

中國經濟不減速 通脹難受控

德意志銀行大中華區首席經濟學家

馬駿

百家觀點

2011年的中國經濟增長不是一個大問題。經濟學家多數預測中國GDP增長在9%左右或以上，這已經是達到甚至高於經濟增長潛力的水平，足夠創造保持社會所需要的就業機會。9%的GDP增長在中國勞動力供給正在明顯減速（年度增長只有百分之零點幾）的情況下，甚至還會加劇勞動力短缺的問題。



目前內地通脹主要是貨幣過度寬鬆所引起，反通脹就需靠收緊貨幣政策，但會拖低經濟增長。

關於通脹，我的基準預測是，今年全年CPI上升幅度在4.5%左右，二季度的高點可能在5%至6%。全年來看，將CPI控制在4%以內有很大難度。另外，通脹不能僅僅用CPI來衡量。雖然，目前CPI同比增幅為5.1%，仍然低於2008年初的水平，但最近人民銀行的儲戶調查顯示，老百姓對物價的滿意度已經為11年來最低。這表明，如果有一個度量消費物價和房價的綜合通脹指數，它所描述的通脹壓力很可能已經超過2008年。

在基準預測之外，還有一些難以控制的因素可能加大通脹風險。比如，由於通脹預期導致的貨幣流通速度的上升、冬天氣候惡化對農產品價格的影響、國際油價的上行壓力等等。

我認為，2011年的通脹風險和增長過低的風險不在一個數量級上，前者遠遠大於後者。所以，泛泛而談的討論既要防通脹、又要保增長難以準確表述宏觀政策的重點。應該明確承認，通脹已經是一個嚴峻的現實問題，已不僅僅是預期的問題，反通脹應該是當前經濟工作的重中之重，其他政策目標（包括增長目標）必須有所讓步。

不及時抑制通脹的後果是什麼？首先，通脹本身會加劇通脹預期，預期又會反過來推動通脹，形成惡性循環。最近樓市二次調控、限制按揭貸款和按揭比率之後，居民全數購樓的需求繼續高企就是通脹預期帶動需求的一個明顯例證。第二，通脹推高生活成本，加大工資上漲的壓力，會導致新一輪成本推動性的通脹；第三，如果不採取果斷措施及時對付早期的通脹風險，一旦通脹失控，宏觀政策將被迫大幅緊縮，造成經濟大幅度下滑。第四，通脹是收入分配惡化的一個罪魁禍首。通脹有「劫貧濟富」之效果，會成為嚴

重的社會不穩定因素。

2011年貨幣和貸款增速仍然面臨過快的風險。因為目前的通脹主要是貨幣過度寬鬆的結果，反通脹就必然要求貨幣緊縮而導致經濟在一定程度上減速，不讓經濟減速就難以控制通脹，魚和熊掌不可兼得。如果今年的M2增長速度控制在15%以下，新增貸款控制在6.5萬億元，我覺得是比較合適的貨幣政策選擇。在這樣一組貨幣條件下，今年GDP增長應該可以保持在8.5%、8.5%的經濟增長比9.5%的經濟增長更穩健、可持續，也更有利與經濟結構的調整和升級。

但是，媒體已經報道2011年M2增長目標為16%。貸款增速雖還有爭議，但看來也與16%差不多。歷史上，M2的增長目標多數在實際運行中被超過的。今年如果目標定在16%，實際運行就可能是17%或以上。考慮到這些因素，我認為2011年的貨幣政策依然面臨着過度寬鬆的風險。

為什麼16%的M2增長速度對2011年來說還是太鬆？歷史上，M2的確定有一個經驗公式（即實際GDP增長速度+CPI增長速度+三到四個百分點）。如果2011年的實際GDP增長目標為9%，CPI目標為4%，那按照這個經驗公式得到的M2增速就是16%至17%。但我認為，這個公式應該不適用於2011年。

第一，由於通脹高企，通脹預期必然嚴重，而在通脹預期嚴重的情况下，一般貨幣流通速度會加快。第二，過去兩年（2009和2010），貨幣增長率年均達到25%，超過此前幾年平均增長率7個百分點。兩年之內，M2與名義GDP之比上升了約40個百分點。這表明許多剩餘的流動性仍然在體系中「持幣待購」，是潛在

推動通脹的「籠中之虎」。貨幣政策要回歸常態，僅僅將M2增長速度降至過去的平均值是不夠的，還應該矯正M2與GDP的比率過度增長。

除了對貨幣信貸的總量控制之外，我認為還應該以較快的頻率提高利率，盡力緩解由於嚴重的負利率導致的通脹預期和由此引發對商品的囤積、惜售和資產泡沫等問題。人民銀行最近連續兩次加息，在解決負利率問題上邁出了重要的一步，但加息應該繼續。今年上半年應該考慮加息兩次，每次加50個基點。以這樣的力度可以給市場一個震撼性的衝擊，顯示決策層解決負利率的決心和信心，會有利於及早抑制通脹預期的惡化。

