

轉型雖艱巨 中國撐得住



■中國已走上轉型不歸路，十多億中國民眾雖然經濟發展程度有別，但都逐步與現代世界接軌。

(法新社資料圖片)

前沿思考

John Mauldin

中國正崩潰嗎？筆者認為，中國某些經濟範疇即使未至於陷入衰退，也面對嚴峻壓力。股市顯然是一場災難，投資者今年若借孖展買入上海或深圳股票，想必也岌岌可危。話雖如此，中國本身並沒有崩潰，雖然個別問題嚴重，但亦有一些經濟範疇持續穩健。面對當前困難，中國將勉強應付過去，至少短期而言會如此。

中國經濟正轉型，假如大家留心，早該覺察到蛛絲馬跡。這次轉型既困難又危機四伏，對世界其他地區可能產生深遠影響，更會改變環球貿易既有格局，過程中有贏家亦有輸家，本文將就上述各方面詳加探討。

進入正題前，先說說上周五公布的美國就業數據，如何影響聯儲局本月的加息決定。

上周五公布的就業報告普普通通，與對上兩年的8月份數據並無二致。過去幾年的8月數字最終大幅上調，2012年8月的新增職位上調9.6萬份，2013年8月最終向上修訂為6.9萬份，去年8月的終值則為21.3萬份。之所以如此，部分原因在於參與調查的公司初步回覆率只有七成左右。很明顯，美國愈來愈像歐洲，8月大家都休假去了，至少負責就業數據的人事部員工都請假了。可以預期，繼6月及7月新增職位數字分別向上修訂為1.4萬份及3萬份後，8月數字未來數月內亦會大幅上調。

加息增衰退應對板斧

上月就業數字不見得太慘淡，不足以令支持加息的鷹派知難而退，也未能迫使鴿派同意加息，一切依舊。筆者倒認為，聯儲局本月應該行動，正如我在本欄多次指出，有確切理由相信低息環境不僅助長不良投資，更會鼓勵企業大耍財技，寧可花錢收購競爭對手，不願購買生產工具跟對方正面交鋒。長線而言，這類行為將扭曲經濟，遏抑經濟學泰斗熊彼得(Joseph Schumpeter)口中的創造性破壞力量。

再者，一旦美國經濟陷入衰退，聯儲局還有什麼政策板斧刺激經濟？誠然，這個可能性現時看來不高，但有可能觸發美國衰退的外部震盪多不勝數。回顧歷史，美國不出9年就會步入衰退，當前經濟復甦雖然相當疲弱，但已持續了好一段時間。難道大家希望，衰退再臨之時，聯儲局只能獨沽一味，推出另一輪大規模量化寬鬆？聯儲局本身的研究也顯示，量寬作用不大；但世界各地的新興市場卻因此受到扭曲，這是有目共睹的，難道大家仍想歷史重演？

筆者並不支持迅速加息，如能每次會議加息八分之一厘而不是一貫的四分之一厘就更好。無論如

何，局方不妨在本月會議加息四分之一厘，下次會議按兵不動，確保市場有時間回氣，到年底前再多加一次息。

難道聯儲局認為美國經濟不堪一擊，連息口輕微上調四分之一厘也承受不了？聯儲局必須補充政策工具，儘管筆者相信，聯邦基金利率再見5厘之日非常遙遠，但只要加息步伐緩慢，美國經濟相信能輕易承受2厘息口。經濟衰退來臨只是遲早問題，兩厘息可讓聯儲局有更多政策工具應對。

加息問題就此打住，現在來看看中國。

A股與經濟可互不相干

大家總是假設，股市表現反映了當地經濟狀況，事實卻不一定如此。股市反映的其實是大家對未來經濟狀況的共識估計，具體而言，股價揭示了企業未來利潤的預期。這個原則大致上適用於美國及中國，但兩者有一大差別，美國大部分上市公司都以逐利為己任，中國上市公司卻不一定如此。

中國股市內有很多國有企業，其領導層聽命於中央。在北京政府眼中，國企是公共政策工具，這些企業賺到錢固然皆大歡喜，但利潤並非首要。假如美股價格釋出的訊號關乎未來多於現在(估值嚴重過高或過低時除外)，那內地股市價格對現在與未來的指導作用就更低。中國股市去年火紅得叫人難以置信，並不代表經濟欣欣向榮，同樣道理，當前股市屢瀉不止，也不代表經濟不景，兩者的關係豈止微弱，簡直互不相干。

