

內地信貸周期轉向 經濟料續放緩

國際
視野

潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

對於受外間（尤其是美國）的貨幣供應情況影響，亞洲各國的央行都有一些痛苦的記憶。儘管面對比幾個月前緊縮得多的財政狀況，印尼最近還要加息 50 個點子（半厘），而韓國和馬來西亞的央行也沒有減息，只是維持利率不變。

新興國家只是價格接受者

由於美國聯儲局準備逐步減少非常規的貨幣政策（是的，我們也看到了主席伯南克最新的「澄清」），新興市場國家已獲提醒，在全球資本市場，它們只是「價格接受者」（Price Takers）。

那些安然渡過最近這場新興市場風暴的經濟體，看來都是利用「重商主義」的貿易政策來「保護」自己，確保有貿易盈餘，因此不用太依賴資金流入來平衡經常帳。但是，這些有貿易盈餘經濟體，卻與發達國家的經濟增長周期高度掛鉤。

另一邊廂，則是印尼和印度這類依賴外資流入以平衡經常帳赤字的國家，已被迫採取干預措施，以保衛疲弱的貨幣。印尼吃過苦頭，知道資本市場之善變，僅僅幾個月前，印尼的 10 年期國債的孳息率還比印度的低 250 點子，但現在的價差已經幾乎完全消失。

這也表明，印尼的調整目前大致上是完成了，但仍仍然存在爆發通脹的風險。這是雅加達近年以財政手段催谷經濟的後果。這亦意味着，可能會出現一種惡性循環——更多的資金撤出印尼，該國的經濟增長前景進一步轉淡，印尼政府為了應付通脹威脅，於是推出更多緊縮政策。

台韓泰較能靠出口撐經濟

韓國、台灣、泰國這一類國家或地區，以及某程度上的馬來西亞，則面對截然不同的憂慮。它們都擁有較強的出口工業，透過創造就業和工資，以支持國內的經濟活動。若有助於經濟增長，這些經濟體可能會樂於看到其貨幣貶值。問題是，環球經濟是否强大到足以幫助其出口。

直至現時，美國樓市的復蘇還未夠廣泛和持久到可以改變亞洲的出口前景。可以看出，亞洲的出口前景非常偏向消費品。同樣，歐洲的主要出口市場是不可

能出現增長。至於日本，雖然前景有好轉，但對亞洲其他國家的影響可能只是中性的。因日本既是客戶，但同時也是競爭對手。

中國第二季的 GDP 按年增長 7.5%，比第一季的 7.7% 略為放緩，但這仍然符合預期。然而，較少人留意的 GDP 按季增長在第一季只是 6.6%，在第二季卻回升至 7%。但是，名義 GDP 增長卻又顯著放緩，由第一季的按年增長 9.6%，下跌至第二季的 8%。後者乃 2009 年以來的最低水平。

因此，你可以怎樣演繹都行——你可以說，中國的 GDP 增長穩定下來，溫和放緩，或者嚴重放緩。我們從來不建議，過度沉迷於中國的 GDP 報告。更重要的信號是，中國的信貸周期已經轉向，所以其增長會較大可能放慢。

內地銀行之間同業拆借的流動資金在 6 月份出現令人矚目的大幅緊縮之後，我們得到的數據是，內地的信貸增長已由 5 月份的 22%，放緩至 6 月份的 20.7%。

銀行的承兌匯票，是資產負債表以外的貸款中最大的部分，在 5 月和 6 月都出現了大幅的收縮。在 2011 年 9 月和 10 月，這類貸款亦曾經出現類似的收縮。之後，工業生產就顯著地減速。因此，這次內地的經濟增長看來還會進一步放緩。

關於中國對世界其他地區的影響，我們認為，比較能夠反映這個現象的其中一個指標，是以美元計算的中國名義 GDP 增長。

從附圖可以看到，自 2011 年以來，以美元計算的中國名義 GDP 增長明顯在減少。好像 2009 年般的扭轉劣勢，看來不太可能短期內出現，因為北京目前傾向結構改革，多於推出更多貨幣刺激政策。

然而，如果內地政府能夠避免名義 GDP 增長再次出現大幅下跌，讓它在管理下逐步減速，那麼這個指標將在未來幾季內開始趨於平緩。

穩增長動力 還是來自樓市

對於依賴中國的資源出口商，或者等待去槓桿化結束的投資者來說，這未必是好消息。但是，當名義 GDP 增長穩定下來，至少意味着沒有那麼多壞消息。即使在目前的 GDP 增長速度之下，中國佔全球 GDP 的比重仍然在上升之中。

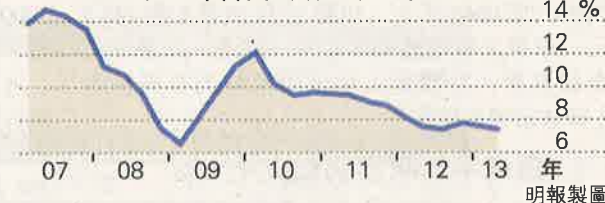
那麼，穩增長的機會有多大？國有企業的基建開支看來已經見頂，而苦苦掙扎的私營企業則不太可能再加碼投資。以消費開支迅速抵消投資放緩的想法，看來是不成熟的。大部分有關消費的指標在第一季大幅

中國GDP兩面睇

以美元計名義增長（國際層面）



以人民幣計實質增長率（本土層面）



放緩之後，在第二季還進一步惡化了。明顯的原因是，工資增長疲弱，因為僱主面對出口和投資放緩的壓力。

家庭消費方面的主要亮點是物業銷售持續強勁，今年上半年按年增長 29% 之多，即使在 6 月份放緩至 11%。可能因為受到城市重建項目的支持，建築活動穩定下來，這是最有可能令中國經濟增長軟着陆的因素。如果美國經濟較為樂觀的分析是正確的，也可以為中國下半年的出口提供較多支持。

不過，即使只是逐漸減速，也可能令中國的季度 GDP 增長在 2013 年底或 2014 年初跌至低於 7%。中國的領導人一直努力做好準備，不斷淡化增長目標，將重點放在結構問題上。從較長遠來看，這個取向是好的，但這就很難保持短期經濟增長穩定。近日，內地政府政策基調已變得較正面，強調電子商務、節能投資和消費升級等亮點的潛力。但是，這並非預告內地政府將全力刺激企業轉型，這比較像是降溫的做法。

美經濟油價 成亞洲復蘇關鍵

我們認為，亞洲股市很難全面復蘇至牛市。能夠令我們改變意見的只有美國，因為美國的經濟增長可能有驚喜，這將令韓國和台灣等特別受惠。當然，若石油價格大跌，將令發達國家的消費者受惠，也可以幫助到亞洲國家，因為後者大多數都是石油淨進口國。但如果兩種因素中的任何一個轉壞（例如美國進入通縮和衰退，油價每桶反彈 10 美元），則所有預測都會落空。