

中國通脹料持續升溫

GDP增長放緩至年底

**國際視野**Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

前一個星期，中國再公布了一批重要的經濟數據。第一眼看來，絕大部分實質經濟指標在4月都開始放緩，但通脹壓力仍然上升——包括商品和物業價格。這兩個趨勢看來會在這兩三季持續，GDP增長率預料會由現時的10%至11%，放緩至今年底的8%至9%；通脹則因為最低工資調整，在夏季進一步上升。以下這些發展均值得留意：

一、通脹受加薪支持

中國政府將大部分的消費物價指數（CPI）增幅，歸咎於短期的蔬菜供應短缺。但我相信，工資上升亦對通脹上升提供了中等程度的支持。

中國社會科學院的經濟學家發現，外省民工的工資去年上升了10%；並估計全國每年的新增勞動力，將由2005年至2010年的平均每年740萬，減少至2010年至2015年的平均每年310萬。

新增勞動力供應減少，將會令工資平均加幅更大。而且，在今年第1季，已經有7個省將最低工資提高了13%至20%。由於官方的最低工資調整通常滯後於市場工資的趨勢，這正顯示出，實質工資也在上升。

工資加幅強勁是健康的，因為這反映了工人的生產力增長強勁。這將會引致收入再分配至家庭，從而在中期推動消費。短期來說，貨幣壓力可能會令消費物價指數升幅由4月的2.8%，升至夏季中期的4%至5%。

二、房價見頂 小心下跌

比較嚴重的通脹風險是樓價。正如幾乎所有主要報章報道，中國全國的樓價指數在4月出現創紀錄的12.8%按年升幅；按月升幅換算年率則上升至16.8%，比3月的13.2%還要厲害。但是，在第一線的大城市，政府新推出的調控樓市（4月中發表）的衝擊，將會在5月份的數據中顯示出來。

深圳的樓價升幅在2007年至2008年間跑贏全國，但近

內地未來兩季物價料繼續上揚



來已開始放緩。初步數據亦顯示，北京市的成交量和成交價在4月底都急劇下跌。

但是，有兩個因素，令到地產發展商和中國政府之間的這場角力將會維持好幾個月。首先，地產發展商早已預料到政府會推出壓抑樓市的政策，所以已建立了龐大的現金和土地儲備。因此，它們可能會在未來幾個月堅拒減價。

其次，很多人都相信，中國政府新推出的「限房政策」，將會在樓價最高的沿海城市嚴格執行；但在內陸的二、三線城市，卻會寬鬆地執行，因為那些地方的樓價還較低，地方政府仍然希望刺激建築活動。這種執行尺度的偏差，可能只是將地產泡沫由一線城市轉移至二、三線城市。

中國政府一定要想出一套平衡和微妙的方法，一方面可以冷卻樓價上升；另一方面，又不會引致建築活動和重工業的需求大跌（在2008年的壓抑樓市周期中，就有這兩種現象）。

若樓市重複2008年的模式，今年的樓宇成交量可能會比去年大跌30%之多。中央政府將會維持購買首間住房的優惠政策，並會對地方政府施加更大壓力，要它們興建受資助的廉價房屋，以及維持基建開支，以減輕衝擊。

整體來說，我估計，由樓市帶動的工業增長放緩，將不會像2008年般嚴重。但建造業的增長在未來幾個月一定



筆者認為，內地發展商早預料中央出手壓樓市，所以已建立龐大現金和土儲，他們可能堅拒減價，這場角力恐怕會維持好幾個月。圖為內地日前一樓盤展銷會上，工作人員將模型搬入會場。（資料圖片）

會放慢，商品需求更會出現下降。幾乎可以肯定的，是中國鋼鐵的淨出口將會突然增加（其價錢比亞洲其他地方生產的鋼鐵每噸要便宜100美元），然後繼而減少產量。

三、加息與人幣升值預期降

儘管有通脹壓力，我相信，要到第3季後期或第4季，才有可能加息。除了加息之外，中國政府還有很多調控工具，例如對銀行貸款施加更多限制，以及提高存款準備金率等等。

為了控制通脹，有關當局會逐步減少信貸增長，限制過熱的行業的投資活動，以及提高存款準備金率。除非CPI按年升幅超過5%，並維持上升的趨勢，否則人行應不會加息。人民幣升值已暫時擱置。因為歐洲的債務危機一日未解除，歐元的下跌趨勢未停止，中國都希望維持人民幣穩定。

四、出口增長穩定溫和

中國的出口已回復穩定但溫和的增長。出口板塊的相對健康，正是中國政府敢於推出壓抑樓市措施的原因之一。經過季節性調整後，4月份的出口按月增長11.4%，進口則按月增長6.9%。這是自從2009年9月以來，單月出口的按月增長首次超過進口的按月增長。

中國在3月份錄得72億美元的貿易赤字後，4月份已回復到溫和的17億美元貿易順差。加工進口由第1季的按年增長56%，回落至4月份的按年增長45%，反映出未來3至6個月的加工出口增長將會放緩（中國的加工出口約佔總出口的一半）。

再者，在剛過去的廣交會中（廣交會乃傳統輕工業出口品的寒暑表），達成的出口貿易額比2008年下跌10.3%。4月份的原料入口量亦比3月份微跌，但仍然處於高位。4月份的鐵礦石入口量是5500萬噸，比第1季的每月平均入口量高出6%。4月份的銅和鋁入口量，亦分別比第1季的每月平均入口量高出22%和9%。我們維持之前的預測，中國在2010年的貿易盈餘將為1250億美元，比2009年減少三分之一。

從結構上看，中國正進入一個GDP每年增長8%而平均通脹則為4%的可持續發展周期。這對現時的中國股市有何意義呢？

很明顯，中國的股市已處於過度拋售，若短期內出現反彈，並不令人意外。但是，中國的股市反映內地的游資多少，多於企業盈利和增長潛力。因此，只要中國政府繼續收緊貨幣政策，我認為，都應該要小心中國的股市。但是，若這政策一旦改變，從基本因素來說，這將是一個壯觀的牛市。