

內地通脹見頂 言之尚早

國際
視野Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

近期的數據顯示，中國的通脹繼續上升，6月份的通脹已升至6.4%。不過，由於一般預料，這數字已接近見頂，人們大多樂觀地認為，中國的緊縮貨幣政策很快就會過去。可是，我們對於通脹即將見頂的說法，有多少把握？

的確有一些迹象顯示，中國的通脹正在放緩。例如，6月份的食品以外的消費物價指數（CPI）按月計就只是持平，而沒有上升。官方的「採購經理指數」（PMI）中的購進價格指數，就由2月份的70.1，急降至6月份的56.7。

通脹有可能變得更棘手

一般認為，「生產者物價指數」（PPI）和「消費物價指數」（CPI）會比購進價格指數滯後大約3個月。此外，樓價按年計亦變得持平了很多，儘管銷售數字有反彈迹象。

但是，亦有一些令人擔憂的信號，顯示通脹有可能會變得更加棘手：

1. 貨幣指標未必能夠顯示整個圖像：

中國的貨幣供應M2的增長率已下降至以往的每月平均增長15%至17%。而包括股票和債券集資的季度全國融資的新指數，看來亦步入正軌，其走勢符合全年增長放緩的目標。這些指數顯示通脹正在放緩——但我不大相信，它們能準確反映全部的貨幣供應。

事實上，在監管機構的視線以外的地下融資活動，可能正是消費物價指數上升的主要推力之一。

中國銀行業監督管理委員會在6月底通過法律草案，規定銀行要更加留意財富管理產品的風險（編者按：這類理財產品不少是銀行曲線放貸的渠道）。而《上海證券報》最近亦報道，銀監會會禁止它認為風險過高的產品。

但是，資產負債表之外的貸款在今年首季按年下跌了14%之後，上半年合計卻按年上升1%。因此，很

難知道這些在監管機構視線以外的地下融資活動，其實給中國經濟注入了多少游資，以及令貨幣流通速度加快了多少。

2. 豬肉供應問題仍未解決：

由於流動性仍然是內地通脹的最重要因素，當貨幣供應增長足以令需求上升時（若消費者有足夠的額外金錢，便可以支付較高的食品價格，而毋須削減其他方面的開支），食物供應問題亦足以引致消費物價指數（CPI）上升。

在6月份，內地的豬肉價格就按年上升了57%之多，在整體通脹之中佔了1.4個百分點。豬肉價格的走勢似乎是，每3年就因為供應變化，而重複一個「谷底→見頂→谷底」的周期。而供應變化則通常是豬農對於價格變動的過度反應。

豬肉對玉米的價格比例最能反映豬農的利潤。這比例在2010年中已經升過了收支平衡點，之後即繼續上升。這意味着豬農有動機去養更多豬，這最終將會令豬肉供應增加。

內地的豬肉價格已經上升了一年，根據以往的經驗，上升周期可以長達兩年。而豬肉產量已經由2009年的按年增長6%，放緩至2010年的按年增長4%，再變成今年上半年的按年下跌0.5%。

因此，從產量和過往經驗來看，豬肉價格還會上升一段時間。這解釋了，內地為何推出了一些短期措施，好像將冰凍豬肉儲備推出市場，以及屠宰儲備的活豬等等。

物價因素透明度偏低

凡此種種，都可以歸納為影響消費物價指數的因素透明度偏低。那麼，這對未來的貨幣政策有何啟示？

撇開強勁物價增長數據不說，很多投資者仍然相信，中國已接近緊縮周期的尾聲。因此，他們認為，內地股市很快就會反彈——畢竟，在過去10年，A股上升的主要驅動力都是游資。

但是，緊縮貨幣政策結束，並不一定意味着寬鬆貨幣政策開始。事實上，我們相信，緊縮貨幣政策現時會暫停，讓內地政府同時評估一下內地和外部環境的風險。

事實上，美國和歐盟經濟現時正在懸崖前搖搖欲墜，內地的領導人是不可能不知道的。但是，經濟仍在高增長、樓價上升、豬肉供不應求以及消費物價指數偏高的情形下，內地本土的風險看來仍然要優先處理。因此，除非經濟增長放緩得更明顯；否則，是不



筆者認為，內地通脹問題仍存在很多不確定因素，甚至可能變得更棘手。因此，短期內，內地政策未必會變得寬鬆。圖為內地商店。

（資料圖片）

可能轉行寬鬆的貨幣政策，反而緊縮貨幣政策有機會再開始。

似有寬鬆迹象 但說服力不足

然而，很多市場人士仍然看到一些心照不宣的寬鬆動作在進行中（雖然這「共識」並不像兩個月前那麼強）。有些客戶和評論員就密切注視傳言，看看有沒有一些迹象，顯示一個微妙和逐漸增加的寬鬆周期開始。好像2010年初緊縮周期開始時，內地政府也沒有任何宣布。他們認為，以下的都屬於寬鬆的迹象：

1. 內地政府提升了中小企融資問題的優先程度。人民銀行最近就宣布，流向中小企業的信貸額度有改善。

2. 社會保障房的發展商可以向銀行貸款，以及容許地方政府投融資平台公司（LIC）為了社會保障房而發行債券。

3. 6月份的「採購經理指數」（PMI）和進口增長放緩，可能會被內地領導人視為應該開始放寬貨幣政策的理由。

4. 在公布6月份的宏觀經濟數據的記者會上，國家統計局大談抑制樓價措施已取得正面效果。

但我覺得，這些都不夠說服力。首先，為中小企業提供足夠的信貸，只是為了抵消中小企因為地下融資活動被打壓而減少的信貸。

其次，社會保障房是一項優先政策，它可以令政府有更大空間壓抑高檔房產市場。

第三，官員們近期的政治聲明絕對不應被視為清晰的呼籲推行寬鬆貨幣政策。

第四，內地領導人十分關心地方債的水平，不會允許銀行令這問題惡化。

第五，通脹數字仍然偏高。再者，內地政府對食品價格極端敏感，因為食品價格若處理不好，可能會引致社會動盪。

加大緊縮程度 同樣不可能

另一方面，在短期內，大幅加強緊縮程度，亦是不可能的。國務院只是決定在某些城市加強控制樓價的措施，以及擴大限購令，內地政府承擔不起摧毀樓市的代價，因為這是地方政府償還地方債的重要手段。所以，內地樓市在6月份及今年上半年增長強勁，並不是將緊縮力度加倍的理由。

第二季的經濟增長是比預期高出少許，但這反彈是因為去年同期的基數較低，以及改變了統計方式，計少了一些面對嚴峻困難的中小企。同時，6月份的「採購經理指數」（PMI）和購進價格指數放緩，顯示了並非所有經濟指標都在重新加快增長。

過去幾個月，貸款、貨幣供應M2以及整體社會融資的增長看來正步入正軌，其走勢符合內地政府的全年目標。領導人希望，可以調控到貨幣增長和通脹正常化，以及高檔物業市場減速。由於主要的通脹風險仍然處於升軌，內地可能會保持貨幣政策平穩。打賭內地會即時逆轉政策的投資者，可能要失望了。