

人民幣升值 股市暴升

料先採行政手段調控後加息



國際視野
Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

正如我常常在本欄指出，今天的經濟復蘇是一次獨特的復蘇，新興市場很有可能較發達國家早收緊經濟。不過，這不代表區內的短期利率會急速上升。我的觀點是，中央銀行會用盡方法避免加息，改為以行政手段去冷卻經濟。

近期，新加坡、香港及韓國政府已經在按揭方面推出一些溫和手段，去冷卻樓市。這些地區的監管機構，同時警告若有需要的話會採取更多措施，去抑制熾熱的樓市。內地10月份平均樓價上升了3.9%，政府亦警告將會收緊按揭貸款規定。

新興市場紛紛阻熱錢氾濫

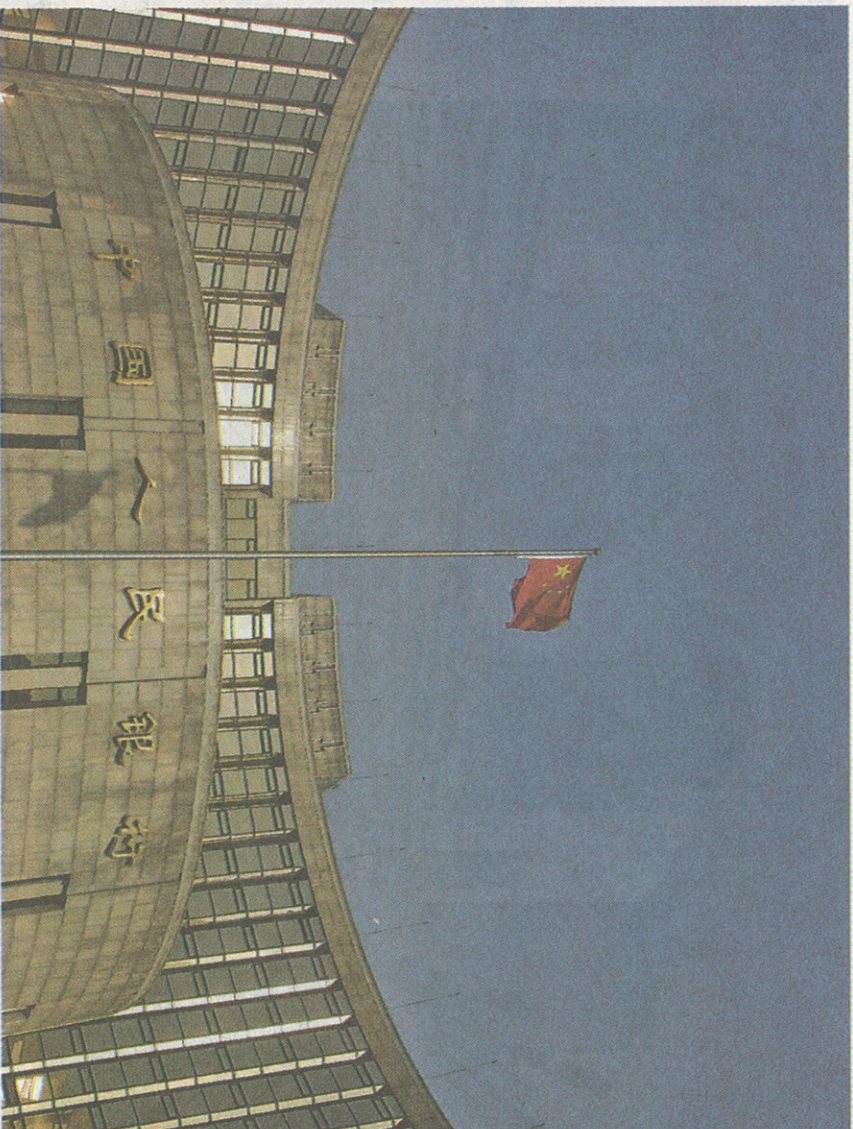
另外，我們看到新興市場政府，正為熱錢流入採取行動。台灣剛剛宣布，禁止境外投資者把資金放入定期存款戶口，明顯地是為了阻止熱錢氾濫；上月，巴西對外國投資者購買當地股票及債券，進行徵稅，政策公布後，巴西雷阿爾 (Brazilian Real) 一度下跌，但隨後又復升，市場估計當匯價接近每美元兌1.7雷亞爾時，巴西政府將採取進一步行動。

