

內地明年增長或跌穿底線



國際視野 潘迪藍
Gavekal Dragonomics
資深經濟師

今年初市場對人民幣貶值的恐慌似乎已成過去，報章頭條近期已很少再有這樣的報道。內地政府近期的自信和沾沾自喜，似乎是來自兩大支柱——人民幣匯率相對穩定，以及經濟增長看來可以達到至少6.5%的目標。

但是，第二條支柱並不太可靠。因為內地的商業周期在今年上半年已經見頂，現時正在明顯放緩。比較大的可能性是，內地的經濟增長今年還可以達標，但明年就不行。當這趨勢變得愈來愈明顯時，會否令環球市場震盪？

某程度上，這個問題其實是中國更宏觀的發展前景問題的縮影。正如習近平多個星期前在G20高峰會常所說，很多人都想知道，內地經濟能否繼續穩定增長，內地是否能夠繼續改革開放？

習近平當然以肯定的口吻表示，內地有信心和有能力維持中高速的經濟增長，內地的改革步伐將會穩步前進，不會慢下來。對於習近平來說，在未來一段日子，令內地的經濟情況遠離報章的頭條新聞，無疑會較為符合他的利益。因為中國共產黨將會在2017年底舉行十九大（第十九次全國代表大會），屆時很多領導職位將會換人。在此之前，習近平會覺得，有需要防止任何有關經濟的壞消息以及任何戲劇性的政策轉變曝光，以免擾亂其精心策劃的政治佈局。

為每年GDP增長定底線 致樓價急升

但這世界往往是事與願違。習近平已經明確地表示，經濟增長是頭等大事——他曾經在去年11月的演說中宣布，2016年至2020年這5年間的GDP增長將不會低於6.5%。以往的5年計劃只是以期限內的平均經濟增長來設定目標，但習近平這次卻是給每一年的經濟增長定下底線。

由於習近平發出了這個信息，內地的經濟官僚主義只好以放寬貸款等多種措施來刺激住宅銷售。由地產業引發的建造業和工業活動反彈，確實有助消除對經濟問題的短期憂慮。但這樣做卻要付出很大的代價——不但只令樓價急升，遠超官方覺得安心的水平；這種毫無保留的刺激手段，更削弱了政府承諾推行經濟改革的信譽。

事實證明，GDP增長並不是唯一的重要事情。如何減低中產階級對高樓價的不滿，以及維持商界和金融界對中國未來前景的信心，同樣十分重要。因此，近幾個月，人民銀行已經令信貸增長放慢，一些城市的地方政府已經重新對房地產市場施加限制措施。中央政府也加倍談論所謂「供給側結構性改革」。

