



- 中國經濟未穩有待改革釋紅利
- 地方融資貸款高企風險仍可控
- 內地又鬧錢荒信貸配置待優化
- 退市牽連廣聯儲局放風試水溫

1. 中國經濟未穩有待改革釋紅利

5月份內地官方製造業採購經理指數(PMI)為50.8%，較4月份上升0.2個百分點，亦是連續第8個月居於50%榮枯線以上；同期滙豐中國PMI終值為49.2%，略低於4月份的50.4%，並創下近7個月以來新低。

分析

滙豐PMI和官方PMI的側重點有所不同，前者的樣本中包含了較多的中小型企業。兩者出現背馳走勢早有「前科」；例如，去年年中官方PMI持續下滑，但同期的滙豐PMI卻穩步趨升。5月份官方PMI揭示大型企業的製造業活動緩步擴張，但滙豐PMI則顯示中小型企業的情況仍然嚴峻，並呈現輕微萎縮。另一方面，首季工業產值和消費品零售均出現按年增速下滑；但若以按月數據來看，兩者在今年首3個月均保持按月增長，4月及5月份工業產值的平均按月增速略為加快至0.75%，而在這兩個月消費品零售的平均按月增速則為1.21%，與3月份相若。近期內地經濟數據好壞參半，反映經濟基調仍未穩固；但多種跡象預示內需或正緩慢積攢動力。有意見認為，中央政府須推出更多刺激措施以達致「穩增長」。但國務院總理李克強早前明示，要實現今年經濟發展的預期目標，依靠刺激政策和政府直接投資的空間已所剩無幾；這可解讀為中央將不會出台大規模的刺激方案。最近國務院表示，今年將會在行政體制、財稅、金融、科技等多個領域加大改革力度，意味著內地政策重點從短期「穩增長」加緊向中長期「調結構、促改革」轉變；著重從加快收入分配改革、完善社會保障制度、推行結構性減稅等方面入手，進一步釋放「改革紅利」，藉以刺激內需，並為提高經濟增長的速度、質量和效益創造條件。

2. 地方融資貸款高企風險仍可控

根據中國銀行業監督管理委員會的統計，2012年底中國地方政府融資平台貸款額約為9.3萬億元人民幣；其中，共有3.5萬億元貸款將在未來三年內到期，佔貸款總額近四成。

短評

地方政府融資平台是指地方政府透過規劃土地、發放國債等方法，組合成一些資金和現金流符合融資標準的公司，藉此籌集資金用於城市基建項目。近年在中央政府積極財政政策的刺激下，地方融資平台貸款迅速增長，由2009年的7.4萬億元攀升為去年的9.3萬億元；但去年底地方政府財政收入僅為6.1萬億元，意味著地方融資平台涉及的貸款額比地方財政收入高出近五成。內地地方政府收入主要依賴賣地收益，但在樓市調控政策趨緊的氛圍下，地方財政收入難以增加；加上貸款償還高峰期將至，觸發市場對地方政府債務風險升溫的憂慮。不過，目前近八成地方融資平台貸款是來自內地銀行，與歐洲、美國等國大幅向外舉債的情況截然不同；而融資貸款主要用於基建項目，從中亦能產生一定的正現金流，有助於減低銀行壞賬風險。退一步講，中央政府亦有足夠能力透過發行國債、轉移銀行不良貸款資產等方式來為地方政府債務「包底」；事實上，財政部日前已宣佈今年將首次為地方代發債券，涉

及新疆、安徽、福建、甘肅等 4 省區，共 422 億元 3 年和 5 年期的債券。可以說，地方債務風險整體上仍是可控的；而中國銀監會亦於 4 月中下發指導意見，以「降舊控新」為重點，嚴控地方融資平台規模。長遠而言，擴闊地方政府的稅基以及探討其自行發債融資的可行性，或許才是整治地方融資平台隱患的最有效途徑。

3. 內地又鬧錢荒信貸配置待優化

6 月份端午節假期前夕，內地市場資金突然又出現緊絀情況，令銀行借貸利率急漲；其中，上海銀行間同業拆借隔夜利率(Shibor)一度飆升 230 基點至 8.3%。

短評

最近市場對美國聯儲局退市的擔憂甚囂塵上，加上國家外匯管理局加強對外匯資金的監管，特別是嚴查虛假出口貿易，短期內熱錢流入的速度放慢，令市場流動性偏緊。5 月份內地出口總額按年僅增長 1%，遠低於 4 月份的 14.7%，在一定程度上反映外管局的監管工作已發揮立竿見影的成效；而 4 月份金融機構新增外匯佔款亦從今年首 3 個月平均的 4,051 億元人民幣回落為 2,944 億元，5 月更進一步減至 669 億元。另一方面，恰逢端午節假期，企業和個人對資金的需求增加，加之內地銀行業因須補繳約 800 億至 1,000 億元的存款準備金而減少信貸，結果導致市場再鬧「錢荒」。值得注意的是，5 月份內地銀行新增貸款僅 6,674 億元，按年及按月均下跌近 16%；加之外匯佔款增幅逐步放緩，導致同期廣義貨幣(M2)的按年增長亦由 4 月份的 16.1% 回落至 15.8%。從 5 月份新增貸款的結構來看，其增幅主要來自居民按揭貸款，或與當前樓市回暖有關；而企業貸款的佔比相對較小，反映貨幣投放並未能有效地流入實體經濟。儘管近期信貸增長乏力，但 M2 增速仍高於 13% 的政策目標，預料央行尚需時間作進一步觀察，以判定是否微調穩中偏緊的貨幣政策取態；而如何提升信貸資金的配置和使用效率，以進一步促進實體經濟增長，應是人行的當前要務。

4. 退市牽連廣聯儲局放風試水溫

美國聯儲局主席伯南克 5 月底表示，可能會在未來數次議息會議上檢討削減購買債券規模；而隨後公佈的會議紀錄顯示，多名儲局官員亦考慮進行退市討論。

分析

近期聯儲局主席伯南克和其他儲局官員的退市言論加劇了全球金融市場的波動性，尤其是當局的退市時間、形式以及其影響引起廣泛關注。去年底，聯儲局首次明確定下改變超低息政策的量化目標，即失業率低於 6.5% 以及 1 至 2 年通脹預期高於 2.5%；根據當局最新的經濟預測，若按照此利率調整基準來衡量，當局最快亦要等到 2015 年才會加息。為了將對全球金融市場和美國實體經濟的影響減至最小，預計加息並不會是聯儲局退市的第一步。有分析認為，聯儲局的退市路線圖或會依從「三部曲」進行：首先是逐步減少現時 850 億美元的每月購債規模，直至完全停止為止；其次是中止對到期債券所回籠資金的再投資，並漸次出售未到期債券，令當局資產負債表規模有序地「瘦身」；最後待失業率和通脹目標達到後，再緩步調升基準利率。現時聯儲局資產負債表的規模高達 3.4 萬億美元，較 2008 年金融海嘯前的約 9,000 億美元超出近三倍。聯儲局縮減其資產負債表規模勢將收緊當前市場寬裕的流動性，令債息上揚；這會令美國財政的利息開支上升，同時亦會增加企業的借貸成本，對正在成形的經濟復甦勢必造成衝擊。有見及此，聯儲局的退市之說在很大程度上仍只處於「吹風」階段，旨在透過預先提示方式來測試市場的反映，並在預期管理中把握主導權。

以上資料由香港中華廠商聯合會秘書處編寫，內容僅供內部參考；如有任何查詢，請聯絡政策研究部。

電話：2542 8611；傳真：3421 1092；電郵：research@cma.org.hk