

中國經濟多角度減速面面觀

康宏證券及資產管理董事
黃敏碩

百家觀點

中國經濟規模超越日本，成為全球第二大經濟體系，彼得森國際經濟研究所撰文推算，經過購買力調整，中國經濟規模於2010年已經成為全球第一；大多數市場人士認為中國經濟會持續擴張，按美元計算，預計中國經濟規模將於40年內超越美國。事實上，中國人口龐大，只要居民儲蓄佔收入比率降低至約30%，推動內地消費，中國經濟規模便隨時倍增，現時中國人的居民儲蓄佔收入比率約為45%。

從1979年開始，中國經濟年均增長9.9%，2010年中國經濟增長高達10.3%，大致與歷史平均相若。但是，隨着中國經濟規模進一步擴大，年均增長高達10%的經濟奇蹟將會逐漸褪色，而在近期，在中國經濟急需轉型的情況下，經濟增長減速的跡象已經逐漸浮現。亞洲開發銀行亦發表了報告預測未來20年，中國的增長速度將低於韓國、台灣、馬來西亞和菲律賓等地。

首先，經過多年經濟發展，部分人士，尤其以資本家的財富迅速膨脹，收入差距不斷擴大，消費價格亦隨之大幅抽升，為減輕居民生活負擔及穩定社會情緒，中央連年要求工資增長要高於10%。在此基礎上，加上人民幣自05年8月以來升值逾20%和內地罷工潮等因素，大大加重了民企和外企的成本，廉勞時代結束。從中國海關數據觀察到，進/出口加工佔總進/出口的比率持

續降低，在內地設廠等跨國企業轉向如越南、印度和印尼等更為廉價的生產地。這些均顯示中國未來經濟增長難以再靠出口帶動。

其次，中國經濟增長的另一個主要動力是房地產及基礎建設等投資。根據中國2009年數據，商品房銷售額為43,995億元，同比增長75.5%，約佔GDP 13%，而房地產投資佔全社會固定投資約25%，顯然為中國經濟支柱之一。但是，數據顯示中國目前的投資率已經高至難以持續，持續投入房地產的資金將會迅速減慢，加上控制房價過快上漲是中央近期的焦點工作，房地產投資對經濟增長的貢獻將會縮減。另外，從數字觀察到，中國很可能依靠承托物業價格來維持GDP增長，2009年固定資產投資總額佔GDP 67%，而固定資本形成總額只佔GDP 46.6%。當中就有着高達9,800億美元的差額，大約等於2009年GDP的20%。

第三，中國固定投資的效能大幅下降。數據顯示，2000年中國固定投資每增加1元，GDP增長就會增加3.5元，至2008年，固定投資增加1元，GDP只增加了1.6元。隨着經濟規模擴大，投資效能明顯大減，而且，近年中國政府主導城鎮基礎建設，部分地區投資資源嚴重錯配，亦導致固定投資效能降低，這是中國急需經濟轉型的最直接因素，但是，中國人仍然傾向於高儲蓄的習慣，加上居民收入差距大，要全面提升內地消費增長一時難以達成。

最後，內地政府為控制通脹，今年將傾向於降低新增人民幣貸款總額，企業借貸成本將會上升，投資額將會降低；而銀行面臨借貸縮減，預期利潤將會下



■內地房價屢升不止的主因乃資金過剩，如何有效控制內房產業的信貸，尤為重要。圖為位於上海的樓盤。

降。而且，銀行傾向於將按揭證券化而把相關潛在風險脫離了資產負債表，若然經濟減速，房價下跌，有機會形成雪球效應，中國商業銀行資產質素便會下降，對內部經濟造成壓力。

復甦勝預期 短期反映過度

永豐金融集團研究部主管
涂國彬

周二(8日)跟大家談及，2月份股市很大機會有調整，港股先行，歐美股市隨之回落，觀乎近日走勢，正是如此。假期過後，早應收拾心情，何況港股連跌幾天，更是如此。對於中長期外圍經濟持續改善的估計，仍然有信心，事實上，不止一次說過，美國經濟數據好轉，連失業率亦有意外驚喜，企業業績勝預期，連去年最令人困擾的歐債危機亦緩和，相信今年的主題繼續是復甦步伐比想像中好，投資者繼續把資金由新興市場，調回歐美，憧憬全球實體經濟有更穩定的增長。

歐美股市調整為期不遠

然而，正如上期在本欄所述，資產價格往往跑得比實體經濟快很多，近日所見，執筆之時，美股連升8天，反映後市波動性的VIX跌至金融海嘯後低位，可見投資者的樂觀情緒一面倒，而這一刻正是最要警惕之時。觀乎港股近日的跌勢，相信歐美的股市調整不遠矣，尤其上述的各種利好消息，近日已消化得七七八八，而接着下來，大家可能轉變論調，認為因為復甦比想像中快，央行便不必如此落力注資或印鈔，影響資產升值的預期。大家聽聽聯儲局主席伯南克日前出席眾議院預算委員會聽證會時，他的說法，即可得到一點參考或啟示。他表示，雖然失業率已見回落，但仍然偏高，此外，美國

