

奧運結束 無礙中國經濟增長

國際視野

Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

過去一年，投資者不斷反問自己，在奧運之後，中國的經濟增長會否出現「插水式」的下跌？他們的理論似乎都是，為了舉辦奧運的大型基建活動結束，中國就好像一部死了火的汽車般。但我卻一直認為，這種想法是荒謬的。

中國在過去6年用於有關奧運的支出高達420億美元，不錯是一個大數目，但若與同期中國的51萬億元人民幣固定資產投資（以現時匯率計算，約相當於7.4萬億美元）相比，卻只佔0.5%多一點。而且，在420億美元中，少於一成是用於比賽場館和選手村等奧運專用設施，絕大部分都是用於一般基建項目，例如地鐵路線、環保項目等。這些錢是不論如何都會投資的，只不過因為北京舉辦奧運，而加速一些進行而已。

在未來幾年，這些項目仍會繼續。例如，在奧運舉行期間，北京有4條新的地鐵路線投入服務；而在未來10年，則計劃動工興建另外14條地鐵路線。大體而言，奧運結束並不意味着城市化的結束。以中國城市人口每年增加1500萬計，在相當一段時間內，全國對房屋及相關基建的需求仍會維持強勁。

經濟增9% 通脹升5%

但是，奧運結束了，中國經濟增長正在放緩，上海股市經歷了大瀉，究竟誰是因，誰是果？這很難說，經濟由2007年底開始出現一次周期性放緩，幾乎全部是因為美國需求下跌影響到中國出口增長的結果。這對本土投資會有一些影響，但會被增加的家庭消費力和國家財政預算開支所抵消。至於股市，則是投機者的「夢幻島」，與真實經濟並無必然關係，不應該將之視為引領方向的指標。

以下是我對中國後奧運年的看法：

1. 在明年初或之前，經濟增長會降至9%，通脹則為5%。中國的經濟增長速度正由過去兩年的每年增長11%放緩，但這差不多完全是因為貿易盈餘減少。以今年上半年來說，貿易盈餘以人民幣計算就比去年同期下跌了20%。實質的本土投資亦在溫和地放緩；而消費則仍在加速。

在通脹方面，近月來食品價格下跌，已令消費物價指數（CPI）增幅由8.7%回落至6.3%。但製造品的價格則仍然在上升（今年上半年上升了2%，而在1998年至2006年間，則大部分時間為下跌），因為單位勞工成本上升。

由於這個原因，以及中國政府還要把過往人為壓下來的能源價格調升，所以，我相信

中國的通脹很難明顯低於5%。這是正常的，因為在1960年代日本經濟快速增長時期，其消費物價指數增幅平均每年也是6%。在未來幾年，中國經濟每年增長大約9%，以及通脹大約5%，將會證實是可持續的組合。

2. 政策繼續調整。在國家主席胡錦濤和總理溫家寶的首個任期（2003年至2007年），基本的立場是，十分寬鬆的貨幣政策（每年貸款增長率平均為16.3%），以及相對較緊的財政政策。中國國債由2002年的相當於GDP的20%，下跌至2007年的相當於GDP的17%；而在2007年，政府財政預算取得了盈餘。

在胡錦濤和溫家寶的第二個任期（2008年至2012年），我們將會看到較緊的貨幣政策，以及較寬鬆的財政政策。收緊貨幣政策的基本理由是，資金成本要高一些，才能令投資有效率，以及減少浪費資源。而較寬鬆的財政政策則可以支持社會服務和家庭消費。

