

內地明年主調維穩



國際視野

潘迪藍

Gavekal Dragonomics

資深經濟師

由現在直至明年召開「十九大」(中共第十九次全國代表大會),中國內地預料仍能保持6%或以上的GDP增長。儘管特朗普當選美國總統之後,中美貿易戰的危機升溫,但特朗普亦可能給中國帶來一些長期的戰略利益。

今年西方國家出現了不少引人注目的政治事件,例如英國脫歐公投和美國總統選舉結果都出人意料,導致政策變數大。相比之下,中國除了年初普面對人民幣和股市的衝擊之外,全年都大致平靜。事實上,在房地產市場表現強勁之下,商品價格受到刺激,內地今年甚至結束了已歷時4年的生產者價格通縮,令人意外。

展望2017年,情況應該和今年大致相似。在發達國家,政治將仍然是一個關鍵主題,因為歐洲幾個大國都會舉行重要的選舉,而候任美國總統特朗普也正式就職。中國則有自己的政治周期,明年10月或11月舉行「十九大」之後,中共高層將進行部分重組。

我們認為,中國內地的宏觀經濟政策現時是服從於政治需要,在舉行「十九大」之前,內地都需要維持一個平靜的環境,意味明年經濟很可能維持穩定。這是基本情況,但仍需要考慮有什麼因素可能會擾亂局面。

管控風險為重 信貸增長料放緩

信貸寬鬆、房地產市場火熱及商品價格上漲,令內地今年頭三季的經濟增長達到6.7%,略高於內地政府定下的6.5%最低目標。不過,以上三項因素未必可以延續至明年。由於按揭貸款和地方政府發債史無前例地增長,內地今年的債務增長比去年高得多。今年10月,內地的總信貸(包括政府債券)就按年增長15.5%,大約是名義GDP增長的兩倍。

內地的領導人當然沒有打算推行大幅緊縮經濟的政策,所以槓桿比率將持續上升。但由於內地政策的重心已經由支持經濟增長轉向控制風險,信貸增長已經由今年較早時超過16%的高峰回落。明年地方政府發債和家庭按揭貸款的增長都有可能放緩。

房地產市場今年對寬鬆貨幣政策的反應很好,按揭貸款按年增長超過30%,而物業銷售總額亦增長20%,令住房庫存量大幅減少,至少在一線城市是如此。房地產新投資和建造活動也有溫和增長。房地產行業表現強

勁,有助內地的GDP增長超過目標,但問題是住房市場的泡沫已非常明顯。北京和上海的樓價按年上漲了25%,這兩個城市的兩房單位的平均售價已高達100萬美元。

着力防範內房泡沫爆破

內地政府現時正試圖緩和房地產泡沫,避免爆破。中國人民銀行已經要求內地的銀行密切關注其按揭貸款。在最近一期的季度貨幣政策報告中,人民銀行表示,它將會轉向支持經濟增長和管理泡沫風險並重。在10月中,人民銀行對短期同業拆借利率進行了輕微調整,它減少了對短期流動性的注資,但增加了對中期流動性的注資,令同業短期回購利率上升了20至30個點子。在未來幾個月,最可能的情况是,內地的信貸增長逐漸減速。這可能意味除非明年出新一輪的貨幣寬鬆,否則,房地產銷售明年將會從高基數顯著放緩。好消息是,建造業活動將會比物業銷售情況好一些,因為地產開發商將需要建造新的住房,以應對一些城市的庫存減少。

PPI料可保持回暖勢頭

而一個可能持續的正面因素,則是工業價格重新上升。由於商品價格強勁反彈,內地的生產者價格指數(PPI)今年結束了連續四年半的下跌周期。因為價格停止下跌,深受困擾的重工業板塊終於出現盈利回升。由於基數低,至少明年上半年,生產者價格指數都可以保持增長,令工業界的收入和盈利保持到像樣的增長。這又會反過來繼續支持工資增長和消費。因此,至少在明年上半年,保持GDP按年增長6.5%,應該是可以實現得到的。

但外部環境會帶來一些真正的風險,主要來自美國。最迫切的憂慮是,當特朗普下月就職後,是否會履行他在競選期間提出的承諾,對來自內地的貨品全面實施高達45%的關稅。任何此類行動肯定會遭到北京的強烈報復,不但對美國產品徵收更高的關稅,還會對在內地經營的美國企業進行更嚴格的監管。

特朗普或以反傾銷替代重稅

當然,出現這種結果的機會不高。特朗普古怪的反華言論,極可能只是一種選舉策略。若真的實施,將會是自打嘴巴,因為這等於向他聲稱最想幫助的美國工人階級消費者開徵重稅,還會傷害到很多美國公司。比較可能的情况是,特朗普對內地某些特定行業採取少量高關稅但象徵式的反傾銷行動,就像奧巴馬在第一個任期初期時那樣,以安撫保護主義支持者。

更重要的問題其實是,特朗普上任之後,美元的走



內地政府現時正試圖緩和房地產泡沫,避免爆破。

勢是否有變。過去兩年的大部分時間,美元的貿易加權幣值都在一個相當窄的交易區間之內上落,這讓人民銀行可以執行它令人民幣的貿易加權幣值靜悄悄貶值的策略,而又不致於令人民幣兌美元顯著貶值,以免觸發資本外流。

人民幣疲弱引發走資更堪憂

然而,自從特朗普當選以來,美元兌每種主要貨幣都顯著升值。市場好像認為,在特朗普的任期內,美國將會出現較大的財政赤字,較高的通貨膨脹和較高的利率,這會令人民銀行相當難做。因為若要保持人民幣的貿易加權幣值不變,就要令人民幣兌美元大幅貶值。

直至目前為止,人民銀行對美元升值都處理得相當不錯。而且值得注意的是,這一波人民幣對美元元下跌,有別於去年底至今年初那一波對其他資產價格產生衝擊,亦沒有觸發內地和國際股市恐慌。因此,基本上人民幣兌美元進一步下跌,是不大可能再引發資產市場混亂。較大的憂慮其實是人民幣走弱,可能會引致資本外流增加。內地政府亦正在採取進一步措施來收緊資本管制。

在較長的時間內,特朗普擔任美國總統,對於中國尋求建立地區影響力,可能會帶來一些戰略利益。他承諾推行孤立主義的立場,以及他對美國在亞洲區內的長期關係擺出一副好像交易的態度,可能會減低美國在亞洲的影響力。至低限度,奧巴馬的跨太平洋夥伴關係協議(TPP),現在已經名存實亡。這可能會令中國透過基建投資與其他亞洲國家建立經濟關係的能力轉強。