的通脹水平仍然偏低，因此未有改變購買美國國債的計劃。市場一般的解讀是，美國將不會於短期內加息以及維持寬鬆的貨幣政策。然而，話雖如此，央行只是不會立即收緊，但過去的資產升值預期，可是靠持續增加放寬來達成的，這一點，或多或少對後市的升跌有影響。當然，嚴格來說，伯南克關於就業、通脹和資產購買的講話，基本與早前的大同小異。他重申，美國失業率依舊過高，通脹依舊過低，亦沒有作出任何有關聯儲局將退出貨幣刺激政策的暗示；客觀上，大家看看美元持續走弱，美匯指數的表現，最易說明一切。

的確，伯南克表示，未有改變購買美國長期國債的計劃，顯示量化寬鬆政策持續，雖然令近期弱勢的美元繼續收壓，但另一邊廂，美國國債價格穩定，尤其240億美元10年期國債拍賣中，包括外國央行在內的間接投標者的中標比率達到71%，為2003年以來的最高紀錄，表明低風險的美國國債只要價格合理，仍有市場需求，顯然，投資者對危機的擔心不大，有利美國經濟回穩。

相比之下，歐元區資產價格回升的勢頭，亦在近期有快速的反映，而最近有消息指出，歐央行委員強硬派代表韋伯可能不是歐央行行長的接班人後，一度令歐元兌美元升幅收緊，但無論如何，與其現在立即收緊，倒不如讓歐元區休養生息，這樣說來，反而是好事。

整體來說，金融市場近日對歐美經濟的解讀，偏向樂觀，短期而言可能過度反映了好消息，但中長期而言，復甦較預期為佳的想法，仍然成立。

港股A股市盈率差距收窄

敦沛金融分析員
郭子聰

中國2010年全年經濟增長為10.3%，數字更較08、09年為高，顯示中國增長趨勢持續強勁。然而，內地股市去年表現卻較其他市場遜色。參考上證綜合指數，去年跌幅達14.3%，反而香港恒指和MSCI中國指數輕微上升5.3%和12.6%。

事實上，對比過去10年上證綜合指數和MSCI中國指數的表現，會留意到從03年復甦開始，兩者市盈率的差距正在逐步收窄。上證綜合指數作為代表內地A股的指標，歷史而言經常處於極高的市盈率，例如在07年高峰時，內地股市市盈率可達30-40倍以上。與此相比，代表香港上市中國股票的MSCI中國指數，市盈率明顯較低，07年最高都是30倍左右，一般而言都處於20倍以下。

滙綜指市盈率約17.8倍

比較兩者的市盈率，07年高峰時內地股市市盈率約相當於MSCI中國指數逾2倍，即MSCI中國指數約19倍的時候，上證綜合指數市盈率仍近40倍。然而，市盈率比率有持續回落趨勢，08年的時候曾跌至1.27倍，到2010年10月最低更只有1.18倍，而今年年初至今市盈率亦維持在1.2倍水平上落。現時上證綜合指數市盈率約為17.8倍，而MSCI中國指數則為14.3倍，市場則預期今年市盈率分別為13.1倍和11.6倍，兩者差距進一步收窄至只有11%。

其實，兩地股市市盈率收窄是一個長期的正常現象，因為長遠而言，一個地區的股市，應該由經濟增長，帶動企業盈利，再反映於股價之上。既然兩地股市的公司同樣是

中國企業，盈利同樣受內地經濟所影響，若兩者長期出現市盈率差距才是異常的狀況。

回顧歷史，內地對資金流動的限制成為了兩地股市差異的主因，由於資金未能自由流通，雖然兩者同樣屬投資中國概念，但內地資金只能投資內地市場，海外資金則唯有選擇香港，導致了市盈率的差異。不過，資金流動的手段增加，既有海外投資者投資內地市場的QFII額度，亦有內地投資者買海外資產的QDII額度，兩者差距自然會收窄。另一方面，過去數年不斷有中國公司來港上市，亦豐富了香港可以投資中國股票的選擇，同樣令兩地中國股票構成的差異減低。

至於比較同樣於本地上市的香港和內企股票，情況卻不一樣。參考03年至今恒指和國指的市盈率數據，國指於03、04年的時候市盈率較恒指低約2-3成，後來06年開始國指市盈率高於恒指，情況一直維持至08年10月的金融海嘯前。之後兩者市盈率貼近，但大致上以恒指略高。現時國指市盈率約13.2倍，較恒指的14.6倍約有10%的折讓。從歷史經驗而言，國指市盈率高於恒指，關鍵更大部分在於國指表現。當市場投資氣氛濃厚，國指升勢會較恒指為強，從而帶動國指市盈率高於恒指，但長遠而言卻未有明顯趨勢。