繼續寬財政緊貨幣政策

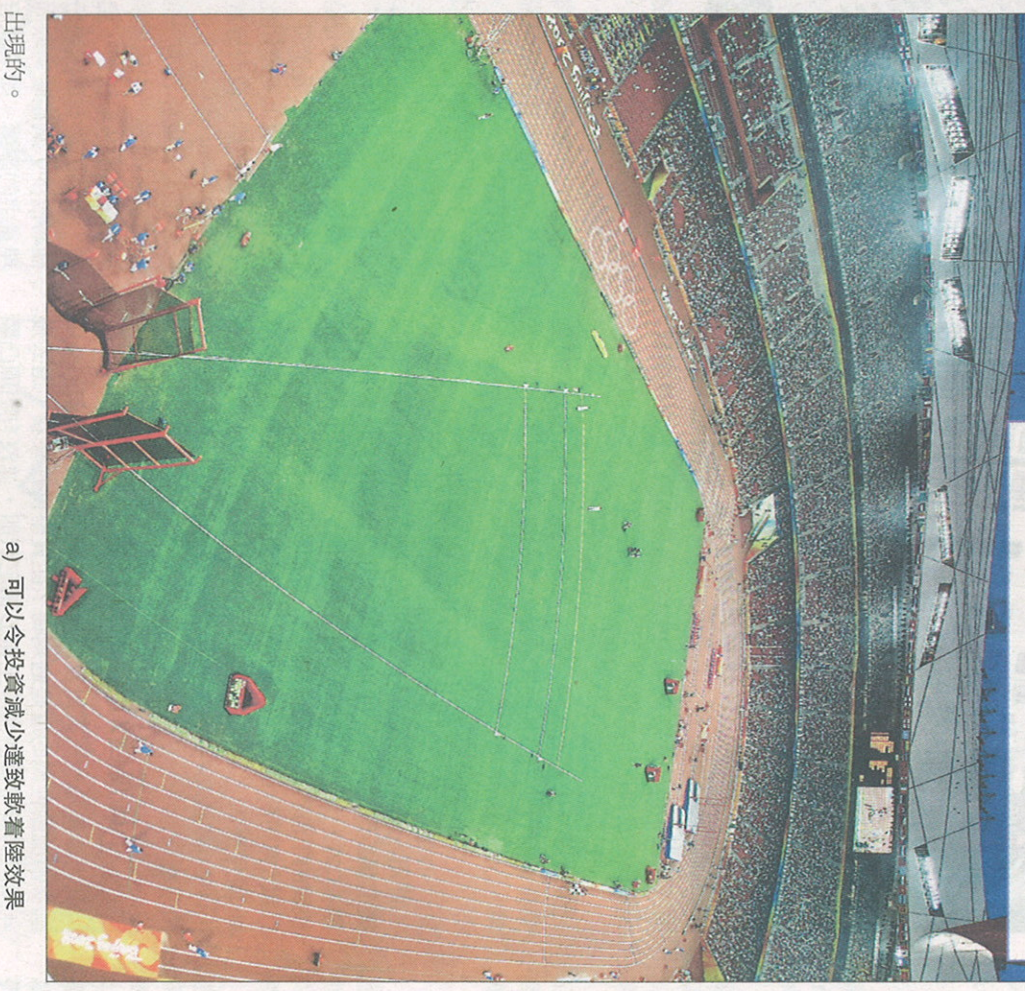
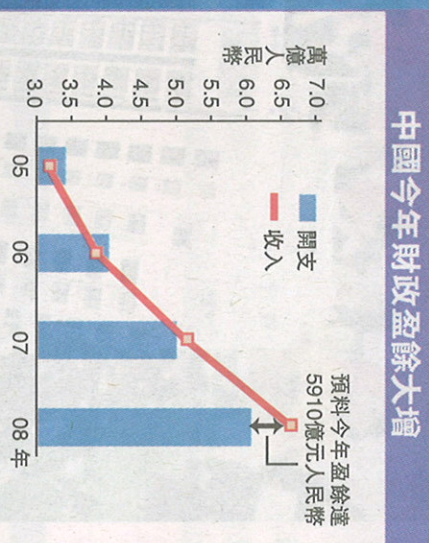
近來很多評論員聲稱，中國政府對經濟增長速度放緩表現恐懼，正準備一些較寬鬆的貨幣政策，以及財政刺激方案，以抵消放緩。我則看不到這樣的迹象。

上月的貸款增幅是提高了一點，但全年的貸款增長目標仍然是14.5%，明顯低於胡溫首個任期內的平均每年增長16.3%。我們預期，貨幣政策比前五年相對收緊這一趨勢仍會繼續。在財政政策方面，我同樣看不到有恐懼的迹象。反而，中國政府看來可在今年錄得巨額財政盈餘，合理地，可能會將那筆額外的盈餘用掉，而非儲下來。

根據中國政府的預算，2008年的財政開支會增長23%，至6.1萬億元人民幣。但在今年上半年，財政收入的增長率高達33.3%。即使假設財政收入的全年增長率放緩至30%，中國政府今年的財政盈餘仍將高達5910億元人民幣，幾乎是財政開支的10%和GDP的2%（見圖）！

一個低收入、負債也不太高（相當於GDP的16%）的發展中國家政府要管理一大筆財政盈餘，這種個案是極罕有的。唯一負責任的做法，就是將之用掉。這正是我預期

中國在過去6年用於有關奧運的支出高達420億美元，絕大部分都是用於一般基建項目，所以奧運過後，中國經濟仍可以維持不俗的增長，圖為舉行京奧回徑比賽的主場館。
（中通社）



出現的。

中國政府終可獲經濟金牌

但這亦帶來了兩個新的問題：那些錢將會怎樣花？將會產生什麼衝擊？用來償還部分國債，以及四川災後重建，將會是最優先的。之後，可能還會有超過3000億元人民幣，我們估計，其中三分之二會用於和建立「和諧社會」有關的計劃，三分之一則會用於傳統基建投資。某些東西暫停徵稅也是可能的，以幫助一些受收緊的貨幣政策影響的行業，中小型企業可能會受惠。

這樣將會產生以下的效應：

- 可以令投資減少導致軟着陸效果
- 政府開支將會增加
- 個人消費開支亦會提高
- 貿易盈餘會繼續減少，

因為儲蓄和投資的差距收窄（消費增加，儲蓄率減少，而投資率則維持穩定）。這亦會產生一種副作用，減低人民幣升值的壓力，雖然我們預測未來一年，人民幣相對中國主要貿易國的貨幣仍會升值5%至6%。

換句話說，中國的後奧運年看來相當不錯。如果它一如計劃般發展，中國政府將值得獲頒一面金牌，以表揚它平安掌舵通過風高浪急的「經濟之海」。