

【解牛集】—刊於〈信報〉，2013年10月29日

# 改革紅利可望支撐 A 股反彈

梁新

香港科大商學院惠理投資研究中心副主任

中國央行上周五公布，從 10 月 25 日起，貸款基礎利率(Loan Prime Rate, LPR)以集中報價和發布機制運行，顯示中國推動利率自由化再向前邁進一步。照發展形勢來看，筆者估計，下月舉行的十八大三中全會的經濟改革藍圖，加大市場力量在金融資源上配置的力量，相信是其中的深化改革的重點。

從整體大局看，按中國三季度經濟表現，到目前央行加快利率自由化步伐，中國經濟的宏觀形勢在「穩增長」得到鞏固下，發展基調迄今仍是向好的，並且積極利用改革紅利來推動經濟以至金融市場的發展。

## 利率自由化再進一步

今次央行繼今年 7 月下旬全面開放金融機構貸款利率 0.7 倍下限後，進一步加大市場力量在信貸市場利率定價的力度，改革速度比想像中快。所謂信貸市場利率是指商業銀行對其最優質客戶所執行的貸款利率，據此，其他借出的信貸利率可以在 LPR 基礎上加減而成，因此可以預料，LPR 可望取代央行公布的基準貸款利率，成為商業銀行在貸款業務上作為參考定價的依據。

照目前發展形勢觀察，中國經濟改革已逐步邁向深水區。如果改革能夠穩定推行並取得成效，中國經濟的持續增長可望支撐內地股市逐步扭轉低迷不振的「悶局」。

上周，內地 A 股在銀行間資金呈現緊張狀態下，投資者擔心央行進一步收緊銀根，股市出現「四連陰」，上証綜指急遽下跌，跌至一個半月低位。但筆者估計，銀行緊張只屬短期現象，因為銀根呈現緊絀，可以說每年到年底都會出現，差別只在於程度而已。基於中國的審計月份在 6 月、11 及 12 月，所以情況亦多會在此審計期間浮現。原因也很清楚，第一，銀行要符合存貸比率的規定，第二，銀行要每年底檢視年度的貸款資產。

換句話說，幾乎所有銀行在此期間都要為該年的信貸計劃能否達標而作最後衝刺，

為為到期的貸款入庫而奔走，導致臨近年末資金拆借市場一片緊張；加上 9 月份中國金融機構新增貸款高達 7870 億元人民幣，明顯高於 8 月份的 7113 億元，也高於經濟學家的預期，市場的流動性已很充足。

## 6 月錢荒不會重演

印証今年前三季度的金融數據，人民幣貸款增加了逾 7 萬 2 千億元，創三年來同期高位，難怪央行近日停止逆回購，繼前周資金淨回籠 445 億人民幣後，上周再淨回籠 580 億，使銀根一度緊張，銀行同業拆息上揚。但考慮到上述種種情況，相信銀行緊張的情況屬於短期性。

筆者估計，10 月份過後，隨著財政存款較大規模釋放，以及外匯佔款持續改善，今年末流動性前景依然可以相對樂觀。事實上，外匯佔款目前有加速回升之勢。按央行日前公布，9 月金融機構新增外匯佔款 1263.6 億元，較 8 月上升 991 億元，連續第三個月回升。看情形，外匯佔款在未來幾個月仍然有上升空間。

因為從外圍形勢衡量，基於美國國會兩黨在債務上限的爭拗，如今雖暫時偃旗息鼓，然而，按照雙方的協議，政府部門恢復運作，但預算只能為聯邦政府供營運資金到明年 1 月中；財政部舉債的時限亦只能延至明年 2 月 7 日，因此，美國兩黨在削赤減支上爭拗不息，令美國經濟的復蘇步伐明顯受到影響。

## 資金加速回流中國

如今市場預期美國退市步伐會拖慢下來，明年初能否啟動也有一個問號，投資者目前對股市、美元匯率和利率走勢出現新的評估，而且資金從新興市場回流的壓力也大減，部分資金更重新回流到那些經濟增長健康、國際收支平衡的新興市場經濟體，其中，跨境資金重新加快流入中國，情況相當明顯。

照當前美國經濟形勢來看，退市步伐放緩已無可避免。因為經濟在兩黨爭拗和政府停運期間，已明顯削弱消費信心，令美國聯儲備局不能不提高經濟出現倒退威脅的警覺。

事實上，消費信心受挫的情況有進一步體現。密歇根大學 10 月消費者信心指數終值下調至 73.2，低於初值的 75.2 及 9 月的 77.5，也是去年 12 月以來最低。其中，多項分類指數亦跌至近月以來最低。不僅反映消費者對未來觀感的預期指數大幅挫落至 62.5，是 2011 年 11 月以來最低水平；而且現況指數為 89.9，也是 4 月以來最低。亦即無論對現狀和對未來預期，消費者信心都受到損害。

