

# 內地救經濟 不問何時如何



國際視野 潘迪藍  
Gavekal Dragonomics  
資深經濟師

隨着中國經濟的疲弱蔓延至勞動力市場和零售消費，經濟增長正放慢至內地政府定下的7%目標以下。因此，內地決策者再次隨即採取行動，在一個多星期前宣布推出措施，希望催谷汽車和住房的銷售。但是，是否多一些刺激措施，就足以阻止經濟增長下滑，以及扭轉人們對內地經濟的負面情緒呢？在這方面，我們探討了中國刺激經濟增長的四種可能方案。

## 微刺激未改變負面情緒

一、蕭規曹隨，推出更多的微刺激措施。直至目前，內地政府的做法一直是穩步推出很多不同的扶持措施，包括減息、降低銀行的存款準備金率，由中央政府撥款來支持基建，為企業提供稅務減免，對消費開支作出一些針對性的支持，以及非常溫和的貨幣貶值等。簡言之，這種策略就是以積小成多、「山大斬埋有柴」的方式來支持投資和消費。

內地政府在個多星期前宣布，將1.6升及以下排量的乘用車的「車輛購置稅」削減一半，以及將按揭供款方式買樓的首期最低比例由30%降低至25%（在實施限購措施的城市，對居民家庭首次購買普通住房的商業性個人住房貸款），亦是這套劇本內的招數。外間對中國政策的共識是，在未來幾個月，這種做法還會繼續，源源不斷地推出一些寬鬆措施。而這個共識亦是中國最可能採取的方案。

但問題是，這種策略並沒有引致商業周期或情緒出現根本性的好轉。內地減息的累積幅度已經相當大，而經濟中對於利率敏感的板塊亦已經有所反應，例如住房的銷量和價格就已經反彈得不錯。但是，因為之前幾年落成的住房仍然有相當多積壓着未賣出，住房投資仍然處於低迷狀態。在建造業未有出現回升的情形下，內地的商業周期並未轉勢。

## 債務融資加碼難度大

二、內地政府第二種可能的方案，就是重施故技，好像2008年般一下子落重藥，來震懾市場。內地政府可能試圖比市場預期做得更多和更快，而不是以「擠牙膏」或「細水長流」的方式逐步少地推出微刺激措施。就好像當年金融海嘯爆發後，內地政府可以迅速減息，指令國有銀行盡可能加快放貸，以及公共工程項目加速進行。因為之前已經做過一次，內地政府完全可以重施故技。

但是，我們並不認為重複這種大型刺激的可能性很

高，或者非常有效。要簡單地重複2008年的大規模刺激經濟措施，實際上亦非常困難。真正的問題並不是因為當年的市場反應過度，而是那些刺激措施以及其後遺症至今也未完全消失。

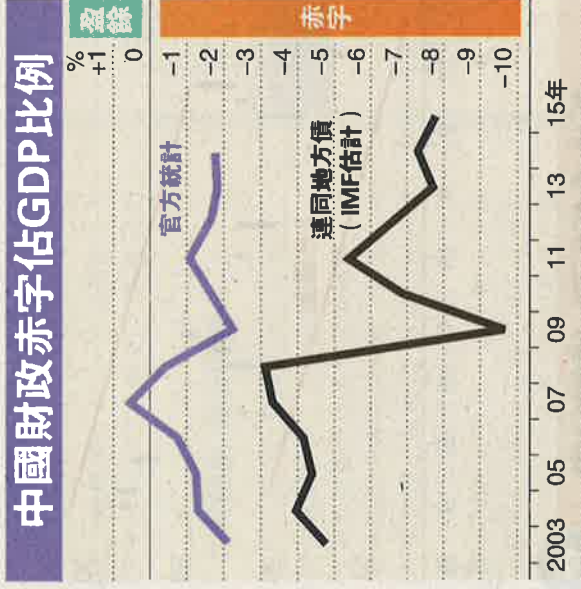
若將地方政府在預算之外的所有貸款也計算在內，由2009年開始，內地每年的財政赤字其實已相當於內地GDP的8%至10%（見圖）。現時，內地在基建方面的固定資產投資每個月已經超過1萬億元人民幣，2013、2014和2015年的增長率都高達大約20%。換句話說，以債務融資進行基建來刺激經濟，實際上一直都在全面推行，根本就沒有停止過。因此，內地政府若要在這方面顯著增加刺激力度，將是相當困難的。

