

中國經濟回升僅虛火

別再過度看好亞洲



國際視野
Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

僅一個季度，終於出現翻天覆地的變化！數個月前，我們還被大量客戶批評維持中國2009年及2010年的經濟增長達到8%以上的預測；然而，今年3月時還忙碌地將中國經濟增長降低至5%或以下的券商，現在卻忙碌地將2010年經濟增長預測，調高至雙位數字。本欄的長期讀者應該知道，與平時一樣，我們不會產於表態看好向上趨勢，但今天，我們仍然抗拒像券商般調高中國的前景展望。

中國貿易順差由1998年至2002年穩定地處於300億美元，到2008年已增加至3000億美元，數年間10倍的升幅，予人一種理所當然的感覺。但感覺歸感覺，貿易順差絕非必然的事情。我們預計，今年中國海關公布的貿易順差，將會減少接近三分之一，至大約2100億美元。此外，除非外部需求突然大幅度上升（但我們並不相信會發生），貿易順差會於2010年進一步減少。至於跟GDP的比率，料會由2007年高峰期的8.8%，到今年降至5.3%，而到2011年至2012年，順差可以降至佔GDP約2%。

順差收窄過快 或拖慢經濟增長

當然，對於全球和中國長期結構增長前景來說，中國順差減少是一個正面發展。不過，順差收窄速度加快，將會是中國未來18個月的經濟增長的一個重大阻力，而在當前入口價格飆升、出口價格下跌的大環境下，情況將尤為明顯。

年初至今，順差並沒有太大異樣，主因是08年夏天商品價格高企，變相令進口貨值偏高。相反，今年上半年商品進口貨值大減，自然令淨出口相對強勁。然而，踏入8、9月份基數效應逐漸消失，加上中國入口商品資源的數量大幅上揚，下半年淨出口對經濟的負面影響，勢必較上半年更為顯著。

庫存過多 外銷保留皆困難

上述情況亦可能出現另一情境。年初至今入口的商品數量遠超實際所需，最明顯的例子莫過於鐵礦石，與此同時內地生產的鋼鐵、鋁材數量超越本土市場的需求，今年較後時間入口量或會急挫，順差前景並非如此悲觀。但要注意到的是，產量超過需求，主因是地方官要求持續生產來拉動經濟增長，結局是大量未能售出的庫存將湧入國際市場，順差



▲上海市長韓正最近表示，上海住宅樓價上升得太快，中央有必要採取措施為市場降溫。
(新華社)

▲今年上半年商品進口貨值大減，自然令淨出口相對強勁。然而，踏入8、9月份基數效應逐漸消失，加上中國入口商品資源的數量大幅上揚，下半年淨出口對經濟的負面影響，勢必較上半年更為顯著。圖為江蘇連雲港。
(新華社)

確實會因而反彈，但同時帶來更多貿易摩擦。這個發展方向的另一可能性，就是中國將過多庫存保留在本土，但今年的GDP數字之中，將包括巨額庫存，基數效應棄去庫存化下，明年經濟增長便會受到拖累。

GDP是否雙位數增長不重要

無論如何，沒有雙位數字增長並不重要，保持8%增長便足以應付未來2至3年的挑戰，而重要的是這對投資者有何意義。

中國增長和資產泡沫決是當前的熱門題目。上海市長韓正最近便投訴，上海住宅樓價上升得太快，中央有必要採取措施為市場降溫；官方報章《人民日報》社論又警告讀者不要參與資產泡沫遊戲。年初至今為金融體系和經濟注入高達2680億港元，以捍衛香港聯繫匯率制度的金管局總裁任志剛，又警告資產價格泡沫會對金融穩定有負面影響，並指當局可採取措施限制信貸擴張。毋須多說，上述的官方評論，配合飆升多時的內地股市，市場自然會預期中央的政策取向可能會提前收緊。

內地有能力限制信貸泡沫

幸運地，中國是一個真正能夠採取措施限制信貸

擴張的地方。舉例說，我們長期相信中國採取「口軟手硬」(talk softly and carry a big stick)的態度，意思是當市場過熱，中央可立即要求各大商業銀行放慢貸款的增長速度，若不獲配合便有強硬手段的後着，而通常這一着便是反貪腐。這一招可收殺雞儆猴之效，限存款準備金、加息等貨幣政策工具相比，效用甚至有過之而無不及呢！

限制資金流 濠賭股首當其衝

若我們認真地看清中國的潛在收緊政策，澳門的賭業股便會首當其衝，因為中國其他的非正統貨幣政策均要利用澳門，一個能令在陰暗處的資金重見天日的地方。

事實上，對於中國來說，澳門的單一社會目的，以及允許其繼續生存，就是透過賭枱將一些原本會埋藏在林壑或後園下的資金重見天日。當中國希望降低貨幣的流轉速度，最容易的方法就是限制內地居民訪澳。但有趣的是，近期澳門股如新濠(0200)、信德(0242)等均續處高位，投資者似乎暫時並不憂慮政策將會收緊。

無論會發生什麼，政策前景出現變數，估值亦不再吸引，投資組合宜由偏重亞洲變為多元化，無疑是一個更合理的決定。