

# 內地經濟回升的假象



國際視野 潘迪藍  
Gavekal Dragonomics  
資深經濟師

中國去年第四季和今年第一季的GDP增長分別達到6.8%和6.9%，已經連續兩季回升，是2009年以來第一次出現。經濟學家正在調高他們對中國的全年經濟預測。一般來說，市場對中國經濟的看法，都比往年樂觀。

內地政府近期刺激政策的成功，似乎證明了中國確實能夠維持經濟高速增长很多年。那麼，中國是否真的避開了很多人認為無可避免的經濟放緩呢？未必。

由2015年底開始，隨着按揭貸款激增，內地的房屋銷售和建造業重上高峰，從而帶動了製造業復蘇。可是，儘管樓市周期的影響力不宜低估，但內地的經濟增長潛力仍在下跌。內地政府反覆利用國有企業來刺激短期的經濟活動，其實只會削弱私營板塊，令生產力增長下降。中國現時的5年計劃要求，在2020年或之前，經濟增長率都不能低於6.5%。

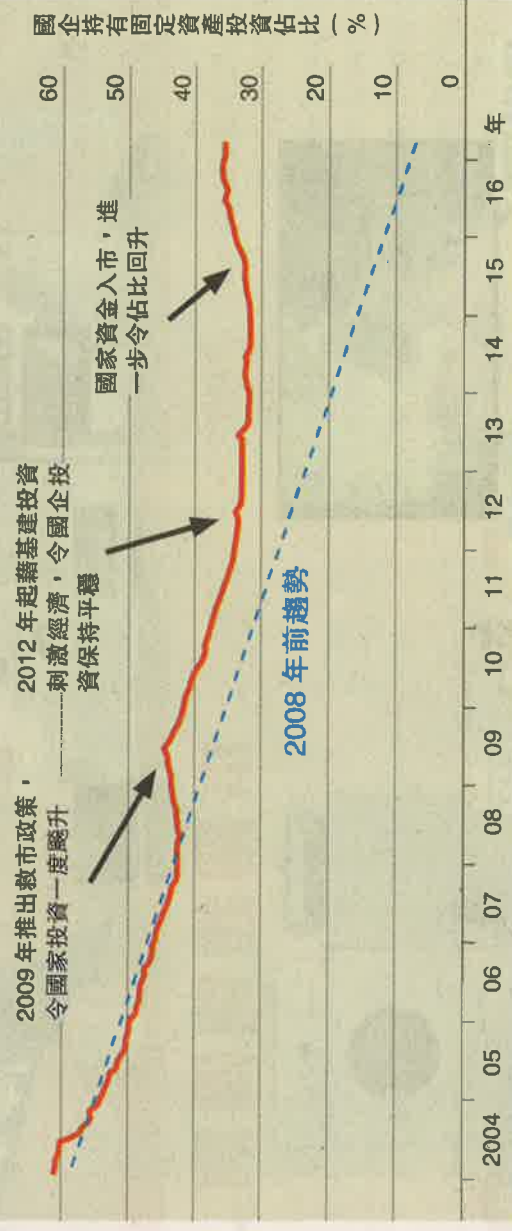
雖然這個經濟增長目標被廣泛認為太進取，但在中國的體制內，它已經屬於溫和及謹慎。內地著名經濟學家林毅夫近期重申，直至2028年內地的潛在GDP增長率都可以維持在大約8%。

## 歷史證明 長期高增長不可能

從歷史來看，這些預測不太合理。其實，中國經濟增長速度在過去大約10年的放緩步伐，與其他一度快速增長的亞洲經濟體都十分相似。隨着發展中經濟體成熟，它們透過與成熟經濟體融合來快速增長的能力就會自然下降。這些先例表明，中國的潛在經濟增長率更可能是在5%至6%左右。當然，歷史不等於命運，樂觀主義者可以爭辯說，內地過去高速增长紀錄，就是他們認為內地可以繼續跑贏其他國家的理由。

