

中國降溫力度未夠

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

當上周中國宣布再提高銀行的存款準備金比率0.5個百分點時，市場都將之視為中國決心為經濟降溫的另一信號。但當11月份的一連串經濟數據公布後——貨幣供應按年增長19.5%，消費物價指數（CPI）上升5.1%，工業生產增長13.3%，全部都超出預測，那緊縮的計劃看來相當脆弱。

中國政府透過多次提高銀行的存款準備金比率，已經在銀行體系中凍結了18.5%的存款（小銀行為16.5%），比2007至2008年度的17.5%還要高。但是，當年也曾4度加息，結果消費物價指數還是升破了5%。

這一次中國政府似乎想盡量避免加息，儘管通脹的威脅很明顯，中國只曾在10月加息一次。為甚麼中國人民銀行這麼努力的避免提高借貸成本？估計可能是因為以下的原因：

三大原因 令中國不願意加息

一、與西方國家的「狂印銀紙」劃清界線。其中一個解釋是，中國政府擔心，加息會吸引到更多熱錢流入。因為現時中國和經濟合作與發展組織（OECD）成員國的息差，已經比以往幾個經濟周期為大。

換句話說，中國歸咎西方「印銀紙」（濫發貨幣），造成它的通脹問題，因此不想其貨幣升值或者息差擴大，以免投機者得益。

二、不惜一切，為了經濟增長。中國人民銀行不願意加息，也拒絕讓人民幣加速升值，可能是總理溫家寶的認沽期權仍發揮作用。這意味著，不惜任何代價來維持經濟增長，仍然是溫總理的指導原則。以往這種態度，曾經令中國的貨幣政策跟不上形勢。

若真的是這樣的話，短期內將會看到資產泡沫；明年則會看到災難性的通脹，令經濟硬著陸。至於長期影響，則是再一次延遲推行結構性的改革。而且，由於人口結構變化，通脹已不單只是周期性的問題。中國不願意或者無能力處理



中國人民銀行不願意加息，也拒絕讓人民幣加速升值，可能是總理溫家寶的影響力仍大的信號。這意味着，不惜任何代價來維持經濟增長，仍然是指導原則。

通脹問題，將會對其經濟產生長遠和破壞性的影響。

三、中國領導人有理由相信通脹只是短暫現象？以貨幣供應M1的增長和通脹的典型關係（圖）來說，通脹應會在未來幾個月下降。但當然，只看以往的相互關係並不安全。特別是，現時正處於歷史上少有的情形——全球大多數國家的政策利率都處於歷史低位。

行政層面出手 治樓措施蓄勢待發

或許中國現時正準備在行政層面推出一些大動作——特別是，可能推出新一輪的遏抑樓市措施（如徵收房產稅，進一步收緊地產發展商的信貸額等等）。畢竟，中國政府近期已將其保障房的目標，由2010年的580萬間（已經比2009年的280萬間增長了一倍），提高至2011年的1000萬間。

但若地產商仍然是拿著一大堆鈔票來投地的話，中央政府可能得不到地方政府配合推行保障房計劃。若中央政府計劃對地產商展開新一輪的打壓，它可能會避免同一時間加息——這就有如經濟合作與發展組織（OECD）成員國避免同時削減財赤，以及推行緊縮的貨幣政策一樣。

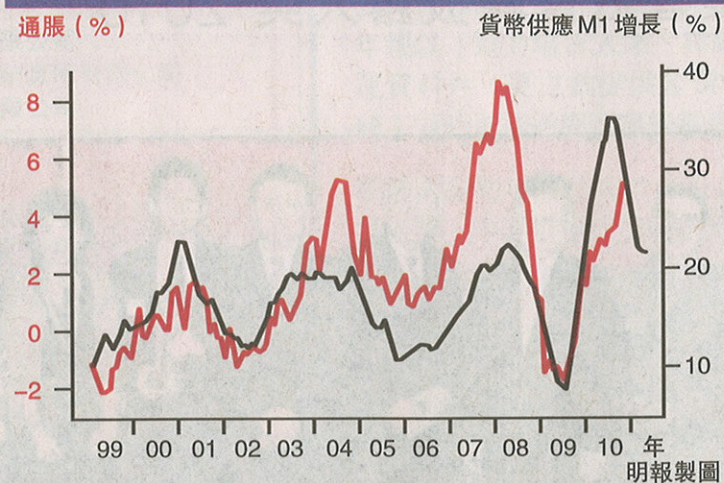
下一輪復蘇 新興國恐跑輸歐美

總結來說，我們有以下的結論：

一、由於中國緊縮經濟的速度還是不夠快，中國經濟將會過熱，貨幣將會升值。

二、通脹率即將達到頂點，讓中國保持在稍為收緊的路線。但這仍然有很多不確定的因素。這

中國M1增長與通脹



正是為何在下一輪經濟復蘇中，新興市場的表現可能會遜色於美國和其他發達國家。

展望將來，再調高銀行的存款準備金比率，作用已不大，因為那主要是限制熱錢進一步流入，而非「掃蕩」銀行體系內現有的流動資金。

經過兩年的寬鬆貨幣政策，現時限制貨幣增長的關鍵是收緊信貸。中央經濟工作會議的政策制定者早前重申了中共中央政治局的聲明，貨幣政策將會由「適度寬鬆」調整為「穩健」，並補充說，要優先穩定整體物價水平。

會議沒有為信貸增長及貨幣增長定下特別的目標，但若要控制通脹，收緊信貸額和加息都是需要的。此外，會議的政策制定者表示，會更加關注收窄貧富懸殊，因為最受物價上升打擊的，就是低收入的一群。

再調高準備金率 作用已不大

房地產市場方面，儘管已推出多種緊縮措施，樓宇的售價和銷售額仍維持在高水平。今年11月份，內地的樓價按月上升的年率達到3.6%，這已是連續兩個月出現按月上升。

今年11月份的樓宇銷售額按年上升15%，與9月和10月的16%至17%相若。而11月份的住宅樓宇貸款亦達到1900億元人民幣，明顯高於10月份的1660億元人民幣。換言之，9月底推出的新一批措施已明顯失敗，未能令樓市降溫。

期待已久（或擔憂已久的）的房產稅現時應該在認真考慮中。若你是中國的房地產發展商，明年將會是充滿挑戰的一年。