

「串連點滴」成就巨變

中國正形成「三重受益」



國際視野

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

劇變常常催化結構性轉變。說起這點，我想現今最重要的問題，並不是歐美各國領袖將會採取何種措施，而是亞洲的決策者會選擇如何去。具體而言，亞洲各國中央銀行及政治家們會否堅持他們的「重商主義」(mercantilism)模式，以防購買力在東西方之間，出現尤為粗暴的轉移？抑或他們會容許較市場當下預期更快、更大的匯率變化，以圖加速購買力的轉移？對於這些問題，身家不同的階層相信會有各自的答案。

當鄧小平在1979年推動中國踏上經濟改革之路時，曾提出著名的「摸着石頭過河」一說。即是說，改革須小心從事，不可操之過急。基於這個原則，大多數投資者不會看到中國的經濟政策在一夜之間變了天。不過，循序漸進的改變逐漸得到累積，最終同樣能帶來巨大的變化。這便是為何中國的研究者們要以「串連點滴」(connect the dots)的方式，去辨認經濟改革的路線。說到「串連點滴」，過去數月出現了一些與中國貨幣政策相關的有趣數據。首先是去年10月，當所有國家對股票沽空(short-selling)加諸限制時，中國卻宣布，它正朝著引進股票沽空的方向進發。

多項措施增人民幣國際用途

今年1月，中國更在香港與數個內地城市，推出以人民幣為單位的貿易結帳項目試點。這意味著香港銀行業可以將其人民幣服務由個人擴展至企業客戶層面。在試點計劃出台後，中央更先後與6個國家，簽署了總額達6500億元人民幣的貨幣互換協議，為人民幣離岸交易創造了龐大的潛在空間。緊隨其後，中央在4月宣布，將破天荒地容許香港銀行發行於本港交易的人民幣債券。兩星期前，中央提出新版本的「直通車」建議。07年10月推出的舊版「直通車」，曾一度將恒生指數推至令人眩暈的歷史高位。根據新提議，中國零售投資者獲准購買與港股掛鈎的交易所買賣基金(ETF)，這便解釋了為何港交所(0388)的股價，自3月初以來累積升幅高達115%。市場預期台灣最終亦會參與進來，與香港、內地的上市股票，共同被納入「大中華」ETF的概念之內。

綜上所述，中國在近數月內，掃除了防止人民幣在國際交易上用途擴大的各種障礙，並試圖推進人民幣在某種程度上成為地區貨幣。這讓人嗅到了一絲內地有心撤銷管制規定、逐步轉向開放資本及調整匯率的味道。

放寬管制 刺激海外直接投資

除了上面所提的，我還想再說說最近一周發生的幾件事。首先，中國本土公司為海外直接投資(FDI)取得外匯，毋須再得到國家外匯管理局的批准。如今他們



在「三重受益情境」最有可能導致的泡沫，將來自樓市，近期內房股大強勢，亦帶領股市回升。(資料圖片)

只需在交易完成後，登記外匯資金來源即可，這將推動內地流出的FDI進一步上升。事實上，去年中國公司在海外的投資額已達555億美元，是07年的3倍。再者，匯控(0005)與東亞(0023)均宣布，計劃在港發行人債，以助它們在內地的營運商取得資金。依我看，建立可讓外資參與的人債市場，是讓人民幣變成國際貨幣過程中不可或缺的一步驟。

內地將重啟新股市場

另外，內地起草了新的新股發行規定，以減少行政指引及建立更為市場導向的定價機制。這類改革亦是為內地未來進一步開放資本鋪平道路。在此之前，內地又允許符合條件的境外公司到A股上市，香港的大「藍籌」如和黃(0013)、長實(0001)、匯控等，已排隊等待成為內地上市的首批境外股票。更重要的是，新股發行規定的起草，顯示內地將重新啟動自去年起叫停的新股市場。

在內地剛出的指引中，國家發改委保證會進一步放寬市場自由度，營造一個私人投資可發揮更大作用的環境。香港報章引述中國國家發展和改革委員會社會發展研究所所長楊宜勇所述指出，發改委的指引表明，全球金融危機也許不會推遲，反倒會加速市場化的改革，以促進經濟效率。

在我看來，中國政府採取的這些謹慎的步伐，累積起來將會產生更大、更顯著的效益。過去，每次有迹象顯

示政府將着手於重大結構性改革時，如加入世貿、容許外資銀行對中資銀行作策略投資等，內地資本市場均會出現復蘇。

此外，擴大匯率彈性，其程度上將會導致人民幣強勢(我認為這很有可能，只要世界多數央行感到有需要累積人民幣，以應付與中國的貿易逆差)，同時推動中國步上「三重受益情境」(triple merit scenario)，即匯率上升、實際息率下降及資產價格上升，一如70年代的德國、80年代的日本及90年代的美國所經歷的。當然，這些大都以大型泡沫形成收場(題外話，顯然巴西現時亦開始了它自己的「三重受益情境」)。

內房股回升 勿「扒逆水」

不過據我所知，中國形成中的「三重受益情境」最有可能導致的泡沫，將來自樓市。但有趣的是，看淡中國的投資者亦主要是由於樓市。他們指出，上海辦公樓空置、北京精品酒店入住率不足，廣東商場空置及規劃不周等等。不過有趣的是，在並不樂觀的大環境下，最近幾周，全國各地的土地成交量重拾升勢。舉個例子，一個9個月前無人問津的地盤，數天前卻在89輪叫價後，以10.2億元人民幣成交，較開盤價2.99億元人民幣高出241%。同時，內房股亦帶領股市回升。這是否由於市場感到在低息、流動資金充裕及人民幣強勢時，將可令部分資產階級受惠，進而帶動樓市？在現時內地股市，特別是地產股回升時，我不會嘗試「扒逆水」。