



國際視野

Pierre Gave
Gavekal亞洲區研究部主管

中國貿易料先低後高

上星期，我們看到了另一批中國經濟數據，它們都顯示中國經濟正在穩定復蘇。今年1月至2月，中國的工業產值按年增加21%，比去年12月的按年升幅19%還要高一點。儘管很多人擔心中國經濟存在泡沫，這個增幅絕大部分只是反映了去年同期的基数低，而非經濟過熱。再者，今年1月至2月的實質固定資產投資增長亦大幅放緩，由去年同期的34%，放慢至23%，主要因為銀行收緊借貸。我相信，當談及中國的經濟增長時，有3點值得注意。

去年基数低 經濟未見過熱

第一，中國的貿易盈餘今年上半年將會繼續收縮，但下半年會快速回升。為了消除農曆新年假期引致的數據扭曲現象，我將今年1月和2月的數據合併計算。表面上，進出口數據增長很驚人，但對於過熱一詞，我們還是比較謹慎。因為去年同期的基数低，推高了今年的進出口數據的增長率。事實上，2月份的出口經季節調整後，比1月份減少了2.2%，反映了外國的需求仍然疲弱。相反，受惠於內地的強大需求和商品價格高企，2月份的進口比1月份增長了6.3%（1月份是按月下跌0.9%）。我預測在整個上半年，中國的進口增長率都會高於出口增長率。

因此，在上半年，中國的貿易盈餘將大幅縮小。這對北京政府來說，是好消息，因為它正在抵抗國際間要人民幣升值的壓力。今年1月至2月，中國的貿易盈餘下降至210億美元，比去年同期大幅下跌了50%。貿易盈餘減少的趨勢，還會一直持續至6月為止（因為去年6月，中國的進口開始強勁反彈）。但隨着進口增長率在下半年縮小，貿易盈餘將會在下半年強勁反彈。

料貿易6月後回升

以全年計，我們估計，中國的出口今年將會增長12%，進口則會增長15%，全年貿易盈餘為1950億美元，略少於去年的1960億美元。假設全年的GDP名義增長為12%，我們估計貿易盈餘對GDP增長的貢獻為4%，略低於去年的4.5%。

第二，通脹壓力將會繼續增加，但在今年中之前，不會加息。中國的一般通貨膨脹率（包括能源和食品）正在快速上升。中國國家統計局表示，今年2月份的消費物價指數（CPI）比去年同期上升2.7%（去年同期為下跌1.6%），主要是反映了食品價格按年上升6.2%。食品價格急升，是受到農曆新年假期間的額外需求及中國北方大雪的影響。雖然某些上升驅動力會在3月份消失，但整體的通脹壓力仍在增加。

若按月來計算，2月份的消費物價指數比1月份上升了1.2%，而1月份的消費物價指數則只是按月上升0.6%。而且，非食品的價格亦連續第3個月上升。生產物價指數（PPI）和原料價格亦分別上升5.4%和10.3%，兩者都是不太受農曆新年假期影響的。

更重要的是，中國的擴張性貨幣政策是注定會令通脹上升的。在中國，M1的增長率是一般通貨膨脹率的最佳領先指標。雖然M1的增長率已由1月份的39%，放



外國需求弱，中國出口未有大起色，但內地需求強勁，進口見增長，因此今年上半年，中國的貿易盈餘料大幅縮小。圖為內地一進出口碼頭。
(資料圖片)

緩至2月份的35%，但仍然比2003年至2007年的平均水平17%要高得多。

在2004年至2008年的上一個通脹周期，M1增長率約比消費物價指數高出1.4%。今年即使部分增幅被貨幣流通速度下降抵消了，但到了今年中，預料消費物價指數至少仍會上升至5%至6%。勞工市場緊張，亦會帶來額外的通脹壓力，因為工資的升幅可以超過生產力的升幅。

