

內地利率政策角色的轉變

2007年的首兩個月，內地的經濟增長依然強勁。儘管央行持續收緊貨幣政策措施，例如提升存款準備金率以及發行定向票據，但首兩個月的新增人民幣貸款仍較去年同期大幅增加17.2%。同期的貨幣供應、工業生產以及固定資產投資亦明顯反彈。

此外，通脹壓力在近幾個月有進一步加劇的趨勢。居民消費價格的按年升幅在去年12月突然從一直徘徊在2%之下的水平跳升至2.8%，然後在今年頭兩個月繼續貼近政府的3%警戒水平。

種種跡象顯示經濟似乎有過熱的風險，這促使中國人民銀行在今年3月份決定加息，一年期貸款和存款利率均上調0.27%至6.39%和2.79%。市場一般相信通脹升溫是中央銀行加息的主要原因，然而央行行長周小川表示，央行關注的並不是目前通脹水平高企，而是未來通脹上升的趨勢。

通脹壓力將進一步上升

消費物價指數在近期大幅跳升，最主要是因為食品價格從2006年的2.4%急速上揚至今年首兩個月的5.5%。由於政府實施最低糧食收購價以保障農民收入，加上國際農產品價格上升，因此內地的糧食價格亦在近月水漲船高，相應帶動食品價格的躍升。現時政府正努力提高農民的生活水平以改善貧富懸殊和促進社會和諧，而糧食價格上升能提高農民收入，故此政府並不會太過擔憂糧食價格快速上升的問題。

另外，一直高企的居住類價格亦是導致目前通脹水平相對較高的一個重要因素。雖然居住類價格指數在今年首兩個月的按年升幅已經放緩至3.8%，但主要是受到水、電和燃油價格的升勢放慢影響。事實上，房屋租金價格卻是一直隨着樓價上漲而加速上升。近幾年來，內地的地產商主要集中於開發大型住宅和豪宅，以致中小型樓宇供應不足，推動租金上升。儘管內地政府在2006年推出新措施以保證中低價位、中小型樓宇的土地供應，但是此類型的樓宇供應並不會即時大幅增加。只有假以時日，中小型樓宇才可能有足夠的供應以穩定樓價，並且壓抑租金的快速上升。

表1 居民消費價格分類指數（按年增長率）

| | 06年 第1季 | 06年 第2季 | 06年 第3季 | 06年 第4季 | 07年 1-2月 |
|-----------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| 食品 | 1.9% | 1.9% | 1.5% | 4.1% | 5.5% |
| 煙酒及用品 | 0.2% | 0.4% | 0.6% | 1.1% | 1.7% |
| 衣著 | -1.3% | -0.5% | -0.5% | 0.0% | 0.4% |
| 家庭設備用品及服務 | 0.6% | 0.9% | 1.5% | 1.8% | 2.1% |
| 醫療保健和個人用品 | 0.5% | 1.3% | 1.4% | 1.3% | 1.4% |
| 交通和通信 | -0.7% | -0.1% | 0.2% | 0.3% | -0.4% |
| 娛樂教育文化 | 0.1% | -0.1% | -0.5% | -1.1% | -1.6% |
| 居住 | 5.0% | 4.4% | 4.8% | 4.5% | 3.8% |
| 居民消費價格指數 | 1.2% | 1.4% | 1.3% | 2.0% | 2.5% |

資料來源：國家統計局

事實上，最值得留意的是衣著類、煙酒及用品類、家庭設備用品及服務類（表 1）的價格都呈現顯著的上升趨勢。儘管它們的升幅不及食品和居住類價格的升幅大，但此類價格的上升是反映個人消費力的增強，未來更有加快的趨勢，而這亦是央行擔心的地方。

在 2001 年至 2005 年期間，雖然居民消費支出上升了 44.1%，但國內生產總值的其他支出部分卻上漲了 93.8%，是居民消費開支的兩倍。內地居民消費增長相對偏低，主要是因為內地的社會保障制度仍未健全，居民多習慣於儲蓄以備不時之需。所以，儘管銀行的存款利率極低，內地居民的總體銀行儲蓄在這段期間仍上升了 91.2% 至 141,000 億元。