樓市泡沫的根本問題在於貨幣。目前一些大城市樓市泡沫的最根本原因在於貨幣連續幾年過於寬鬆、利率太低。其他因素也起一些作用，但如果貨幣政策能真正緊縮、負利率問題能真正解決，一定能有效地抑制地產泡沫。如果貨幣持續寬鬆、負利率長期不解決，那麼房價問題只能靠不斷的行政性打壓來暫時抑制，即所謂第三輪、第四輪調控。

關於樓價，我認為在現行宏觀和政策環境下還難以下跌。由於通脹預期高企，負利率嚴重，即使投機性的需求暫時由於行政性措施得到抑制，真實需求卻可能出現大規模的提前。比如，由於房價上漲預期強，而存款實際利率為負，許多原先一、兩年之後才會買房的真實需求就會提前到今年，因為房子會「越趨越貴」。換句話說，真實需求可以由於通脹預期而大幅提高，從而推高房價，這是行政性手段所無法抑制的。

（原文較長，本報有刪節）

人行貨幣政策靈活

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

自國家將本年貨幣政策定調，由以往的「適度寬鬆」轉至「穩健」後，人行調控政策的消息不斷。人行行長周小川表示，有意在年內實施差別存款準備金、豐富及補充政策工具，提高金融機構抵禦風險的能力，以及引導貨幣信貸適度增長。另外，又有指人行將按月調整各內銀的差別準備金水平，並下調超額存款準備金利率。

此外，在早前舉行的2011年人行工作會議中，當局提出四大方向，分別是「穩物價、促轉變、防風險及推改革」。

有關詳情包括將物價放在金融宏觀調控更突出的位置，控制物價過分上升的貨幣條件、支持內需擴張，優化產業結構，加快金融業發展及轉變，將信貸投多投放在實體經濟中、加強金融監管協調，建立健全系統性金融風險防範預警體系及處理機制、深化及改革國內及國外金融改革等。不過，有指會上未有提及今年新增貸款的目標。

加息審慎 調控如履薄冰

以上種種，均意味着當局對年內貨幣政策的變數甚大，總體方向雖以「穩健」為主線，但由種種消息看來，人行年內政策方向將傾向於維持較大的彈性，並按照宏觀及外圍形勢，調節貨幣政策內容，亦會持續深化貨幣工具的應用，作出靈活

調控。

另一方面，內地雖於去年重啟加息步伐，分別於去年10月及12月兩度加息，惟周小川亦於年前指出，人行對加息存審慎態度，或可從中窺探到人行深化貨幣工具種類的原因。

各國大打貨幣戰爭，競相令本土貨幣貶值，刺激游資流動，推升商品價格，間接加重內地進口通脹壓力，而經濟增長快速的內地市場又成為資金屬意的落腳點。外貿環境不穩因素尤在，加息將加快人民幣升值，刺激熱錢流入，加劇內地資產泡沫及通脹，抵銷收緊內地資金的效應，影響宏觀經濟的穩定及可控性，令當局不得不加強存款準備金率及公開市場操作等的運用。

加準備金率無助改善息差

然而，存款準備金的調控，除限制內銀放款能力外，也無助改善淨息差，對內銀盈利的打擊高於加息，而公開市場操作的額度及密度亦有限，未能成為有效且長久貨幣政策。

因此，當局冀以靈活方式，加強調控密度，以應對複雜的經濟環境，並向內銀及市場製造不明朗的政策環境，在盡可能不加息的前提下，降低市場貸款意慾，並藉以收緊銀根，壓止通脹，亦可予人民幣緩慢升值的有利環境。不過，頻繁的調控亦將考驗當局對國內外經濟的把握力，以及調控的時機，稍一不慎將令內地經濟出現脫軌，如履薄冰的意象甚濃。

能源行業保持強勢

敦沛金融分析員
郭子聰

恒指去年全年升幅只有約5%，而在香港上市的中國股票表現更未如理想。國企指數全年微跌0.8%，而參考MSCI中國指數，去年全年升幅亦只有2.59%；兩者的升幅明顯低於09年的62.12%和58.86%。回報大幅減少，或已令不少投資者感到失望。不過，部分行業表現突出，踏入2011年仍然值得投資者留意。