A股可望跑贏本地中資股

總括而言，內地及香港兩地上市的中國公司估值差異收窄屬合理現象，而隨着未來兩地資金限制減少，兩地估值差距仍有進一步收窄的空間。不過，從投資角度而言，在現時兩地估值差距接近低位的時，短期內地A股市場有機會跑贏香港上市的中國股票，因此反而會是投資波幅的機會。

危機過後證券化之風再起

路透專欄撰稿人
Antony Currie

熱點透視

在金融危機期間證券化會議是最難找到安慰的地方。這裡曾充滿着絕望和沮喪。然而，今年美國證券化論壇(American Securitization Forum)年會上的氣氛卻似乎表明，這種絕望的感覺正在開始消退。一些人甚至表現出罕見的樂觀。

這次會議地點選在迪士尼世界旁邊，天氣也更為明媚。與會人數較去年在華盛頓特區召開時的4,200人，增加多達20%。去年會議恰好夾在兩場意外的暴風雪之間。

樂觀信心似難成氣候

人數的增加反映出有資產擔保的證券(ABS)市場在2010年是比較繁榮的。但這裡仍是一個有點冒險的地方。當然有些地方比較吸引人。折價債券的交易逐步增多，尤其是商業銀行越來越願意以一年前認為不能接受的價格出脫那些自己不需要的殘值資產。這讓華爾街

得了好處。這些中間商也確實在他們現在最新，同時也是最大的客戶——美國政府——那裡進展得不錯。聯邦存款保險公司(FDIC)現在成了固定的ABS發行人。國家信貸聯盟署(National Credit Union Administration, NCUA)也是如此，該機構表示在3月底之前將發行至多130億美元重新打包的房屋貸款。

市場中幾個更為傳統的領域也展現了相當強的抗壓性，特別是汽車相關貸款支持債券。例如，Ford Credit的發債利差重新回到2007年中期時的水準。該公司在這次奧蘭多論壇上表示，今年ABS發行規模可能較去年增加多至45%，而近期發行的低收益債獲得高達六倍的超額認購。甚至有人希望重新啟動民間抵押貸款證券化。這一行業在國會得到一位強勢新朋友的的支持，他就是眾議院資本市場與政府發起企業(GSE)小組主席、共和黨議員Scott Garrett。他在主旨發言中毫不隱諱地對該行業表示支持，甚至還針對解決房利美和房貸美問題推出了一些十分誘惑人而且多數已經過深思熟慮的想法。

內地樓市今年不確定因素多

SOHO中國董事長
潘石屹

今天(周四)是2011年春節後第一天上上班，大家都很關心2011年的經濟形勢如何，市場會如何、房價是漲還是跌等等許多問題。首先，政策對2011年經濟形勢的影響，在物價上漲壓力下，政府不得不實施從緊的貨幣政策，存款準備金已經提高到了頭，利率昨天又升了0.25%。這一系列政策都標誌着2011年跟2010年、2009年相比是錢緊的一年。其次，對房地產來說最重要的兩大因素是土地和貨幣。

我們再來看土地政策：1) 18億畝的紅線不可能在2011年放鬆，尤其是今年旱災嚴重、糧食減產的情況下，放鬆18億畝紅線更不可能。2) 土地政策唯一變化的是《國有土地上房屋徵收與補償條例(草案)》，即新拆遷條例的出台。對新拆遷條例大家的爭議有兩點：一是沒有包括農村集體土地；二是從條例的頒布到各省實施細則的出台，再到新的拆遷條例下實施拆遷，這個過程大約需要半年時間。

土地供應仍是一大難題

這意味着，2011年有半年時間將很少有土地供應，而土地供應減少將直接影響到一年後房子的供應。這是大

家很擔心的一點。同時，新拆遷條例將開發商的拆遷權取消了，以後拆遷都變成了政府的權利，減少了拆遷戶和開發商之間的矛盾，增加了拆遷戶和政府的矛盾。拆遷矛盾最極端的表現方式是自焚，而這種解決矛盾的方式通過媒體的傳播和放大，也變得具有很強的傳染性。總體來說2011年土地供應仍是一大難題。

「房產稅如何徵？」將繼續是2011年大家關注的熱點。已經試點的上海和重慶兩個城市的做法又完全不同，關注點也很不相同。房產稅成了市場中更加不確定的因素，留下了不少猜測空間。開發商自有資金與2009年相比相當充裕，除了一些比較弱小的開發商之外，一般開發商的日子都好過。有錢壯膽，開發商的信心十足，無論是對拿地還是對今年的銷售額都很有信心。信心很重要，在經濟危機時期，「信心比黃金更重要」。但在經濟虛假繁榮，泡沫時期，過強的信心也容易犯錯誤。

