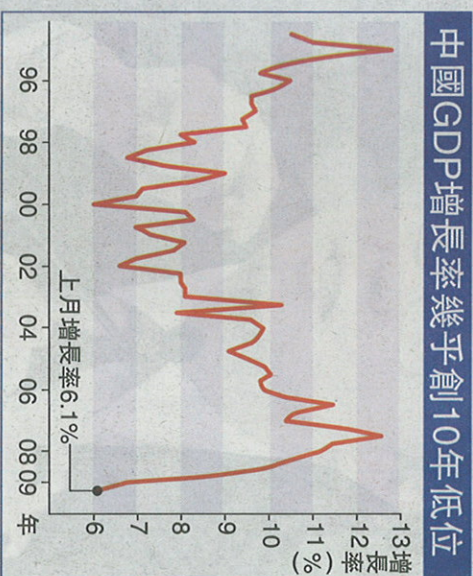


中國經濟長期增長起碼6%

**國際視野**Pierre Gave
GaveKai 亞洲區研究部主管

市場期望環球經濟衰退舒緩，股市出現明顯的反彈。如我早前所提及，仍有很多投資者相信風險仍大，他們指出資產抵押證券市場還在水深火熱之中，企業債券與政府債券的息差仍大，美國新屋動工數字疲弱。



▲在現時的經濟環境下，中國由外來需求帶來的增長或降至零，這將會拖累整體的經濟增長率。

(資料圖片)

近周，客戶經常問我一些問題，例如中國會否出現產能過剩，內地銀行快速增長的貸款，會否造成另一輪危機？其中很多客戶憂慮資金錯配，引發銀行的壞帳大升。他們提出的都是值得研究的問題，我基本上同意，環球的風險在於通縮方面。但是，我不相信中國會出現通縮式下滑周期 (deflationary bust)。對此簡單的答案是，中國是環球其中一個擁有近乎無限的生產能力，又願意盡情推行刺激需求的政策。詳細的答案詳述如下：

無可否認，中國過往曾出現過嚴重的投資錯配。而且，中國經濟向來是有通縮的傾向（亦即是投資過度，產能過濫）。不過，我相信，外間對中國未來會出現資本錯配是過慮。

難現80年代日本經濟困局

要解答上述問題，先要弄清楚中國位於發展曲線上的哪一個位置。對中國看得最悲觀的人，會認為今天中國正走着1980年代日本的老路，簡而言之，工業過剩產能和銀行隱藏壞帳會推倒現時的經濟系統。我認為這個比喻錯誤評估中國現在所處的發展階段。中國與1980年代的日本有多方面的不同，第一，中國仍是個貧窮的國家；第二，中國的科技還沒有達世界的最先進水平；第三，中國仍享受人口金字塔的蜜月階段（39%的低撫養比率，起碼會維持4至5年）。

傳統發展理論指出，當上述所有情況出現，經濟的結構性增長速度會相對快。當然，以低資金成本、高投資比例的情況而論，肯定會造成資本錯配，中國現時的增長型態，即在低資金成本下出現高的投資率，必然導致資本投資的錯配。不過，在今天中國的環境，市場資本是否有效運用，並不如政策向哪方面傾斜那麼重要，例如目前的政策是鼓勵：

●生產性的行業 (Productive Activities，即具競爭優勢)

勢的製造業活動及服務性行業)，而不是租金收取性行業 (Rent-seeking Activities，資源提取及行政性壟斷行業)；

- 科技及勞動力升級項目；
- 實質的基礎建設。

外來需求難再帶動增長

顯明顯地，中國正把資金運用在以上三方面。近30年的數據告訴我們，屬經濟結構性增長的速度達到6%（這屬於自然的增長，即貧窮的改善，科技上的趕上及有利的人口結構）。中國在過去30年平均經濟增長率達到10%，另外4個百分點的增長來自外來需求帶動的增長及其引發的乘數效應（2%），以及中國在這段時間提出對資本更有效運用的政策（2%）。按此理論，現在的情況是：

1. 外來需求帶來的增長低有可能從2%降至零。所以，幾可肯定的是，中國未來數年的增長將會低於長期水平；
2. 不過，中國的經濟增長極不可能降至6%以下，除非環球出現經濟大崩潰；
3. 就算中國經濟增長只有6%至7%，也算是較強的增長，這樣的話資金錯配及其引發的壞帳問題也將可隨着經濟增長而得以抵消。

以上是對中國長遠經濟增長的解釋，短線的前景又如何？每逢外圍經濟出了問題，出口大減，最適合的對策是透過財政及貨幣政策來刺激內需。無可避免地，大部分的需求都流到投資方面，因為這向來也是中國經濟的重點。

創造需求以滿足龐大產能

如果是這樣的話，投資在哪些範疇便十分重要。如果資金是去擴大工業生產線的話，通縮的壓力會增

加。但是，如果投資去了創造需求的基建和建築項目上，產能不會過盛，反而會被需求吸收，這正是中國刺激經濟方案的目标所在，不去建鋼鐵廠，而去為現有的鋼鐵廠增加需求。

我想提出的是，投資在哪些範疇重要，投資的效益相對上並不重要。中國是一個缺乏基礎建設的國家，雖然大量基建及住宅投資的短期的回報低，但對社會長遠的回報將會高。（所以，中國現在似1960年代的日本，而非1980年代末期的日本）這些投資的低回報，會被銀行體系所消化，無疑這增加整體呆壞帳，不過銀行體系是能承擔的。第一，內地銀行1990年代的不良貸款，已從她們的資產負債表中剝離；第二，過去4年，銀行的資本充足比率達到13%，不良貸款比率僅2%左右。倘若未來數年資本充足比率降至8%，而不良貸款比率升至10%，會不利銀行股東，但並不會對銀行有致命的影响。我假設中國的經濟增長在未來5至7年不會低於6%，較高的不良貸款比率最會被增長所掩蓋。

救市不會激發通脹問題

總的來說：

- 一、外界說中國將會出現通縮式下滑周期，是無稽之談。皆因中國是現時世界上最具有增長力的國家；
- 二、由於中國的結構性增長，龐大的救市措施縱然會有效率低的代價，但無論在短期和長期而言，都是值得的推行的；
- 三、由於中國及環球其他地方的通縮壓大很大，中國的振興經濟措施不會帶來通脹，只會抵消了通縮的力量
- 四、在此我特別確定我對內地銀行投立場：雖然內銀股的壞帳風險正增加，但我認為它們很可能是全球少數配得有2至3倍市帳率估值的銀行股。