

中國改革金融 陣痛難免

國際
視野



潘迪藍

GaveKal Dragonomics
資深經濟師

自2009年以來，驅動股市的是兩大主題：一是發達國家市場前所未有的「貨幣再膨脹」，二是新興市場國家的經濟增長。目前，兩者都在退潮。美國聯儲局主席伯南克早前證實了市場對量化寬鬆政策退市的疑慮。同時，中國實行令人震撼的緊縮措施，以遏止巨大的信貸增長。

投資者的焦慮是完全可以理解的，因為很難知道債券的孳息率和股票價格下調至什麼水平才能穩定下來。但是，我們認為，現在的調整，可能是一個全新的牛市的前奏，只不過這個牛市將有別於以往。

環球新牛市 由美國支撐

讓我們假設，中國明年的經濟增長只有6%至6.5%，而不是國際普遍預期的7%至8%。即使如此，只要美國和日本的經濟增長比較像樣，加上一個穩定的歐洲，應該已可以保證，在可預見的將來，全球的GDP增長將非常接近其長期趨勢3.5%，而且明年的增長率比今年稍高。

同時，今次的全球經濟增長沒有以往那麼依賴能源和商品，因為中國的投資已顯著放緩。因此，全球通脹(CPI)將會維持接近歷史低水平。因此，同時沽空債券、大宗商品和新興市場的投資策略，很快就會失效。如果新興市場國家通脹回落，為什麼環球債券的孳息率會繼續上升呢？

在這樣的背景下，目前沒有太多理由像1994年般拋售債券，除非中國推出龐大的刺激經濟計劃。由於環球經濟的其中一個風險，是新興市場中出現比預期更嚴峻的不景氣，所以持有G7債券還是較為有意義。

全球通脹將處低水平

當然，環球股市不會歡迎美國聯儲局退市。說句公道話，前兩輪的QE結束時，對股市也有些影響。但是，以前的QE結束形式非常不同，之前都是預先確定時間，而且是驟然施行（而非逐步退市）。

但QE3不會以這種方式結束。QE3將會繼續，

直至美國的經濟增長數據證實了復蘇勢頭非常穩健。聯儲局只是表示，它預測這種樂觀的改變會在今年遲些時候出現。我們希望，聯儲局是正確的。

歐洲和日本都會受惠於美國經濟復蘇，尤其是日本。美國的需求復蘇，將會對全球經濟增長起到支持作用。隨着美國國庫券的孳息率相對日本、德國國債等走高，美元應該會上升，歐元和日圓則下跌。這正是很多市場參與者一直希望的。

很明顯，由於熱錢返回發達國家市場，新興市場將會受到一些影響。在一些急需現金的新興市場國家，金融機構可能會出現資金壓力。不過，如果聯儲局對美國經濟增長的預期是過分樂觀，那麼QE3將會繼續全速推行。如果聯儲局的樂觀預測證實是正確的，那麼我們將會歡迎逐步地結束QE買債政策。

內地政策風險增 須調高溢價

中國方面，政府為了向國內難以遏制的投機者發出強硬信息，近期迫使銀行間的拆借市場出現流動性緊張；並且將中國經濟模式的長遠健康放在短期放寬信貸之上。在很多方面，我們都讚賞這些舉動。不過，現時仍只能在場邊鼓掌。因為對於投資者來說，這些調整將會很艱苦。

在最近內地銀行間的拆借市場出現流動性緊張之前，中國政府的金融改革已經推行了一段時間，包括銀行同業拆借市場的逐步開放。很明顯，今次事件是屬於失控——因為信貸增長過快，以及部分銀行愈來愈依賴同業拆借市場來取得資金。

中央是在經濟增長放緩和全球市場不穩定的時候，試圖為其金融體系拆彈。若信貸需求大幅放緩，以及企業大幅削減經營活動，這種突然去槓桿化會變成惡性循環。

我們預期，中國股市須有一個較高的風險溢價，直至內地的政策風險變得較為明朗。分析員將會在他們的運算模型中，輸入較高的風險溢價，即使他們已經降低了那些中資股的盈利預測。

中國企業缺資金 或干擾亞洲供應鏈

還記得，2011年第四季人民銀行收緊流動性，2012年內地企業即出現了嚴重的盈利倒退。雖然上次的犧牲者主要是國有企業，但這一次私營企



中國政府改革金融體系，對投資者來說，這些調整將會很艱苦。圖為中國人民銀行。（資料圖片）

業將會較受打擊。內地的小型銀行是中國私營企業的主要貸款者。內地政府打擊銀行同業拆借市場，小型銀行將會最受影響。若將同業拆借資金和所謂「理財產品」都計算在內，內地小銀行的貸存比率其實高達90%至100%，而不是行業平均67%。

內地的私營企業為滿足營運資金的需求，往往嚴重依賴短期資金。因此，若中國供應商到處爭奪營運資金，整條亞洲供應鏈都可能會受到干擾。對於與內地出口加工企業關係密切的地區出口商來說，這是個壞消息。若內地的緊縮周期拖長，對於那些儼如中國經濟增長寒暑表的東北亞國家來說，將會不利。

中國資本效率達歷史新低

中國的改革計劃愈有決心，這種陣痛的時間就愈長。決策者試圖提高資金在金融系統內的運用效率。要處理之前遺留下來的債務依賴問題，實在沒有「無痛」的方法。

儘管中國在過去幾年開展了很多金融改革，其資本效率實際上卻創下了歷史新低。自從在2008年達到高峰之後，中國投入信貸的每一分金錢所產出的增長卻愈來愈少。這還只是計算了銀行貸款，還未計算影子銀行爆發式的信貸。

這可能是因為，還債的負擔已開始像雪球般愈滾愈大，並愈來愈多擠佔了增長。為了逃避債務負擔的詛咒，中國可能需要在一段長時間內忍受劇痛。新一屆領導人，甚至可能準備接受自從朱鎔基退休後從來沒有見過的緊縮水平。朱鎔基擔任副總理時，就堅持在1994年至1996年間收緊信貸。