前面談到許多還沒有談到房價，其實單純的談房價沒有任何意義，要看政策以及影響房地產市場供求關係的各種因素。新拆遷條例的效果是減少房子供應，最起碼在2011年新辦法和舊辦法過渡的時期是這樣。從緊的貨幣政策的結果主要是減少房子需求，房產稅也能抑制房子需求。

(摘自潘石屹個人網誌，本報有刪節)

忐忑——2011中國資本市場主調

獨立財經評論家
侯寧

聯合BLOG

在當今中國，重要的問題不僅是缺乏文化傳統的法制建設遠未確立，而道德約束力卻早已大大下降了。物質似乎豐富了，精神卻反而疲軟了；GDP似乎在高歌猛進，但CPI卻也已走近了惡性通脹的漩渦，更何況還有極端的基尼系數在警示貧富落差的巨大風險。這就是2011年初的中國現狀。折射到所謂「經濟晴雨表」的股市上，就是A股的欲振乏力乃至節節敗退。

人民日報海外版發問說為何股市晴雨表反映不了經濟好形勢，我的回答是，GDP反映面子，而A股走勢反映了「裡子」。這恰恰說明，中國股市已經具備了晴雨表功能。

撇開匯率形成機制等旁枝末節的影響，難道結論不是如此麼？我們看到，冰島、希臘、葡萄牙、西班牙，歐盟區四處着火，國家銀行、債券信用評級被屢屢調低，但歐盟卻一直在努力通過借債甚至高利貸等方式挽救危機，結果，矛盾被暫時掩蓋，但更強烈的憂慮感卻令歐洲人變得更加焦慮。

A股呢，表面看有經濟基本面支撐，銀行利潤、房地產企業業績都光鮮亮麗，中小盤股、中小板、創業板更被炒翻了天，但通脹通脹仍將是2011年的主旋律，與此相伴，房地產調控的拳拳還將不斷打出，這已經使得樓市成交跌去四成並將繼續萎縮，而經濟轉型要求摘去房地產行業作為「支柱產業」的帽子，鋼鐵行業整體利潤的急速下降也使房地產行業拉動經濟的效用大為降低……如此，預期就改變了。

而作為股市權重的大頭，銀行業雖然在去年有了8,000億的利潤，但盈利模式卻依舊嚴重依賴存貸差，在提率加息的預期下，其利潤壓縮成了必然。更讓人警惕的是，在經歷了09年信貸大躍進之後，銀行業改制的成效大為縮水，銀行業核心資本充足率再度受到嚴重挑戰，這才有了最近民生銀行的「食言」之舉。為何？參

與了65億股權投資的巨人集團史玉柱在微博上說得很明白：「核心資本告急」！而我預計，這樣的銀行在2011年將會有很多，他們都需要從股市、債市等公開渠道融資救急……

權重銀行地產股前景堪憂

可以看出，佔據股市權重近半的銀行地產不僅前景堪憂，而且還需要從股市等渠道融資救急。而其他類型的版塊大都經歷了幾輪的透支炒作，剩下的，就多是調整主旋律了。不僅如此，在場外噓噓叫準備IPO的企業堆積如山，甚至還包括四大國有資產管理公司和成群的網絡概念企業。試想，去年的新股融資高居全球榜首，IPO創富人數又成就了富豪無數，誰又會放過這樣的暴富圈錢機會呢？

記得去年《英才》的專欄約稿時，我說2010的股市走勢很可能是一個「躺倒的大S」，言外之意，就是先要小心暴跌，然後會有反彈，然後可能會接着向下。結果市場走勢被我不幸言中，正如我在當時寫的那樣：「2010，真正的完美便是承認不完美，真正的喜劇便是承認有悲劇。」如今，站在2011的門檻上，我們如何預期今年的走勢呢？

我想，股市定位不改，「脫困」精神不去，樓泡不破，總體還該是先震盪盤跌吧，或有「千點巨震」，然後，今年可能會構築一個「躺倒的孕婦」，讓大家在絕望中迎來一點可貴的賺錢機會。當然，具體走勢端看樓市泡沫走勢如何、貨幣政策是否真正從嚴以及美元匯率及周邊市場的總體表現。

但有一點是需要警惕的，即美元匯率可能會震盪走強，從而吸引全球熱錢回流美國。如此，中國股市、樓市和歐元區都會陷入大動盪。而與此伴隨的，一定是貿易制裁大戰硝煙四起。此時，中國若想在危機中迎來勝機，就不僅需要經濟戰、貿易戰、金融戰的技巧了，更需要一種能痛定思痛、着眼未來和凝聚人心的精氣神。(摘自侯寧個人網誌，本報有刪節)