

勿寄望下半年調控鬆綁

國際視野



Pierre Gave
GaveKal亞洲區研究部主管

與很多證券經紀幾個月前的預期相反，中國的股市過去幾個月表現得了無生氣，自4月18日以來，已下跌了10%。這是有多個原因的。

首先，最近有相當多數據指中國的經濟增長將會放緩，但卻很少有迹象顯示，中國即將停止緊縮政策。

負利率及泡沫 令政府難安心

畢竟，內地的實質存款利率仍然是負數（因為通脹高於名義存款利率），而且還要面對這麼多資產泡沫（特別是房地產），內地政府有很大機會，在今年下半年繼續逐漸加強緊縮政策（金管局前任總裁任志剛也是這樣看）。

對於一些預期內地的緊縮政策快將結束，內地股市隨之就會反彈的投資者來說，這當然是令人氣餒的。

那麼中國的通脹方面會否放緩？關於中國的通脹前景，有兩個主流但分歧的趨勢。

不加電價 扭曲市場

1. 電力短缺以及因為價格管制而引致意想不到的後果。

今個夏天，中國正面對7年來最嚴峻的電力短缺，估計缺電多達40GW至50GW（1GW代表十億瓦特，1GW=1000兆瓦=100萬千瓦），比2004年的30GW還要多。這個嚴峻的情況，而政府又堅持不加電費以免令通脹惡化。缺電問題其實很易解決，只要跟隨煤的人口價來提高電費，令電廠可以在不虧損下增加發電量（它們其實還有很多產能）。

但這種政策引起投資者恐慌。第一，這顯示了，以

基建成就為榮的中國大陸，寧願像生產香蕉的中美洲小國般忍受間中停電，也不願提高電費以解決缺電。第二，這亦提醒了大家，政府仍然在高度扭曲市場，增加了風險。（即使中國向發電廠提供補貼，以抵消煤價上升引致的電廠虧損，但對投資者來說，也不是令人安心的解決方法）。

2. 食品通脹會否回落？

食品佔了中國消費物價指數（CPI）中超過三成。因此，豬肉價格最近大升，就有如火上加油。不過，菜價正在下跌，而穀物也預期會豐收。

去年12月和今年1月曾有人擔憂，中國50年來最嚴重的旱災，將會令小麥的收成減少。但最新的調查顯示，中國今年的小麥收成至少可以達到去年的水平，甚至有可能更高。

通脹料可逐漸回落

中國的媒體亦引述非官方的報告稱，2010至2011年度的玉米產量將會按年上升8%，達到1.773億噸。這將會比原先預期的1.725億噸還多一點。這將會令2010至2011年度的玉米產量比需求多出600萬噸，而在2009至2010年度，這數字只是200萬噸。（因此，這減低了中國今年大規模輸入玉米的機會。）

經濟放緩 裸泳者現身

我們認為，在一兩個月內，CPI就會回落。我們根據的，是CPI與貨幣供應M1的增長的相互關係（圖）。

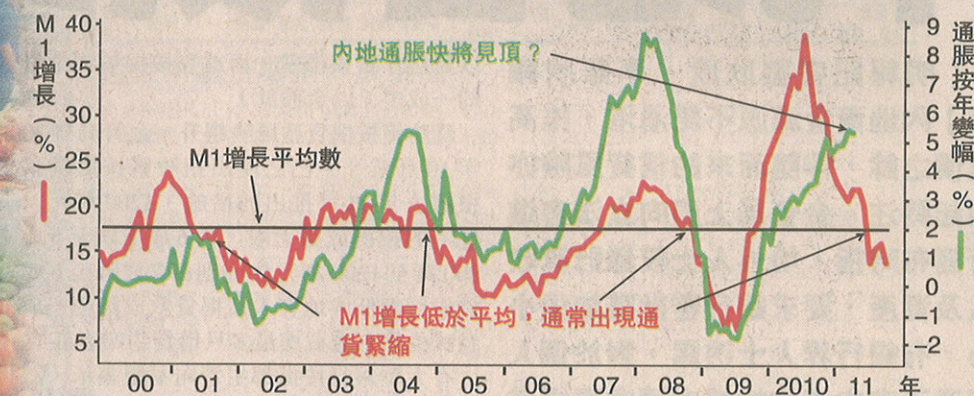
但是，這並不一定意味緊縮將會結束。事實上，我們繼續認為，有理由相信，內地政府已準備好接受略低的經濟增長速度，以換取較平衡和較健康的經濟增長。這意味着，在中期內，資金成本將會上升。

說回股市，有一點很有趣的是，有一批與中國有關的中小型股票（雖然是在美國、新加坡、香港等地上市）最近都下瀉。正如股神巴菲特的名言：「只有在潮退時，你才知道誰人在裸泳。」

在中國，「裸泳者」有很多種——不只是那些需要不斷獲得現金以保持營運的公司，還有那些倚賴政府



內地貨幣供應M1與通脹走勢



眷顧的公司。因為中國的緊縮經濟措施經過精心安排，並不只是在貨幣政策方面，而是包括更廣泛的行政措施，涵蓋房地產、電力、零售食品價格等等。

在緊縮經濟的周期內，經常都會出現嚴打企業貪污、不正當行為的事件，後者會對商業環境產生連鎖反應。例如，原鐵道部長劉志軍，因為涉嫌貪污而需接受調查，在2月被免職之後，鐵路建築合約最近就急跌了。

這些嚴打活動可能會令政府的採購計劃進度放慢。或許，這也解釋了在納斯達克上市的光纖公司 Finistar 最近為何向分析員表示電訊訂單大跌。

當然，投資者的積極性和媒體的調查亦會引爆出一些潛在的醜聞。因為會計師辭職，而令某些不正當行為曝光的公司包括：在紐約上市的廢水處理設備生產商大連綠諾環境工程科技有限公司（Rino International Corporation）、金融資訊技術服務供應商東南融通（Longtop Financial Technologies Limited），以及自稱是中國最大巴士電視廣告商的中國高速頻道公司（China Media Express Holdings Inc., CCME）。

這些公司及其他案例，令美國證券交易委員會成立了一支特別隊伍來調查中國公司。同時，在香港，媒

體亦正在跟進一些本地上市的中資公司的問題帳目。

政府媒體揭問題帳目

當投資者情緒緊張時，這些負面新聞的擴散效應可以非常快速和具破壞性。例如，中國國家審計署在其中一份定期報告中，指出了17間國有企業的2009年財務報告中的不妥之處。這包括了中國遠洋運輸（集團）公司（COSCO）這類有分公司在外地上市的大公司。消息被報道後，那些分公司的股價迅即大跌，雖則它們並不國家審計署的調查報告之內。

細價股和透明度較低的公司就更加容易受到醜聞的影響。媒體特別喜歡對一些以往曾被質疑的公司窮追不捨。例如，在某周刊的負面報道之後，超大現代農業（0682）的股價在上周四就大跌了22%。

另一家公司瑞金礦業（0246）亦在某報章指其會計帳目可能有問題後，在上周五開市前宣布停牌。

但是，在聽到這些負面新聞之餘，大家亦不要忘記，自2005年以來，中國公司在美國首次招股上市的數目已增長了256%。因此，儘管我預期中資股的流動資金狀況可能仍然較艱難，投資者亦應該記得，並非每家中資公司都是由「裸體主義者」來決策。