但是，對於以往的紀錄，亦可以有另一種截然不同的看法。正因為內地過去的經濟增長速度跑贏其他國家很多，可能已經透支了一些經濟增長潛力，所以未來說不定會跑輸其他國家。因此，內地的潛在經濟增長率，其實有可能比現時處於逐漸下跌趨勢的經濟增長率還要低。

## 「國退民進」已成過去



事實上，由2008年起內地的GDP增長速度都是靠龐大的財政赤字來支持（若加上地方政府赤字，相當於GDP的8%至12%），再加上非常寬鬆的貨幣政策，以方便企業和家庭借款。所以，內地已預先透支了一些經濟增長潛力的說法，是有理由的。

## 透支未來增長 「全要素」生產力降

從內地的生產力數據，可以得到一些啟發。自從2008年起，內地的全要素生產力（Total Factor Productivity）的增長率都是在0.5%至2%的範圍內，遠遠低於金融海嘯前的2%至5%。

全要素生產力的增長速度往往是周期性的，在經濟衰退期間，數字通常很低；但在經濟回升時，卻會很不錯。內地全要素生產力增長速度偏低的確令人不安。

內地經濟學者Chong-En Bai和Qiong Zhang最近的一項分析發現，這就是近幾年內地的全要素生產力增長速度下跌的主要原因。他們也發覺，內地自2008年以來靠大舉投資以拉動經濟，令到全要素生產力增長速度下跌了大約四分之一。換句話說，推動投資雖然可以令GDP增長比本來為高，但卻是以降低生產力增長為代價，這又會反過來拖累整體經濟增長。

## 國退民退 資本回報率下跌

出現同一現象的是內地的資本回報率（Return On Capital）。自2008年以來，扣除折舊之後的實質資本回報率已經大幅下跌。資本回報率不是衡量投資者的財務回報的標準，但卻是衡量整體經濟效益的標準——每1元的新投資，可以帶來多少元的消費和投資。資本回報率下跌意味着，投資對於提高效率或促進未來經濟增長的附加效應正在縮小。資本回報率下跌最簡單的解釋

是，很多開支都是由國家主導，往往主要是為了支持經濟增長而使用，沒有受到嚴格的預算限制和紀律監管，減低了經濟效益。

外國研究人員（Loren Brandt、Guergui Kambourov和Kjetil Storesletten）和內地研究人員（Zhong Zhao和Liang Zheng）的研究都表明，國企的角色吃重，就會抑制新的私營企業出現和增長。

內地政府大約在2006年實際暫停了國有企業私有化，在2008年後更嚴重倚賴國有企業大灑金錢來刺激經濟。

這些舉動其實是鞏固國有企業，而不是改革國有企業，對於整個經濟體系的競爭環境和私營企業表現產生了重大衝擊。一方面，國有企業提高自身業績的壓力減輕了。另一方面，國有企業的角色被強化，亦抑制了新私營企業的增長。兩者都會拉低生產力增長。

## 勉強維持增長 削弱國家潛力

自2008年以來，內地政府偏好的政策都是有利短期增長，但不利長期結構改革的。很多觀察家都覺得，這種模式不能永遠持續。事實上，由於內地的儲蓄率高，又有資金管制，內地銀行體系的資金又毋須倚靠外國，中國繼續刺激經濟增長的能力並沒有受到很大的限制。

雖然隨着債務上升，內地的銀行體系正變得沒那麼穩定，以及較易發生事故，但這些問題不太可能在短期內引致危機，迫使內地政府改變其政策的優先次序。

如果內地政府願意付出企業、家庭和政府債務大幅增長的代價，來保持經濟增長速度非常緩慢地放緩，它可以維持這種做法多一段時間。但由於這種做法本身削弱了國家的增長潛力，最終將會令經濟增長進一步放緩。