



二零零九年十一月

中國退市措施

早於今年4月我們預測中國的消費者物價指數將於未來幾個月出現負增長，但由於政府採取極為進取的貨幣政策及財政刺激方案，我們認為通縮情況不會持久。正如我們推測，通縮壓力已於近幾個月有所舒緩。10月中，國家統計局公佈9月份居民消費價格指數按年下跌0.8%，是自2月份按年下跌1.6%之後連續8個月下跌。雖然中國現階段並無通脹壓力，但中國政府對通脹預期高度關注。根據政府智囊北京大學中國經濟研究中心(CCER)的預測，中國經濟將於今年第四季按年增長10.6%，CPI則預期按年上升0.5%。部份經濟學家更認為中國CPI將於明年錄得按年4%的增長。我們相信國務院已於10月22日發出中央正考慮退市的清晰訊號，本文將討論有關退市策略的不同階段、箇中原因及對市場的影響。

國務院常務會議的會後聲明指出今年餘下時間中國宏觀政策的重點是平衡3項策略，包括：1)保持經濟穩定及較快增長、2)調控經濟結構及3)管理通脹預期”。我們的看法是有關聲明暗示今年直至年底前，貨幣政策將不會出現重大改變，但輕微變動是必須的。事實上，於10月尾人民銀行(PBOC)已開始透過公開市場操作向市場抽取1,330億人民幣的資金，令10月份淨資金流出升至15,60億人民幣，是自2月份以來最大的單月流出量。我們可以將這個舉動列為退市策略的第一階段。公開市場操作是中央銀行透過買入及賣出政府證券(如央行票據)以控制貨幣供應的方法，10月份可能是自08年第4季以來央行公開市場操作的首個轉捩點。同時，人行可能容許適度上調票據孳息率，於需要時吸收流動性。

今年中國貸款錄得巨大增長，頭9個月的新增貸款達8.67萬億人民幣，遠遠超過年初定下的最低增長5萬億人民幣的目標。預計於目前極度寬鬆的貨幣政策下，全年貸款增長可能升至10萬億人民幣。政府或於年底訂立明年貸款目標，毫無疑問，過度貸款將流入股市及樓市將引起泡沫及增加經濟硬著陸的風險，但我們並不認為目標貸款額將大幅下調。新一輪的政府出資工程、經濟復甦信心回復以及樓市及汽車銷售回暖均導致新增貸款需求強勁，我們預期新增貸款量將達7至8萬億人民幣。

我們亦預計中國將於明年第1季將調升商業銀行存款準備金率，有關比率將由15.5%調升至16.5%，有助降低預期通脹率從而減輕負利率的影響(如資產泡沫)，相信措施將於人行開始加息前實施，當明義利率低於預期通脹率，負利率便會產生。(現時1年定期存款息率為2.25%，預期通脹率為3%至4%)。上調存款準備金可視為退市策略的第二階段。

最後，中央將調升貸款及存款利率，我們預期利率將於明年第2季開始調升，首次加息幅度為18至27點子。我們相信除非CPI及出口按年增長由負數轉正數，否則政府將不會開始加息。由於基數效應及全球經濟開始復甦，我們相信CPI及出口按年正增長將於明年第2季出現，但我們認為息口只會適度上調，因為1)部份行業仍面對產能過剩及重複建設的問題及2)失業情況比表面看嚴重(官方失業率為4%)，而以上兩項因素有助降低通脹壓力，減低大幅上調利率的機會。

有人認為人民幣將於明年升值5%，但我們並不同意，我們認為政府於出口增長仍然疲弱的情況下選擇人民幣升值的可能性不大。人民幣升值可能引發更多熱錢流入博取再度升值的機會，令人行控制本地流動性更為困難。對於收緊本地投資或出口，中國政府將視前者較為容易控制，而出口保持增長亦有利勞動力密集行業的就業情況。

總括來說，中國政府的首要任務已由防止經濟及就業情況大幅下滑轉為預防過度投資及壞帳上升的中期風險。我們相信第一階段的退市措施已經開始，第二及第三階段將分別於明年第一季及第二季進行。人行加息前市場將充斥不穩定的因素，市場調整機會似乎較大以及向上空間有限，當息口開始上調，市場或重展升浪。

重要聲明:

本文件所提供的資料僅供安達理財(亞洲)有限公司和安達資產管理(亞洲)有限公司之客戶或準客戶享用。文件所載的資料及任何意見，並不代表本公司以主理人或代理人身分邀請或提請任何人士購買或沽售任何證券或理財產品，或提供任何投資意見或服務。本文件內對各理財產品及證券之描述並不適用於所有國籍、區域之人仕。任何人士如欲購買本文件描述之產品及證券或作出任何投資，需自行負責查證其所在地域的法律是否容許其瀏覽此文件及/或使用有關服務。

證券投資涉及風險。證券過往之表現，並不能等同或顯示其將來之表現。若有疑問，應在作出任何投資決定前向閣下之理財顧問尋求專業意見。

雖然本文件提供予閣下的資料，均來自本公司認為可靠的來源資料，或以此等來源為根據，但本公司不能亦不會就任何資料或數據的準確性、有效性、及時性或完整性作出任何保證。對於本文件之內容，或因本文件的資料不全、錯誤及遺漏而對瀏覽者造成之影響或任何因瀏覽本文件所產生之後果，本公司概不負責。

如對我們的服務有興趣或有任何意見，請電郵至 servicing@arcadia-asia.com。一切資料絕對保密。

安達理財(亞洲)有限公司
安達資產管理(亞洲)有限公司

地址: 香港銅鑼灣禮頓道 77 號禮頓中心 14 樓 1404 及 06 室
電話: (852) 2114 8488 傳真: (852) 2114 0777