## 增加福利推動消費

三、若是在更多微刺激措施以及重施2008年的故技之間中間落墨，內地政府則較可能傾向前者。但是，這並不是一個好的方法，因為還有其他的選擇。雖然有些方法的可能性也不太高，但仍然值得探討一下。

例如，內地可以推行一套真正的刺激消費政策。確實有一些觀察家主張，中國現在就應該全面減息以及刺激借貸。然而，大多數觀察家都承認，問題是錢花在甚麼地方；若以債務來支持更多的基建開支，是不可能帶來很大的好處，甚至有可能令事情變得更糟。因此，外間典型的建議是，內地政府應該刺激消費開支，而不是刺激投資。

其中一種選擇，就是世界銀行中國局局長郝福滿（Bert Hofman）近期提出的，由中央政府去發行足夠的債券，以改善提供給農民工的社會福利，這是有道理的。因為正是這樣的巨大財政成本，令地方政府不願取消隱藏於現行戶籍（戶口）制度內的歧視性制度。若能推行這種政策，將會在短期內對消費開支產生很大和很直接的支持作用。對於城鎮化以及相關的聚群效應，這亦可以產生長遠作用。還有一些研究顯



明報製圖



作者認為目前最有可能出現的情形是，內地政府不斷推出支持經濟增長的政策，但經濟增長卻繼續放緩。（資料圖片）

示，增加這些社會福利，並不需要令人憂慮地每年投入以萬億美元計的開支，只需要每年投入大約1000億美元。這只需要內地政府將總開支增加3%至4%。

## 淘汰過剩產能 令銀行啟動信貸

四、透過削減過剩產能來回復商業周期。這個方案不是將重點放在找出新方法來支持需求，而是將重點放在處理供應方面。現時，正是因為供應過剩，而對以建業驅動的商業周期產生最大的拖後腿作用。

曾任國務院發展研究中心副主任的劉世錦就建議，由中央政府發債去資助受削減過剩產能影響最大的重工業板塊。關閉這些產能，將會推高工業材料的價格，令毛利率上升。這亦可以讓留下來企業為其未來投資制訂合理的計劃。劉世錦估計，他的計劃只需要3000億元人民幣。對於一個每年稅收15萬億元人民幣的國家來說，這並不是一個很大的數目。

而另一個更加進取的方法，就是由中央政府去支持私營企業進行大規模的債務重組，以清理銀行的資產負債表，令到銀行可以重新啟動信貸周期。為了協助地方政府重組債務，中央政府已經承諾推行3萬億元人民幣的地方債置換計劃，以買入它們在預算之外的部分債務。這個進取方法，其實就是使用同一原理。

當然，在政治上，這是截然不同的。因為內地政府現時的政策是，要避免企業出現債務違約，以及要讓負債的企業更容易地繼續經營。這個進取的做法可說是對現時的政策作出重大調整。

對於中國來說，最有可能出現的情形是，內地政府不斷宣布推出支持經濟增長的政策，但經濟增長卻繼續放緩，而又不至於崩潰。這可能不算是某些人憂慮的災難性情形，但也不是十分正面。若對過剩產能進行更加激進的重組，可能會出現失業和社會動盪問題，令國民恐慌。若以債務融資來支持消費開支，又可能會引發市場憂慮內地政府債務井噴式增長以及財政崩潰。不論中國做什麼，其他國家總會有一些問題憂慮。