以MSCI中國的分類指數而言，去年各行業之中表現較突出的有能源行業，指數升幅達19.42%，遠高於整體指數平均。紐約期油去年全年升近15%，利好能源行業表現。而其他表現較好的行業則有醫療護理，雖然其下半年表現已明顯轉弱，但全年回報仍有約16.1%。由於內地醫療行業仍然是其中一個發展重點，因此不少醫療相關股份仍受投資者所注目。

公用股表現落後 去年跌10%

至於表現較為落後的有公用股，去年跌幅逾10%。較令人意外的是09年表現突出的消費股在去年表現一般，可選消費品在09年升逾140%後，2010年的表現大幅倒退虧損6.88%，而主要消費品亦在09年升逾113%後，去年只升1.29%。消費品跑輸大市表達了市場對行業增長的憂慮，以及中國通脹壓力增加對行業的影響，另一方面亦由於消費股本身估值較高所致。此外，金融股表現亦較整體中國股票遜色，全年跌3.22%。

展望2011年，從估值和增長兩方面投資者有幾方面可留意。參考MSCI相關指數的綜合預測數據，去年全年回報最高的能源行業料今年初仍可保持優勢。現時市場預測能源指數2011年市盈率約11.4倍，每股盈利增長近25%。相比中國指數的12.1倍市盈率及23%盈利增長，能源行業現時仍是一個相對高增長低估值的選擇。

然而，值得注意的是，市場對能源行業明年的



■有分析指，去年各行業之中，表現較突出的能源行業，指數升幅達19.42%。

預測仍然審慎，2012年預測市盈率與中國指數相若，但盈利增長只有約9.4%，低於整體中國指數的16.5%。另一方面，就歷史而言，能源行業通常會較整體大市的估值為低，但現時卻高逾4成。現時主要消費品的最大支持來自較樂觀的明年盈利預測，增長水平較整體高6%。

主要消費品業市盈率水4成

另一個值得注意的則是消費品方面，其中主要消費品的情況較嚴峻。現時市場預期主要消費品指數2011年盈利增長約20%，低於整體中國指數，但市盈率卻達17.1倍。雖然主要消費品以往市盈率都較整體指數為高，但以過往5年數據而言，平均市盈率約15%，但現時卻高逾4成。現時主要消費品的最大支持來自較樂觀的明年盈利預測，增長水平較整體高6%。

另一方面，可選消費品在去年有所調整後，今年估值上似乎略有改善。市場預期可選消費品今年明兩年都有高於整體的盈利增長，而估值方面雖然仍較高，但幅度有所回落。於09年初的時候，可選消費品指數市盈率相對中國指數曾有約2成折讓，而現時溢價水平約1.25，如果溢價水平回落至1左右，相信會是值得吸納的時機。

全球經濟復甦有跡可尋

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

上升0.7%。

葡萄牙國債拍賣順利

世事如棋局新，金融市場更是如此。不過，這樣說，倒不意味著一切隨機，完全無法掌握。剛好相反，如果一直跟進國際政經形勢，脈絡其實相當清楚，尤其一些重大事件發生，例如金融海嘯這種百年未必一遇的危機，其出現固然是意料之外，但危機之後的處理和善後，卻是跡有可尋。

去年底，筆者在本欄提出過，要預測2011年將發生什麼，說了不止一次，此處不贅。重點是把握主流的共識，明白了這種共識，便嘗試找出共識可能出錯之處，也就是所謂的例外。投資者有了共識後，市場的下一步動態，往往是朝着這些例外的方向。

美國失業率明顯回落

如果說，2010年的共識是，歐美日經濟復甦無期，投資者不敢再存厚望，反而傾向相信，復甦慢，央行不得不加碼量寬，提供更多貨幣供應，結果資產價格升值的預期便愈來愈高。那麼，這個共識的例外，正是上述說法的否定；也就是說，經濟並非如想像般差，央行的貨幣寬鬆態度並非如此積極，資產價格升值的壓力並非如估計般大。

由2010年尾至2011年頭，我們見證着的，正是這樣的一個例外。最快發展是，一直令人頭痛的美國失業率高居不下，最新公布有明顯回落。此外，上星期住房抵押貸款申請增加，抵押貸款市場指數上升2.2%，創近一個月以來最高，而12月出口物價按月

另一則好消息是，同樣一直困擾大家的歐債危機，似乎略見緩和，起碼葡萄牙已出售5.99億歐元2020年到期的債券，以及6.5億歐元2014年到期的債券，而且拍賣過程順利。

歐洲形勢回穩，見諸金融市場的變化，最是客觀。先有歐洲股市全線上升，西班牙和希臘股市領漲，金融股全線上升。後有歐元反彈，重上1.3水平。影響所及，美元立即兌各主要貨幣全面下跌。

