結束？我們比較樂觀的看法是，市場開始意識到以中國為中心的恐慌被嚴重誇大了。沒錯，內地的經濟增長速度正在顯著放緩，但是，這種放緩主要是因為人口結構出現了改變，以及建築和基建開支方面缺乏增長（這並不能靠貨幣貶值而扭轉）。

受惠商品價大跌 貿易順差新高

同時，中國的貿易順差亦正受惠於商品價格大跌，因而持續增長，達到了破紀錄的一年3800億美元。服務業繼續以雙位數字增長，房地產價格有所回升，工資繼續增長（這顯示了勞動力市場目前仍然緊張）。

換句話說，在某程度上，中國正在經歷很多經濟學



市場開始意識到以中國為中心的恐慌被嚴重誇大，「中國恐慌」似乎褪色，儘管A股成交量仍慘不忍睹，但在中國股市反彈前，澳元、南非蘭特、紐元和馬來西亞令吉等商品貨幣已開始反彈，而中國的貿易順差亦見持續增長。

（資料圖片）

家好幾年前已經苦口婆心地提出的過渡期——多一些倚靠服務業和內部消費，少一些倚賴基建和資本開支。

A股反彈前 外圍有端穩迹象

牛市是否已經結束？我們預測，市場可能會在今年年底前開始認同上述的積極信息。這或許會由11月份，人民幣被「國際貨幣基金組織」（IMF）納入「特別提款權」（SDR）的貨幣籃子內，然後觸發。但另一方面，亦有可能是市場正開始關注中國短期內的挑戰。

儘管內地A股在日前反彈5%，不論是上海股市還是深圳股市，近期的成交量仍然是慘不忍睹、不如人意的，仍然有不少股票跌停板。然而，即使在中國股市開始反彈之前，我們已看到：

1. 澳元、南非蘭特、紐元和馬來西亞令吉等商品貨幣開始反彈；

2. 美國股市在上周五聯儲局議息會前那兩個交易日這麼不明朗的日子，仍然反彈；

3. 港股和H股不再跟隨上海股市的走勢；

4. 離岸人民幣匯率與在岸人民幣匯率之間的差距收窄。換言之，這可能會削弱境外投資者賭人民幣下跌的動機；

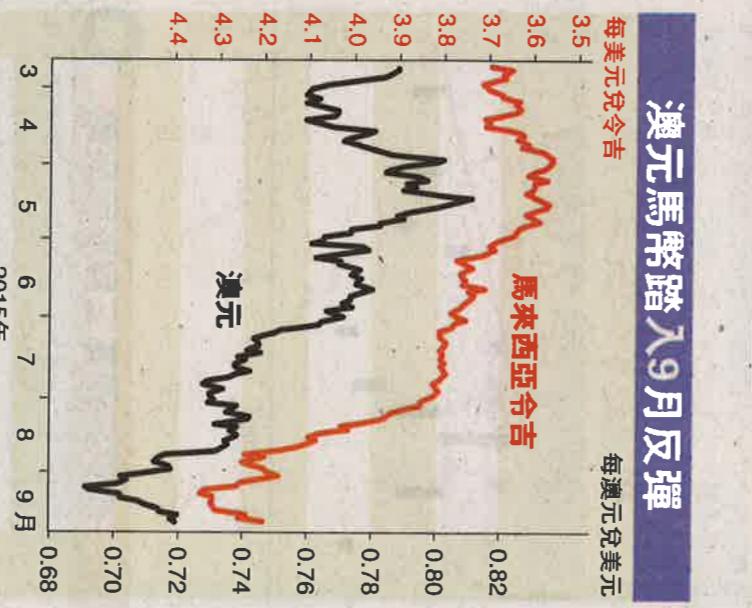
5. 香港的高息點心債券價格反彈（部分是因為企業回購）。

倘外儲減幅達1500億美元 恐慌重臨

隨著「中國恐慌」似乎褪色，我們應該前瞻一下，有什麼因素會令它重新開始？有一個數據可能會對此舉足輕重，那就是中國外匯儲備的變化。

上個月，中國的外匯儲備減少了將近1000億美元。因此，若中國的外匯儲備今個月的減幅也是相若，市場就會認為，外匯流失只是因為一些恐慌的外國人。

但是，若果中國的外匯儲備今個月的減幅比上個月



大（例如達到1500億或2000億美元等），市場就會認為，內地的存戶亦有將資金撤出內地（人民幣熊市的主要論點）。這就很可能會把人民銀行試圖穩定人民幣的努力壓倒。在這種情況下，恐慌情緒就會重臨。

這令我們想起了句老話：「如果你一定要恐慌，就早一點。」（If you must panic, panic early.）

對於中國來說，我們相信，「提早恐慌」的日子已經過去了。

相反，我們看來已經進入一個市場恐慌減退的階段。這意味着，超賣的周期股和新興市場等有可能會持續反彈。