

明年中國經濟面臨放緩

國際
視野Pierre Gave
GaveKai 亞洲區研究部主管

今年9月股市異常強勁，MSCI 環境股市指數升了差不多10%，主要市場都錄得可觀升幅，特別是亞洲區股市，唯一令人矚目的例外是中國股市，內地股市是唯一一見紅的市場，從金融海嘯後的高點更跌了20%，中國本土股市對資金寬鬆十分敏感，疲弱的表現可歸咎於政府的收緊政策，但近期還出現了一些逆風。

9月內地股市見紅 表現奇差

人民幣升值可能叫停？上週人民幣大致橫行，令人不禁要問，中國對刺激內需多於出口的政策是否真的會落實，這問題亦因冒升中的貿易摩擦而顯得更複雜。美國眾議院上週表決通過了《公平貿易貨幣改革》法案，令法案在國會正式通過邁出一步，參議院有可能會在中期選舉前亦通過。儘管法案曾修訂及淡化一點，但這法案仍會迫令美國商務部須回應，中國是否以匯價補貼出口的指控（美國政府過往一向設法迴避這問題）。上週人民幣暫停升值，究竟是表明中國不會向瘋癲的美國政客屈服，還是中國只是讓人民幣的炒家有所顧忌，為匯率走勢添上不明朗，阻嚇熱錢勿大舉流入？

加強打壓樓市：內地樓市的持續亢奮，令中央只好推出新一輪的壓抑投機措施，包括嚴打囤地，嚴查大城市的銀行執行二套房政策的情況，財政部亦推出稅務優惠予保障住房的建設，市場亦一直有傳聞指國慶前後上海、北京、深圳、重慶等城市會率先推出房產稅。

人口紅利逐漸減弱

不過，比上述兩個問題更重要的是中國經濟未來的增長速度，今年次季經濟按年增長10.3%，較首季的12%有所放緩，年率化按季的增長只有8%，到了明年，一個新的正常增長率可能會是略低於8%，這發展背後正好是我們所稱的溫家寶式保底（Wen Jiabao Put）或會完結。

聯儲局前主席格林斯潘每逢經濟消落，都以減息對應，實際就如免費給投資者一個認沽期權，以保障資產價格，這就成為金融市場所稱的Greenspan Put，大家現在明白到Greenspan Put是



中國結構性的改革，進度上並不如外界期待般快，中央去年推出的金融開放措施，已逐漸縮減或終止，這長遠對中國經濟不利。圖為上海慶祝十一、國慶的活動。（新華社）

吹漲美國股市泡沫的元兇。

今天中國面對的是類似的 Wen Jiabao Put，中央政府短期仍是沉醉於8%的經濟增長目標，近年中國為保8，不惜擴張信貸，海嘯後4萬億元投資計劃，令中國的負債與GDP比率今年底會升至122%，更令人不安的，是中國政策制訂者有時願犧牲經濟結構調整，但那才是經濟長期健康增長之路。

中國經濟複雜，有多種的推動力，不過，近幾十年來，支持着經濟不斷擴張的是人口的紅利，及把農村人口遷至城市，成為工廠工人或是服務業工作者，這令勞動生產力大幅提升，可是，這兩個有利因素將會逐漸減弱，加上美國以至整個經合組織成員國的總需求都在減少，中國經濟明顯放緩的種子已經埋下。除非資本運用的效益有所改進，抵消了人口因素的放緩及勞工生產力增長的減速。

資本改革 維持增長出路

資本本變得更有效益，主要取決放大型的改革方案能否推出，這些包括：

1. 政府財政改革：減少地方政府依賴借貸及實地來填補地方赤字；

2. 金融改革：增加資本市場的角色，減少對銀行的依賴；

3. 服務業改革：釋放出新的生產力。

結構改革 步履緩慢

可惜的是中國結構性的改革，進度上並不如我們期待般快，中央地方財政關係這個棘手的政治議題，仍原封未動，去年推出的金融開放措施，已逐漸縮減或終止（人民幣國際化可說是例外），政府亦無意摧毀寡頭壟斷……。

這把我們帶到一個更重要的問題，溫家寶及胡錦濤會否繼續採用 Wen Jiabao Put，在最後兩年任期內仍以信貸膨脹支撐經濟高速增長，把艱難的結構及政治變革留給2013年接班的繼任人呢？或是他們利用除下兩年任期，來處理中國經濟未來賴以健康發展的結構改革呢？通常退任前兩年，領導人的權力會提升至高峰，因為各方都為接任而願意巴結，若改革要進行，現在就應開始。

到了2012年，新一屆政府只能顧及整固權力，以便對付權重的地方政府、銀行及大型國企，無暇推進改革，這樣，大國企的政治風險會是前所未見般高。這可能解釋了為何內地股市表現如斯不濟。