

不憂打壓樓市再導致失衡

中港股市還看資金去向



國際視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

中國打壓樓市這麼引人關注，是有兩大原因。首先，中國的物業市場波動性甚大，當中國政府採取寬鬆的政策時，它往往會升過了頭，直至中國政府採取緊縮的貨幣政策時，它又會跌過籠。其次，雷曼兄弟公司破產後的黑暗時期，是中國令全球經濟增長的引擎保持運轉（中國去年的經濟增長達8.7%，入口依然強勁，還佔了全球首次招股上市集資額的一半以上等等）。現在，歐洲的情況正令全球經濟不寒而慄，中國會不會再次有所行動？

正如以往一樣，中國領導人的表現令外間寄予厚望。但是，他們也面對着非常微妙和難處理的局面。大多數人還記得，在2007年底，北京嚴厲打壓房地產市場，結果，在2008年第一季，住宅銷售量大跌；隨後，在2008年第二季，鋼鐵、水泥和重工業的需求隨之大幅下滑。這些都在雷曼兄弟公司破產之前發生，雷曼兄弟破產後，市場更是雪上加霜。

內地壓樓市 因槓桿漸高

當然，北京其後使出了渾身解數來扭轉形勢，包括4萬億元人民幣的刺激經濟計劃。環球經濟亦受惠不小，單單從中國近期的入口屢創新高便可以看到；相比之下，美國的最新入口數字也只是回到2006年的水平！

直至上月中，中國政府對住宅樓價急升仍然相當謹慎，害怕重蹈2007年至08年過度收緊的覆轍。但是，自4月

中開始，我們看到中國政府非常堅決、果斷地轉移至高度限制性的政策。這可能是因為愈來愈擔心地產市場的高度槓桿化。

在2002年至09年，中國人買樓，樓價平均是三分二用現金，三分一做樓宇按揭支付。但到了2010年第一季，這比例卻倒轉了，換言之，是只用現金支付樓價的三分之一，樓價的三分二卻要倚靠按揭貸款。

其他行業增長 可抵消地產下滑

我們亦相信，中國政府已胸有成竹，地產板塊的下滑，將會由其他經濟環節的增長來抵消，包括：

1. 出口。今年至今，中國的出口增長是超過預期。儘管歐洲市場可能會轉弱，在美國和新興市場的經濟勢頭向好的情形下，中國的出口今年將可以達到5%至10%的結構性增長。
2. 政府刺激建築活動的能力（從而帶動鋼鐵、水泥等的需求）。
3. 其他方法，例如建設廉價住宅。

非不得已下才會加息

考慮到這些因素，我們相信，中國今年的緊縮政策將會有以下特點：

1. 地產業將會繼續面對嚴厲的限制，預期至少會持續6個月。
2. 銀行的存款準備金率將會因應外國熱錢流入，而按比例上調。
3. 加息將是最後一着。眾所周知，加息將會提高借貸成本，並非有彈性的調控工具。因此，我預期中國人民銀行會盡量將這一招備而不用。我估計，中國今年內甚至有可能完全不加息。除非是消費物價指數（CPI）的升幅超過5%，而還未見頂，否則，中國不會加息。
4. 中國今年的新增貸款將會保持在7.5萬億元人民幣的水平。上月的新增貸款數字比預期大，令人擔心銀行業失控，但我們不應忘記，當中有一些季節性因素。畢竟，中



樓市受壓，將由其他經濟環節的增長來抵消。筆者相信中國將維持平衡，經濟仍高速增長。然而，這不代表股市看升，還是取決於資金多少。圖為內地日前舉行的花車巡遊中，有人以「俺老孫（孫悟空）本事再大，也大不過這房價」的標語諷刺樓價。

（資料圖片）

國每年的貸款需求通常都是在季度前期較吃重。

5. 原先迫在眉睫的人民幣升值問題，現時又離開了桌面，這次是因為歐元的匯率不斷下跌。若美元繼續上升，人民幣實際亦會跟隨上升。這樣，便沒有太大的需要去重估人民幣兌美元的匯率。相對本土的政策，匯率政策從來都不是優先的措施。

很明顯，在可見將來，中國領導人一定會收緊政策。但是，以中國領導人的往績看來，我們有理由相信，他們將能夠維持微妙的平衡，在防止資產泡沫的同時，保持經濟高速增長。

中國經濟樂觀 不代表股市升

換句話說，我不太擔心，中國的經濟增長會出現全面的放緩，從而拖累到全球，好像現時的歐洲那樣。但這是否意味，我們可以大舉買入中國企業的股票？那又不是。雖

然一般來說，我對中國的經濟增長抱樂觀看法，但我發覺，很難找到催化劑，將之轉化成股市的升浪。

這是因為，中國股市基本上只是游資多少的反映，而現時游資正在減少（因為收緊銀緊政策）。

除此之外，還有農業銀行計劃首次招股上市（IPO），以集資300億美元；以及一些已上市的銀行計劃供股集資（以提高資本充足比率等），合共又要300億至400億美元。由現在起，到未來至少6個月，中國股市的游資都不會增加。

同樣的估計亦適用於香港的股市。個人認為，恒生指數受到環球游資對中國經濟增長預期的反應的影響，遠遠多於受公司市值、企業盈利和宏觀經濟情況的影響。當所有數據都顯示中國的經濟增長正在放緩時，香港倚賴極重的地產市場亦有可能面對艱難的日子；同樣地，亦不能對在港上市的中資股過度樂觀。