當然，這一切還只是小修小補，因為整體來說，內

圖1：內房見下調趨勢

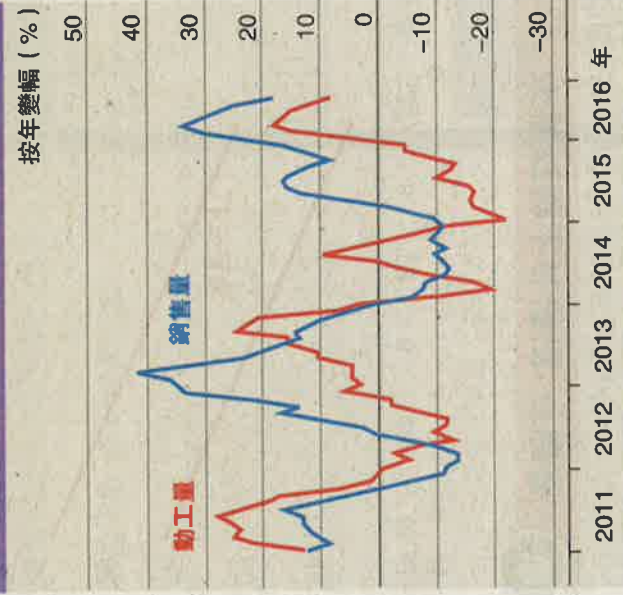
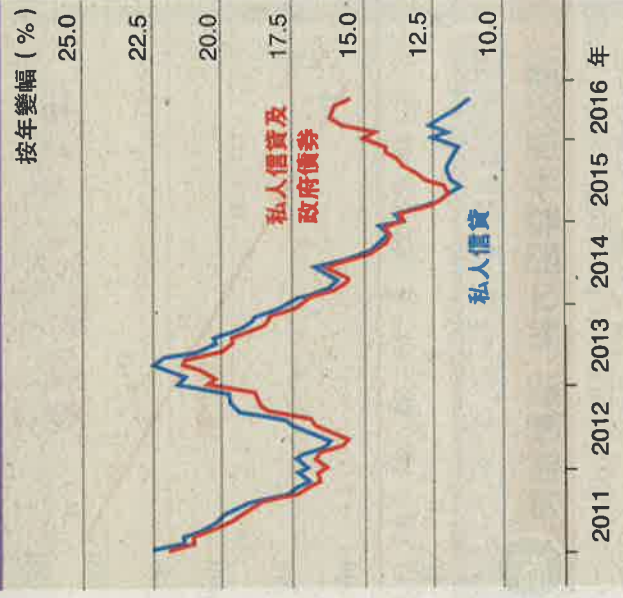


圖2：信貸增長見放緩迹象



地的政策仍然是極盡刺激能事的：很多信貸增長仍然是名義GDP增長的兩倍或以上；財政預算之內和之外的刺激合計，仍然高達內地GDP的8%至10%。

未來半年增長跌破6.5%不出奇

以貨幣政策這麼寬鬆來看，內地房地產的放緩應該是相當漸進的。但問題是，房地產基本上是現時唯一的主要增長動力，因為經濟的其他板塊對於刺激政策的反應愈來愈小。

今年以來，製造業和服務業的投資已穩定放緩。由於基礎較高，房屋銷售和投資的增長很可能在明年初變成負數。隨着房地產的貢獻減少，內地的經濟增長屆時有可能會令人失望。不過，即使內地的經濟增長在未來6個月內放慢至6.5%以下，看來仍不至於引致中國出現另一場金融市場的信心危機。這完全是因為，內地政府對於任何經濟增長放緩的回應，都是毫不猶豫地將寬鬆政策再放寬。內地官員已經注意到經濟增長下行的趨勢，有些更已經公開呼籲推行減息等措施。

然而，人民銀行已經異常直接地暗示，現階段它希望保持利率穩定。有些觀察家因而擔心，內地政府將「供給側改革」搶佔輿論陣地，其實是意味着，它將會對經濟增長放緩袖手旁觀。

人行暗示保持利率穩定 留政策彈藥

我個人認為，這種情形不會發生。因為人民銀行應該知道經濟增長正在放緩，它只是保留政策彈藥，當經濟增長放緩至出招會產生較大的影響時，它才出招。因此，2017年最可能的情形是，好像中國自2012年以來定期經歷的小周期一樣：經濟增長放緩，政策更寬鬆，經濟增長隨後穩定下來，周而復始。

多一個這樣的周期，肯定不會減少人們中國經濟的長期憂慮。因為它意味着，金融體系的壓力只會繼續



習近平給每一年的經濟增長定下底線，內地的經濟官僚主義只好以放寬貸款等多種措施來刺激住宅銷售，但這樣做會令樓價急升，甚至遠超官方能接受的水平。這種毫無保留的刺激手段，更削弱了政府承諾推行經濟改革的信譽。

(資料圖片)

增加。

然而，短期來說，金融市場的參與者更加關心的是，內地政府是否能夠令經濟增長走勢受控。能否達到6.5%這個隨意和武斷地定下的目標，是政治問題，多過實際的經濟問題。

但現任政府將GDP增長目標提升到這麼高的政治層次，對於處理金融板塊的問題卻顯得興趣不大，仍然會削弱它在經濟方面的信譽。