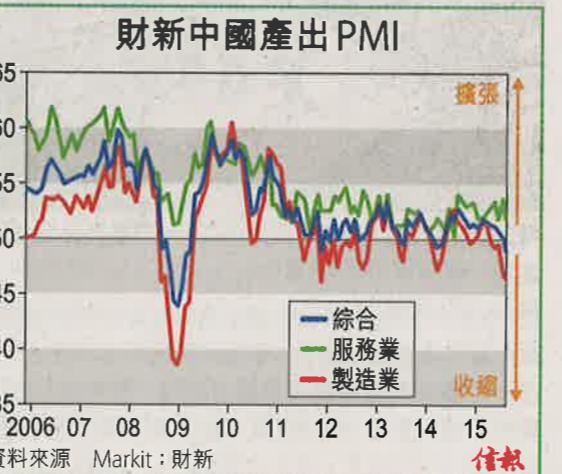
另一方面，中國官方經濟數據也大有問題，說外界對中國其實一無所知，絕不誇張。

過去一個月，筆者收到大量有關中國的專題報告及通訊，其中經濟研究公司龍洲經訊(Gavekal Dragonomics)的文章〈要擔心及不用擔心的中國問題〉(What to Worry About and What Not to in China)尤其可圈可點，特此向讀者推介。筆者向來不喜歡花精力擔心無關緊要的事情，況且，擔心不該擔心的事情很危險，每每忽略真正問題，最後被殺個措手不及，龍洲經訊這篇文章正好讓大家分清問題輕重。

秉承龍洲經訊的行文風格，以下先說說中國利好一面，不利及醜陋之處容後再談。

中國房地產價格將穩定下來：關於中國近年大興土木，結果建起一座座「鬼城」，大家都耳熟能詳。這並非謠言，政府命令開城建屋，旨在安置農村人口，方便他們到城內工廠謀生。地方政府多達80%收入來自賣地，基本上就是收集價格極低的農地，將之列作發展地皮，賺取遠高於成本的利潤。

鬼城不會永遠空置，未來幾年將陸續有居民遷



入。內地樓市泡沫，源於年輕人渴望定居於個別受歡迎的城鎮，即使個別城市的樓市泡沫爆破，較廣泛的內部遷移趨勢將支持樓市。

中國正由投資主導轉型至消費主導：中國靠出口及基建開支崛起的階段已步入尾聲，下個任務是重新建構經濟，減少倚賴出口，加強消費需求及服務業的角色。轉型過程中，經濟表現有時會慘不忍睹。新中國8月份製造業採購經理指數（PMI）進一步收縮，而且連續6個月跌穿榮枯分界線。服務業PMI雖然也下跌，但跌幅少很多，更重要的是，指數一直溫和擴張【圖】。

筆者聽聞，一家世界知名的美國對沖基金早前匯報，在中國有四項重大投資，全都是服務業與製造業無關。表現最遜色的一家公司每年增長也超過20%，個別公司的表現更強勁得多。雖然只是道聽途說，相信也有一定參考價值。

服務抬頭尚有刺激彈藥

今天的中國跟大家父母輩所認識的中國不能同日而語，服務業佔經濟活動五成之強，且正持續增長，增幅明顯強勁，足以抵消製造業收縮的影響。可別忘記，中國國內生產總值（GDP）過去一年的增幅無論以美元或人民幣計算，都比2003年中國經濟被視為「奇蹟」時高出一倍。這有助大家客觀地理解當地經濟增長降溫的處境。正如筆者再指出，大數法則之下，中國經濟未來增幅以百分率計算定會放慢。

尚有空間加推刺激措施：中國政府不惜工本支撐股市，又透過形形色色的干預穩住人民幣匯價。當局到底花了多少錢救市？坊間眾說紛紛，但2000億美元之數雖不中亦不遠矣。北京未來將須花費更多，唯一叫人欣慰的是，他們花得起。

除了數萬億美元外匯儲備之外，中國人民銀行也大有空間推出貨幣政策措施。當地現時的短期利率超過4厘，遠高於世界大部分地區，這意味人民幣匯幅減息多幾次，而毋須顧慮人民幣匯價過度疲弱。而且確，人民幣早前一口氣貶值了2%至3%，但考慮到歐羅與日圓兌美元已貶值了超過30%，西方對人民幣貶值反應之大實在可笑。

中國銀行體系相當穩健，銀行甚少涉足股票業務；至於內地券商，資本要求以西方標準而言實在非常保守。龍洲經訊指出，當地系統性危機不足為患。儘管如此，中國經濟放緩可能變本加厲，外界關注絕非杞人憂天，以下是中國當前不利及醜陋的問題。

工業產能閒置：由投資主導的出口型經濟蛻變成消費主導的服務型經濟，過程需時多年，工業活動勢將大受打擊。乍聽之下可能難以置信，但多年來，中國下崗鐵工人的數目比美國及歐洲還多。只怪煉鋼設施太多，各省各地似乎都想擁有自己的煉鋼廠，釀成產能膨脹過度，相信問題至今仍揮之不去。

「一帶一路」難救近火

中央寄望，極具野心（且開支高昂）的「一帶一路」計劃一經上馬，國內部分閒置產能就有用武之地。這個策略也許能發揮一定作用，但前提是出口萎縮之下不會拖慢計劃推展。然而，「一帶一路」將歷時數十年，難以在未來數季甚至數年內紓緩中國經濟的壓力。