通脹風險比政府預期高

總括來說，中國今年的潛在通脹風險，要比中國政府說出來的高得多。北京政府將控制通脹視為今年3大關鍵工作之一（其餘兩者為保持8%的GDP增長率，以及調整經濟結構）。它的目標是將消費物價指數的升幅控制在3%。最近，總理溫家寶承認，收入分配不均、政府官員貪污，再加上通脹，將會損害社會穩定，以及削弱國力。但北京政府仍然喜歡使用行政上的收緊措施（透過提高銀行的存款準備金率，以及收緊貸款配額），多過加息，至少短期內是這樣。

今年2月份的新增貸款減少至7000億元人民幣（1月份為1.39萬億元人民幣）。1月和2月合計的為2.1萬億元人民幣（去年同期為2.7萬億元人民幣），約佔全年新增貸款目標7.5萬億元人民幣的28%。由於中國的銀行習慣在前期批出較多貸款，全年新增貸款7.5萬億元人民幣的目標看來是可望守得住的，所以北京政府只會將加息視作最後的手段。

第三，儘管仍然混亂，中國的房地產市場已開始冷卻。中國的房地產市場現況究竟怎樣？上星期看過《金融時報》和《華爾街日報》的讀者可能會覺得，兩份報章寫的好像是兩個截然不同的市場。

這視乎你相信中國國家統計局的官方數據——今年1月和2月售出的住宅樓宇面積比去年同期增長39%；還是私營的「搜房網」（www.soufun.com）的數據——在1月份賣出的住宅樓宇單位數目按月下跌46%，在2月份再按月下跌49%。

這種信息混亂，是源於中國國家統計局和「搜房網」乃使用不同的數據來源。中國國家統計局是向地產發展商收集它們賣出的住宅樓宇面積的數據，這樣出來的數據相對完整和一致。但國家統計局對這些數據的質量沒

有多少控制，這些數據也有嚴重滯後的現象。另一方面，「搜房網」則向負責記錄正式交易的住房和城鄉建設部屬下的地方當局，購買銷售單位數據。這些數據較為及時，但往往卻不齊全。兩套數據都有它們的優點和缺點——雖然值得留意的，是國家統計局的數據沒有顯示到2009年12月人們瘋狂入市，而「搜房網」的數據就清楚顯示了。事實上，兩套數據近期的差異，並不像數字表面上看來那麼大。

數據反映樓市已大幅冷卻

「搜房網」的數據顯示，今年1月和2月賣出的住宅樓宇單位數目大跌。而國家統計局的數據則似乎顯示，市場情緒仍然很好。但是，國家統計局的數據亦顯示了，售出的住宅樓宇面積的增長率自2009年11月達到最高峰後，已經快速回落。按年計的高增長率，只是因為2009年初的低基数，而非反映需求強勁。

因此，國家統計局和「搜房網」的數據都顯示，中國房地產市場的交投已大幅冷卻。這亦與中國最大的上市地產發展商萬科集團的數據相符，後者的數據顯示，今年1月和2月賣出的住宅樓宇面積比去年同期下跌8%。其他數據亦顯示，中國的房地產市場正在冷卻。以價格來說，國家統計局的指數仍然按年上升了11%，但這包括了一個滯後的時差。此外，按月比較的樓價增長年率，亦已由去年12月的18%，減慢至今年2月的11%。

雖然在今年1月和2月，建築、新屋動工和地產固定資產投資全部都按年增長超過30%，但主要都是因為去年的低基数。建築的速度明顯是比去年下半年的火紅時期放慢了。

樓市健康 料樓價跌幅溫和

樓市的情緒正在轉移。在去年初，樓價開始暴漲，因為中國政府推出了一籃子的刺激經濟措施，以及買家重新入市。現時，則是在這個周期的相反之處——政府已推出了一些有目的的措施來壓抑投機活動，同時流入地產發展商口袋裡的金錢亦開始放緩。

在未來幾個月，銷售增長率可能會大幅放緩。但這並非預告中國的房地產市場將會崩潰，因為新屋的庫存維持在低水平，而地產發展商亦沒有現金流的壓力，所以樓價跌幅可能只是溫和的。