恐慌指數續低位徘徊

不過，話雖如此，美匯指數仍穩守80水平。能夠做到這一點，皆因美國數據也不差，除了上文提及的失業改善以及物價上升，或抵押貸款市場好轉等，更寬觀的數據方面，美國財政部亦公布，去年12月美國預算赤字收窄至800億美元，儘管仍然是連續27個月錄得赤字，但已較去年同期減少超過114億美元。

整體市場氣氛明顯好轉，不但美股創近兩年高位，連帶反映所謂投資者恐慌情緒的VIX指數，亦天天徘徊在金融海嘯後的低位，證明投資者並不擔心，樂觀明顯壓低悲觀。

事實上，美國國債價格下跌，緊接着葡萄牙國債拍賣成功，明顯地，資金回流較高風險的股市，令人更有理由相信，危機淡化，復甦有望。這樣一來，豈不是剛踏入2011年，便見證着2010年共識開始出現例外？

從數據看2011年本港樓市

威格斯資產評估執行董事、特許測計師、中國房地產估價師
張宏業

各位讀者，2011年剛剛開始，政府宣布並立刻執行的「額外印花稅」措施已過了兩個月，從市場成交量和成交價格，可以看出這招的威力正逐漸減退，並可見樓價重拾升軌的現象，這可能是政府和業內人士不能預見的，市場正告訴大家成交量已回復正常水平。

回顧過去15年土地註冊處登記成交宗數，可以發現上一次的成交高峰期是1997年，年量達205,000宗，即平均每月成交17,100宗。相比之下，2010年是近10年內成交量最暢旺的一年，但月均均達13,560宗，與高位還差20%。大家不難發現成交量與成交平均價格是成正比的，即成交量會隨成交價格高企時而締造佳績，這意味着樓價高才可吸引發展商和私樓小業主放盤。現在，本港樓價已臨97年高位，理論上可吸引小業主求售，2011年應該是高成交的一年！

供應緊絀推高樓價

再看屋宇署發表的1990年至2010年私樓落成和動工量。從兩組數字發現，上次高位發生在1999年，即97年樓價高峯期後兩年。這個高峯期分兩路走：向上走是私樓落成量，從08年至04年連續7年維持在年產20,000個左右；但99年低迷的樓價令私樓的動工量從01年起急速滑落到02年的不足7,000伙。從02年開始的整整9年內也維持低水平，最多的也只是07年的約17,000伙，與99年高位比，下降了60%，這可解釋了07年後樓價拾級而上的基本原因。這個情形在08年起轉為嚴重，私樓落成和動工量在08、09、10年分別只有約4,780伙和6,987伙（2008年）、6,766伙和6,887伙（2009年）及12,550伙和4,092伙（2010年）。

這三年的基本數據說明當年私樓供應量太少和未來供應量也不如理想，兩者令準買家和投資者合理地憧憬樓市向上的趨勢。但樓價急升的原因不能不提還有經濟的基本因素，如樓按利息空前低水、銀行以優惠利息條款借錢、熱錢大量流入、預期的高通脹情形和中國的經濟一片景氣，可以想像以上因素將決定未來一年樓市走勢！如果以上這些相關因素轉勢，則樓市上升動力會消失。

最後再看一些未來數字。我們可以估計2011/12的財政年度政府可推出的土地有約七、八幅，可提供的建積面積達1.5萬平方呎（約19,500伙）。如果成功拍地，這龐大供應量是近幾年所少見的，可以舒緩未來3至5年的供應緊張。但讀者更關心的是今年可出售住宅單位數目，市場一般估計在2.3萬伙左右，但實際可應市的數目則由發展商釐定吧！

將軍澳區升勢受阻

今年的主要供應區是將軍澳、沙田（含大圍）、荃灣、元朗（含洪水橋）和屯門，都在新界新市鎮內，將對這些區域一二手樓價形成一定壓力，尤以將軍澳為甚，讀者應多加注意。這即是說明該區是較容易買入較平的樓宇，但巨大的供應量會使來年上升幅度受阻。讀者也不應揣測發展商會從2.3萬伙中取出多少來推售，因為他們着重的銷售量，而不會太着眼於價格高低。今年政府可賣地的區域主要集中在將軍澳和東涌，地價的起伏也會牽動發展商開盤的意慾！

大家不難注意到政府可供發售的豪宅地皮和發展商手中的單位也不是佔大比例，即現在和未來供應量會較少，造成嚴重的短缺情形。

如果基本因素不變，2011年是成交量不減的一年。因供應量主要集中在中小型類別，它的市道較平穩，但豪宅則會愈升愈有。兩極市場表現成為市場特色！