凡此種種，均顯示新興市場國家提高了警覺，去防止資產泡沫的出現，並同時要護本國貨幣不要大幅升值。如果上述的行政措施，不能壓抑資產泡沫的話，新興市場國家將採取什麼行動？我們看到的是，一些收緊銀根的措施已開始推行。例如，印度最近要求銀行要加大持有政府債券的比例，以及警告要求它們在2010年加大對壞帳的覆蓋率，意在打擊銀行的借貸意欲。今天，我們得悉10月份內地銀行批出了2530億元人民幣新增貸款，為12個月以來最少，亦少於我們預計的3700億元。不過，收緊銀根以防資產泡沫是有相當風險的，原因是過激的行動將影響經濟復蘇。

亞洲經濟增長轉靠內需

今天的復蘇是首次不依靠美國消費者帶動的復蘇。事實上，美國的消費者需要在未來數年去清償負債及改變消費主導的生活方式。亞洲的政治領袖要建立起依重內需的經濟增長模式，可謂任重道遠。同一時間，他們又要防範通脹重燃。依我之見，其中一個可行的方法，就是讓本身貨幣更大幅度地升值。

若果現行措施並不能壓止資產價格急速上升（這將會很有可能出現），新興市場下一步該怎樣做？亞洲的央行（特別是中國人民銀行）會容許本國貨



人民幣匯率的走勢，將對全球股市舉足輕重。

（資料圖片）

幣升值，以致令本地消費者更有購買力，又可同時壓止通脹嗎？除非她們對發達國家的消費者，還存有很大期望，否則升值是理所當然的一步。我們注意到人民幣遠期合約價格正加快上升，反映市場預期人民幣兌美元將在12個月後及2年後，分別升值3%及8.3%。

人民幣會否升值，對投資者很重要。現時，市場普遍博弈人民幣會轉強，若真如市場所料，對股票市場是個好消息。

人民幣轉強利環球製造業

會幾何時，日圓轉強，對股票市場是個好消息。當時，日本的工業很有競爭力，日資公司如豐田、新力在質素和價格上均具競爭力。每一次當日圓下跌時，日本產品便變得很吸引，變相打擊了歐美的工業產品及企業利潤。相反，當日圓上升時，日本的產品變得相對沒這麼吸引，利好歐美的工業。日圓的走強與環球股市表現向好，曾經有密切的關係，直至近年中國崛起，才出現變化。在1994年初，中國把匯價由每美元兌5.8元人民幣，貶值至8.6元人民幣，帶來亞洲一浪又一浪的通縮潮，及後席捲全球。最後，強者適應了新的遊戲規則，生存下來，外國企業利用這機會把低成本的工序外判至中國，令它們既能提升利潤率，又能把生產風險轉嫁到中

國的廠商。

今天，人民幣轉強將會是一個大喜信息，不僅全球製造業的競爭力因此而得到改善，更重要的是這顯示內地鼓勵本土消費者成為推動經濟的火車頭。多年來，中國保持人民幣匯價在低水平，補貼了出口商，但同時犧牲了內需。歐美消費者未來幾年要勒緊褲頭，很自然地，出口的模式不利於的當前形勢。

美加息後 人民幣料加快升值

那麼，我們到了人民幣大升值的關鍵時刻了嗎？對此，我並不肯定。除非美國總統奧巴馬在此次中國之行，能有一些實質好處給予中國政府，否則中國政府有什麼理由在當前的外交壓力下讓步，讓人民幣顯著升值呢？若要北京作出讓步，美國需要有一些東西作為交換。但今時今日，我不知道美國能給予中國什麼東西。而且，若內地真的讓人民幣大幅升值，美國把利率保持在接近零的水平，內地便要冒熱錢大量流入及鼓勵本土企業積存美元債務的風險。因此，我認為在美國加息後，中國會接受加快升值步伐。

我覺得人民幣已預備好加快升值，但市場的憧憬可能快了一些，現貨市場的匯價大概要到明年年初才上升，一旦發生，環球的牛市注上強心針。