# 中國經濟增長三大憂慮

國際視野 潘迪藍
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

**這個夏天相當糟糕，很多壞消息，「震央」就是中國。上海證券綜合指數在6月和7月直插之後，未能反彈。本來就一直體弱多病的商品市場，以及眾多和中國有關的資產，如礦業股等，以及巴西貨幣雷亞爾等表現都奇差。**

筆者認為即使股市及證券行槓桿對中國經濟影響有限，但目前仍存在隱憂，預料未來一兩年中國經濟增長將會放緩，成績平平，增長須視乎中央有否明確目標及足夠的政治影響力。（資料圖片）

更廣泛地說，人們開始質疑，中國的經濟增長是否會在短期內見底，以及習近平政府是否真正致力於可以在長遠創造可持續增長的市場化改革。

我們認爲，可以從市場走向、短期增長和長期軌迹三方面來考慮這個問題。

## 股市對經濟影響有限

很明顯，中國剛剛經歷了一個由槓桿驅動、與實質經濟活動和企業盈利脫鈎的股市泡沫。內地政府先是鼓勵散户投資者入市；當股市大跌後，又透過令人難以置信的措施去進行干預。這已經嚴重破壞了它的信譽。

然而，很明顯的是，那些認爲股市熊市令個人投資者出現負財富效應，因而令影響蔓延至實體經濟的預測，是相當的離譜和不着邊際。

這是因爲，中國只有大約7%的人口活躍於股市，中國家庭的資產負債表主要都是由房地產、銀行存款及理財產品組成（其中大部分是有效的固定收益投資工具）。股市上的損失對家庭財富會有一些影響，但絶對不至於那麼大。

## 證券行槓桿不算太危險

其他潛在的經濟連鎖效應其實也同樣是有限的。例如，對企業來説，以股權融資只是次要的集資方法，企業融資主要都是倚靠滾存而未分派的盈利（保留盈餘）和銀行貸款。

至於影響蔓延到金融體系，則可以成爲一種憂慮，如果券商因爲鹵莽和不顧後果的「孖展借貸」而開始倒閉的話，但現時並未出現這種情況。

中國的證券行的槓桿比率並不算太危險，平均約爲3倍。相對貝爾斯登和雷曼兄弟當年倒閉時的30倍或以上，仍不算高。

而且，經過過去一年的高成交量，賺取了大筆利潤之後，中國的證券行的現金也相當充裕。事實上，上海股市7月份的每日成交量大約是600億股，比5月份的每日大約540億股還要高。

由於成交持續活躍，因爲金融服務的增值而推動的國內生產總值（GDP）增長，看來並不會大幅下跌。

## 短期經濟放緩難免

股市下跌本身並不會拖累經濟下滑。但是，泡沫爆破會迫使投資者注意一個大家在股價上升時忽略的事實——中國的短期經濟增長前景極其量只是平平，而在未來一兩年繼續放緩，更幾乎是無可避免。

本行的北京團隊的估計是，內地今年的實質經濟增長將會介乎6.5%至7%，明年將回落至接近6%。

至於名義經濟增長率（與工資、企業盈利和債務可持續性較爲相關），將會穩定維持在7%左右。而過去12個月的商品價格下跌造成的短期通縮，亦會對實質經濟增長下滑產生一些抵消作用。

至於今年下半年的經濟增長，則會獲得以下3個因素支持。第一，是人民銀行自從去年11月以來減息4次的作用將會充分發揮。第二，是內地房地產市場正在改善，過去3個月的銷售額都在上升，施工量保持穩定。

第三，是3萬億元人民幣的地方政府債券將會於今年內完成置換（至今只置換了大約三分一），這將會紓緩地方政府的財政限制，讓它們能夠支持基建開支增長。

這些因素極其量只可以令經濟增長在2016年進一步放緩之前暫時穩定下來。但這足以避免內地政府爲了榨取經濟增長而將人民幣貶值，人民幣兑美元的匯率很可能在今年年底前都保持穩定，雖則它的每日交易區間可能會擴闊。

## 習近平重政治多於經濟

真正令人頭痛的問題是，內地政府是否有明確意圖和政治影響力，令經濟回復到可持續發展的軌道。北京或許可以維持經濟增長到明年至少仍然有6%，但增長的質量會很差，因爲它是倚靠槓桿率上升以及國家推動的基建開支。

至於私人投資，即是持續以生產力驅動經濟增長的關鍵，則會繼續放緩。一方面，這是因爲中國的房地產市場的長期興旺已結束。

另一方面，由於內地政府遲遲没有履行解除管制的承諾，亦未有爲私營企業開放更多更廣闊的經濟領域，形成了金融方面的制約，使得基建投資被壓低了。

自從中共在1970年代末期開始經濟改革，它就策略性地對價格、生產和供應配額、國有資產等幾方面放棄直接控制，以促進更强勁的經濟增長。

中共的盤算是，其執政的合法性和權力，將會因爲强有力的經濟增長，而最終得益。習近平在2013年11月的十八屆三中全會發表的中國改革綱領性文件，初時看來好像另一次類似的權衡得失——減少國家直接控制，令經濟更加以市場爲導向及高效，以及提高該黨的威信。

但兩年過後，很明顯，習近平的首要目標其實是加强該黨的政治控制機制，以及爲中國在全球事務中爭取更大的角色。經濟改革最多只是達到這些目的的其中一種手段。

中國之前幾屆的領導人都强調經濟發展的首要地位，但習近平卻將政治目標遠遠放在經濟目標之前，與他們大相逕庭。

以中國目前的環境來説，現狀的既得利益者有很多金錢和很大的能力去抗拒改革，以提高生產力爲目標的經濟改革若不是放在最優先的級別，不可能獲得很大的推動力。

隨着內地經濟增長在未來18個月進一步放緩，值得注意的是，中共最高領導人會不會將其關注重點由政治方面轉移回經濟方面。