## 經濟面可支撐 A 股

短期來看，上周市場流動性偏緊，加上主板和創業板不少公司的第三季業績欠佳，的確難以支撐先前的升勢。但從經濟面來看，對股市的走勢變化也不必過於悲觀。

首先，三季度中國經濟已觸底反彈，GDP 增長有 7.8%，回升到今年內高點。細看回升的動力，主要得益於 6、7 月以來政府一系列的「預調」和「微調」政策。在財政政策刺激方面，6 月國務院通過對中小企業減免稅負，有助降低中小企業經營成本；在金融政策方面，動作更大。

很明顯，自 6 月金融市場「錢荒」爆發後，爲了避免市場短期流動性緊張對實體經濟造成損害，央行通過持續的逆回購操作，向市場注入流動性，貨幣政策呈現「中性偏鬆」。

7 月初公布「金十條」，即《關於金融支持經濟結構調整和轉型升級的指導意見》，共提出了十項政策措施，強調繼續執行穩健的貨幣政策，合理保持貨幣信貸總量；引導和推動重點領域與行業轉型和調整等，盤活信貸存量優化增量。

與此同時，如前文所述，於 7 月下旬開放貸款利率下限，加速利率市場化，並擴大了「營改增」試點範圍，改革鐵路等基礎設施投融資體制、進行棚戶區改造，在財政和金融政策的刺激下，使三季度 GDP 從今年二季度 7.5%反彈。

由於去年四季度 GDP 增速的基數較大，因而不排除比四季度增速較三季度稍微回落，但筆者估計，增長速度應該可保持 7.6%水平，使全年增速達到 7.7%。

### 結構改革有政策空間

短期增速相對穩定下來，可以爲「調整結構」提供強化空間。不過，產能過剩抑制增長的情況問題仍然突出。上周央行再在金融層面加快改革步伐，貸款基礎利率(LPR)以集中報價和發布機制的制度運行，進一步利用市場力量來優化資金使用效率，反映加快進行結構性改革的決心；也意味中國經濟深化改革開始逐步邁向深水區。

筆者相信，在「城市化」政策推動下，中國經濟仍有很大的發展空間，只要小心「摸著石頭」過河，進行結構改革，增長模式能夠平穩地轉換，不出現巨大偏差，長期仍可相對看好。很明顯，如今中國的潛在 GDP 增長率處於 7%至 8%之間，今年能夠實現增長 7.5%的目標，照當前形勢看，應該不成問題。

短期而言，在三季度經濟觸底回升的基礎上，按季估計仍然有上升基礎。據滙豐（HSBC）上周公布，中國 10 月製造業採購經理人指數（Purchasing Managers' Index，PMI）初值，在新訂單激增帶動之下，報 50.9，創 7 個月新高，較 9 月 50.2 明顯進一步攀升，並且優於市場預估的 50.4，連續 3 個月處於擴張的 50 以上，反映三季度觸底回升的基礎也有一定牢固性。

從通脹狀況觀察，9 月份消費者物價指數（Consumer Price Index）漲幅 3.1%，較 8 月份顯著回升，當月通脹顯著上揚，除了中秋節節以及十一長假前夕消費帶動外，無疑也有刺激政策帶來的效果，但目前通脹率並無大幅跳升的基礎，所以通脹壓力處於可控範圍，為貨幣政策提供增減彈性。

### 釋放改革紅利支撐股市

目前，市場焦點放在下月舉行的十八大三中全會上。一般預料，會議將會公布未來 10 年經濟成長策略。照形勢看，由於財政和金融改革料將成為討論的重頭戲，為順利推動改革，使增長模式平穩轉換，相信中國政府將力圖維持經濟表現與市場穩定，人行在持續中性的貨幣政策，並因應需要而進行「偏鬆」或「偏緊」的微調。

可以這樣說，目前 A 股低沉，市場情緒因素很大。但照目前經濟基本面看，市場深度調整的概率也不大，但通過財政和金融改革的紅利，來支撐經濟以至金融市場發展，政策方向也很清晰。由於市場對三中全會的成果有不同預期，市場走勢不會一面倒。然而，即使四季度經濟增速略有放緩，但回落空間預料也有限，經濟增速較為穩定和積極釋放改革紅利，可望將為 A 股形成一個相對積極的宏觀環境，有利市場穩定運行。