

# 內地穩經濟三大支柱



國際視野  
Gavekal Dragonomics  
資深經濟師  
潘迪藍

中國大陸已經連續三季保持6.7%的實質GDP增長，即使這個增長數字不算很高，但這種穩定性也是不尋常的。對於中共來說，這種穩定性就更加珍貴。因為中共現時正專注於籌備明年召開的中共第十九次全國代表大會，對習近平制定其第二屆任期的任務，可說是頭等大事。那麼，內地在究竟憑什麼支柱來支持其經濟穩定增長？這些支柱又能夠支撐多久呢？個人認為，主要有以下三大支柱。

## (一) 商品通縮結束

商品價格和內地的生產價格指數 (PPI) 連跌4年之後，終於在今年第一季止跌。今年9月，內地的生產價格指數還按年上升0.1%。當價格停止下跌時，飽受困擾的重工業得到一些舒緩，企業盈利亦出現反彈。

但是，儘管商品通縮已經結束，新一輪的通脹還沒有開始。近期的價格反彈與之前的跌價相比，亦顯得微不足道。在全球需求沒有激增的情況下，商品價格可能只會相對低的水平徘徊，雖然可能有較大的波幅。

然而，在未來9個月左右，內地的經濟數據將會受惠於這種穩定性。由於去年的基數較低，在未來幾個月，生產價格指數將會拾級而上，到了明年第一季會出現強勁增長。因此，工業板塊和企業盈利的名義增長將會持續看好一段時間，雖然實際上，有關活動只是穩定下來，而不是真正復蘇。

## (二) 寬鬆信貸

由於按揭貸款持續上升，內地的債務仍然會維持快速增長。今年9月，民間信貸就按年增長11.3%，包括政府債券的內地總信貸更按年增長15.5%。

由現在到明年舉行「十九大」之前，內地的領導人都沒有打算推出任何嚴厲的緊縮政策，或者顛覆性的改革。所以，一般來說，內地的信貸和債務仍然會快速增長。但和今年初的高峰期相比，內地的信貸增長已經有些回落。而且，某些地區的房地產泡沫，已經令人愈來愈不安。

愈不安。

10月初，人民銀行要求內地的商業銀行密切關注按揭貸款，人民銀行行長周小川對於內地信貸增長的速度，表明不安。雖然信貸政策並沒有明顯收緊，但亦肯定不會放鬆。因此，在未來幾個月，信貸增長極可能逐漸減慢。

## (三) 房地產市場復蘇

事實上，這段時間，內地經濟增長的真正驅動力仍然只有一個，那就是房地產。但不幸的是，這個引擎的結構性增長潛力在幾年前已經見頂。因此，它需要愈來愈強的刺激，才能夠產生令人滿意的增長率。

內地房地產銷售近年的不尋常波動，顯示了它變得非常倚賴政府的政策。在2015年末段，內地的住房銷售增長曾經顯著放緩。直至12月，內地政府宣布「去庫存」政策，以及按揭貸款隨後激增之後，住房銷售增長才反彈。

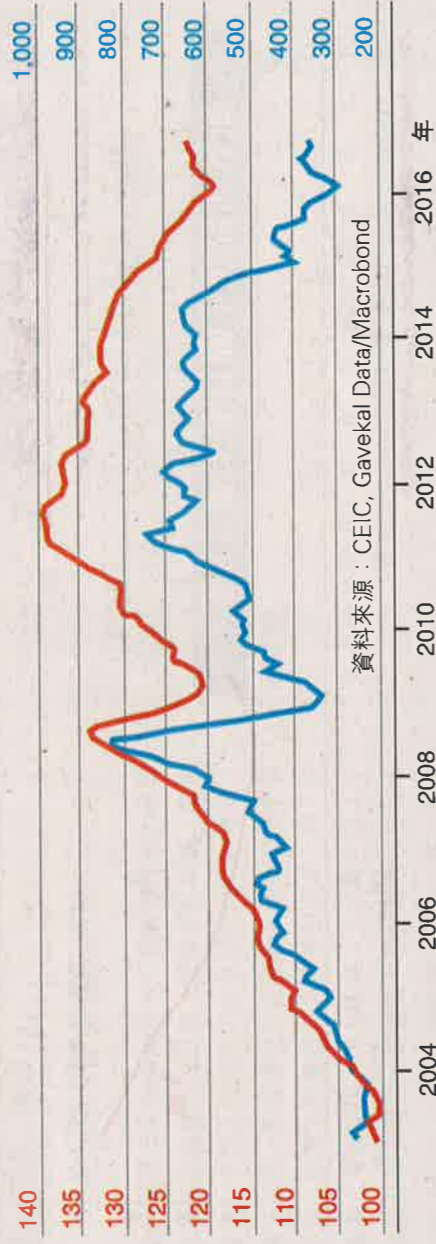
今年5月，內地政府對「供給側改革」發表一些強硬言論之後，內地的住房銷售額增長又再大幅放緩，直至3個月才再次反彈。今年8月份，內地的住房銷售額按年增長20%；隨後又在9月份按年增長34%。這已經與今年4月份的按年增長44%相差不遠。這種程度，已足以令人民銀行感到不安，以及驅使幾個大城市在10月份重新實施限購措施。

行內很多數據預測，10月份的住房銷售額將會顯著放緩，雖然今年餘下時間的銷售增長仍算快速。但這個問題在明年將會更加明顯，因為今年已經預先透支了這麼多購買力，明年實在很難看到住房銷售額再顯著增長，尤其是內地的信貸增長已不再加速。

因此，在經濟增長的三大支柱之中，房地產復蘇看來卻是最靠不住的。明年初，內地的住房銷售額更很可能出現回落，儘管政府的政策仍然寬鬆，建築和投資活

## 擺脫通縮 但通脹仍疲弱

中國工業品產出價格指數



資料來源：CEIC, Gavekal Data/Macrobond



商品價格和內地的生產價格指數 (PPI) 連跌4年之後，終於在今年第一季止跌。當價格停止下跌時，飽受困擾的重工業得到一些舒緩，企業盈利亦出現反彈。但是近期的價格反彈與之前的跌價相比，亦顯得微不足道。  
(資料圖片)

動可能只是略為放緩，當沿海省份的庫存下降之後，就會刺激地產商興建新樓。當然，內地政府並不是要打擊房地產市場。但是，內地政府對於信貸激增造成的房地產泡沫的政治和金融風險，確實感到不安。

因此，在支持經濟增長和壓抑樓價兩個選擇之間，將會出現很多政策微調和波動。但是，這些舉措不會真正改變內地經濟增長優先、避免推行高風險改革、容忍銀行和國有企業的結構問題有有限度惡化的總體戰略。