

高速增長背後

中國經濟三大隱憂



國際視野
Pierre Gave
Gavekal 亞洲區研究部主管

中國貨幣供應與通脹

中國的經濟增長速度繼續回升：第1季GDP（本地生產總值）按年增長6.1%，第2季是增長7.9%，第3季則是增長8.9%，前3季合計則是按年增長7.7%。全年來說GDP可能會增長約8.2%。

除了這些新聞頭條上的數字之外，還有好幾個令人鼓舞的徵兆，顯示中國經濟正找回其立足點。中國政府的收入在今年上半年還是負增長的，但前3季合計卻已錄得5%的按年增長，支出則增長2.4%。這些數據顯示，中國政府已經差不多達到它今年的財政目標（政府收入增長8%，政府支出增長22%），應不會出現預算失控、支出井噴的情形。另一個正面的徵兆，則是城市和農村居民的收入分別錄得10.5%和9%的實質增長。

雖然我對這些數據的準確程度仍有些懷疑，但它們確實顯示，收入正在增長。然而，在整體樂觀的氣氛之下，我對中國經濟增長的結構仍有些懷疑。我認為，有三點值得憂慮：

頭3季增長 95%由投資帶動

1. 「名義國內生產總值」（Nominal GDP）的增長仍然是緩慢和呆滯的，消費亦是較弱的，全靠投資這股驅動力。

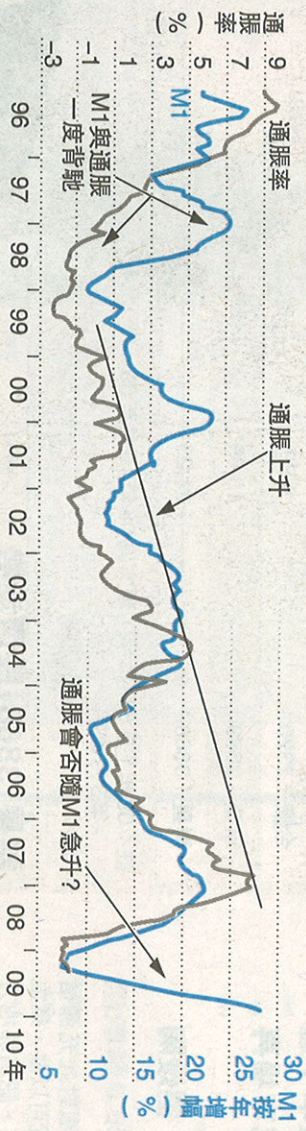
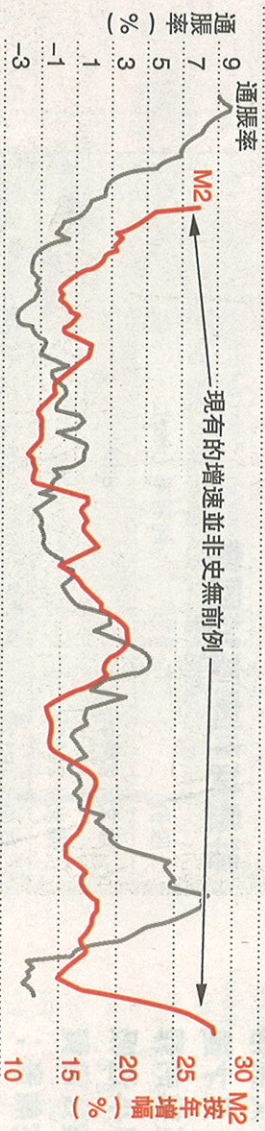
今年頭9個月，名義國內生產總值只增長了4.7%。這雖然比上半年好一點，但仍然增長得很慢。相對來說，在2008年上半年，名義國內生產總值的增長率仍高達20%左右。

其實中國公布的實質國內生產總值增長率，有高達40%是來自物價下跌。與此同時，今年頭3季的經濟增長其實有95%是由投資帶動。消費的貢獻維持在歷史上的低水平，而且投資很多是來自政府，而非私人。沒有迹象顯示，私人需求像2003年至2008年那段時間般強勁。

M1和M2上升 加速率空前

2. 通脹或通縮風險？

從貨幣供應數據看來，這方面的風險相當高，而且迫在眉睫。從圖看來，M1和M2今年都急速上升。雖然它們的絕對增長率不是沒有前列的，但由谷底至頂峰的加速率卻是空前的（M1由增長7%，



變成增長27%；M2則由增長14%，變成增長28%）。

這個圖也說明了兩點。第一，M1比M2更能顯示未來的通脹趨勢。第二，曾經有一段時間，中國的貨幣供應急劇增長，但卻沒有引致通脹，那就是1997年至1998年，亦即亞洲金融風暴之後那段時間。

若要預測通脹，單看貨幣供應增長其實是有用的，我們還必須清楚貨幣流通速度的趨勢。簡單來說，貨幣供應大幅增長，並不等於通脹，它有可能只是用來抵消貨幣流通速度大跌。很明顯，這正是亞洲金融風暴之後和今次全球金融海嘯之後的情形。

貨幣流通速度在2006年是穩定上升的，但在2007年卻開始下跌。這是因為人民銀行要求各銀行提高存款準備金率，以減低大量外匯流入的影響。到了2008年，貨幣流通速度進一步下跌。我相信，這是因為2008年第1季，本土投資急劇減少，令貨幣的需求減少，以及2008年第4季的出口下滑。

貨幣供應增 不引起通脹

雖然貨幣流通速度今年好像回升了很多，但它仍然比2003年至2007年的平均水平低很多。因此，通脹壓力雖然逐漸累積，但遠遠未到「災難性」的地步。所以，我相信，今年上半年貨幣供應急速增長，主要只是為了抵消貨幣流通速度比以往下跌，本質上並不會引致通脹。

此外，今年下半年每月新增貸款數字下跌至和長

期趨勢較為相近的水平，也顯示出，中國政府已經正在部署，逐漸從刺激經濟的貨幣政策中撤出。所以，隨着貨幣流通速度與需求一起回升，貨幣供應增長亦會相應減慢。

簡單來說，短期內，我並不大擔心消費物價的通脹。因為數據（名義國內生產總值等）顯示，貨幣流通速度仍然十分低。而且，中國政府有關部門已經開始說要監察消費物價指數（CPI）。現在的消費物價指數每月已是正增長，估計到了今年底，消費物價指數與去年相比，也會是正增長。

但是，我們認為，資產價格的通脹卻是較大的風險。今年9月樓價指數就按年上升達2.8%，遠遠快於消費物價指數的增長。

財務風險蔓延至銀行以外

3. 由過度借貸引致的財務風險，正在蔓延至銀行體系以外。

無可否認，中國的經濟增長，有相當部分是靠銀行貸款大幅增長，為一些低生產力的投資項目提供融資而得來的。撇除通脹的憂慮，一些政府官員已表示，銀行的新增貸款今年會增長超過1倍至10萬億元人民幣，明年仍會高達8萬億元人民幣，仍然比長期趨勢高得多。

為了令資產負債表符合審慎的監管要求，中國的銀行正將這些貸款重新包裝和出售給大型國有企業控制的財務公司。換句話說，財務風險正在蔓延至銀行體系以外，相信數年後，將需要來一次大掃除。