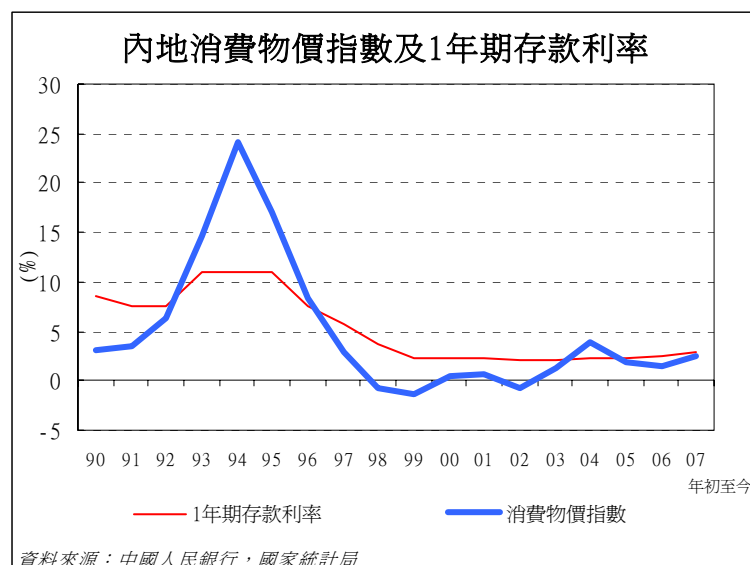
不過，去年內地股票市場的蓬勃發展似乎令此情況有所轉變。隨着股權分置改革的成功推行以及大型 H 股企業返回內地 A 股市場上市掛牌，上海 A 股指數在 2006 年飆升 130.6%，今年年初以來更進一步上升 25%。高回報的股市投資令內地居民紛紛將存款從銀行戶口轉移至股票市場，居民儲蓄存款的按年升幅亦從 2006 年 1 月的 21.1% 迅速下滑至今年 1 月的 9.3%。

內地股民投資情緒高漲，令單日 A 股新增開戶人數在今年 3 月平均達到 115,240 個，是去年同期日均開戶人數的 20 倍。而在銀行排隊購買投資基金的人龍亦處處可見。股票市場持續暢旺，正面的財富效應將可有效刺激私人消費，進一步推動通脹壓力的上升。

食品類價格和房屋租金上揚主要是由於供應方面受遏抑所造成，但消費品物價上升卻是由需求增強帶動，而且有進一步惡化的趨勢。因此，政府必須防患於未然，及早採取緊縮的貨幣政策措施以防止通脹惡化。我們預期政府在今年內將會再上調息口 3 次，每次 27 個點子。

利率政策的角色正在轉變

在第十個五年計劃（2001-2005）中，政府着重於鼓勵投資和出口以促進經濟增長。在這段期間，實質經濟增長平均每年達到 9.4%。但由於消費水平的增長速度遠遠落後於投資和生產的急遽擴張，以致產能過剩，這五年的平均通脹水平只有 1.4%。而這樣的通脹水平使中央銀行可以繼續維持一個極低的利率環境以刺激經濟增長。由於內地的儲蓄水平甚高，因此政府實際是以儲蓄者的利益補貼出口生產者來支持經濟增長。



然而，隨着「十一·五」規劃在 2006 年的推行，內地的通脹前景將會有根本性的變化。在這個新的五年規劃裏，政府的政策重點已經從鼓勵投資和出口轉向刺激私人消費。個人消費開支日益增強，有助吸收過剩的產能，令長期處於供過於求的耐用消費品價格終於在去年擺脫通縮狀態漸漸回升。由於通脹壓力將會跟隨私人消費同步上升，內地經濟在未來幾年將難以維持「十·五」期間的「高增長低通脹」狀態。

此外，隨着銀行改革的進一步深化，商業銀行的經營模式和貸款決定漸漸變得更以市場需求為主導，不再像以往那般單憑關係獲得信貸。與此同時，股票市場的改革進展良好，亦令更多內地企業的融資渠道不再局限於銀行。

由於內地經濟將會逐步從以往的政府主導模式轉向市場經濟，利率政策作為一個貨幣政策的工具將會變得越來越重要。事實上，政府亦傾向於進一步放寬利率管制，穩步推進利率市場化。而今年 1 月份上海銀行間同業拆息（Shibor）的建立就是朝此方向邁出的重要一步。

結語

現時內地資金氾濫，不斷推動資產價格飆升，其潛在風險令內地政府頭痛不已。一方面，內地政府不能坐視不理目前狂熱的股票市場，任由潛在的泡沫風險進一步延續至 2008 年，影響北京奧運會的舉行。但另一方面，內地政府經過多年的努力才成功重振股市，而且刺激內需是「十一·五」規劃的重要目標，內地政府亦不可能「落重藥」令股市泡沫爆破。因此，政府今年度最重要的挑戰將會是如何巧妙地運用利率政策，以抑制通貨膨脹惡化和保持股票市場的健康發展。長遠而言，要抑制因需求擴張所帶動的通脹壓力上升，利率將有相當大的上升空間。