為人父母或當僱主的都知道，萬萬不能讓子女或工人游手好閒，他們無所事事就會自找麻煩。北京政府最不願意看到的是數百萬工廠工人游手好閒（失業）。中國竟然跟美國同病相憐，實在有點兒諷刺，兩國都面對製造業工人過剩，不知如何幫助他們轉型至服務行業的煩惱。對中國來說，唯一值得慶幸的是，當地製造業工人工資遠低於美國，轉行不致帶來太大的經濟衝擊。

中國股票估值仍然過高：儘管內地股票最近已跌了不少，但無論以哪套標準衡量，當前估值仍相當高。內地股市向來由散戶主導，他們以賭博心態炒股，早前的升浪是大家跟紅頂白推動，根本沒有理據可言，如今下跌只是打回原形而已。

值得一提的是，個別內地股票已停止交易多個星

期，政府又禁止上市公司內部人士沽售股票，因此現時指數估值及股價是否可信，實在難以說得準，筆者認為大多不可信，這就帶出中國醜陋的問題。

在中國不知可以信誰：直至兩三個月前，大部分中國觀察仍相信，當地領導人已經深思熟慮，想好了全盤經濟政策，但現時仍有這種想法者，恐怕不多。

美國經濟學家羅斯托1960年撰寫《經濟增長Growth: A Non-Communist Manifesto》一書，指出傳統農業社會轉型為現代大眾消費社會，須經歷5個階段。推動第一至第三個階段的發展，由上而下的指令式政府尤其得心應手，但到了第四及第五階段，同一種政府模式卻行不通，經濟必須由下而上且靠消費推動。這雖是羅斯托一家之言，但過去55年一直屢試不爽。

在推動發展方面，中國領導人過去35年居功至偉，尤其想到中國本來一窮二白，經濟成就更是史無前例，值得嘉許。不過，正如投資者必須牢記往績，不代表未來表現一樣，中國政府未來決策的質素如何，大家亦應有所保留。假如在股市暴挫時，中國領導人確有全盤策略，事到如今肯定已拋諸腦後。中央有一下、沒一下地干預股市，言論又自相矛盾，不可能出於任何理性計劃。

市場化形象一朝喪

北京政府多年來言之鑿鑿，幾乎叫所有人相信中國真的尊重市場紀律，但在短短兩個月之間，這場公關攻勢一敗塗地，多年努力全然白費。最樂觀的解讀方式是，國家主席習近平辣手打貪，導致中央領導層亂作一團，彼此無法協調訊息及干預策略。即使屬實，這顯然也非好事。

不少人認為，至少人民銀行的官員是能幹的，以中國的標準而言也算享有一定的獨立自主，免受政治干涉，但這種想法已經改變。中國政府再一次變成黑箱作業，至少在經濟政策方面確是如此，沒有人知道誰負責決策，政策背後的目的也不得而知。

正如筆者與同事雷伊（Worth Wray）在新作《大躍進？》（A Great Leap Forward?）中指出，中國已走上轉型不歸路，十多億中國民眾雖然經濟發展程度有別，但都逐步與現代世界接軌，這在人類史上前所未見，過程幾經波折，實屬意料中事。但無論如何，轉型將會繼續，因為中國沒有別的選擇。

投資者關心中國股市及貨幣，即使經過年初以來的刺激措施，中國領導人手上仍有很多救市彈藥，只要他們肯花錢，托市可以持續一段長時間，但免不了耗費儲備。

北京政府向來重視維穩多於自由市場，筆者相信以後也一樣。風險在於他們把問題掃到地氈底下，擋着不去解決，最終到了無法應付的地步，不得不掀開地氈面對現實。這一切發生在中國會有什麼後果，實在不得而知，但肯定不容樂觀。

短期而言，最大威脅並不在中國本身，而是中國的能源及原材料供應國。隨着中國繼續轉型至服務業，減少倚賴基建投資及製造業，澳洲、巴西、智利、安哥拉、沙地阿拉伯及俄羅斯等國家定必吃虧。中國將逐步減少入口原材料，不會一下子「閉水喉」；上述商品出口國亦不得不減少購買美國、加拿大及歐洲的產品及服務。

大家都會感受到中國的痛楚，只是程度不同而已，正正基於這個原因，筆者相信中國最終會撐過去。基於經濟規模巨大，中國的影響力實際上已伸延至全世界。一如中國經濟增長，大家可以分一杯羹；中國經濟收縮，大家也不能獨善其身。

作者為署名投資分析專家，其前沿思考（Thoughts from the Frontline）是目前全球發布範圍最廣的投資通訊，擁有過百萬讀者。

John Mauldin 擁有極強洞察能力，擅長解構複雜的金融現象，每周對華爾街、全球金融市場和經濟歷史提出精闢見解，極具參考價值。

《信報》為大中華區唯一刊載 John Mauldin 投資通訊的中文媒體，內容由《信報》翻譯。逢周三在《信報》及信報網站 www.hkej.com 刊出。