

內地經濟增長 加速放緩

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

上周，中國發表新一輪的內地經濟數據。從好的方面看，經濟增長勢頭直到9月仍然保持得不錯，但從壞的一面看，有愈來愈明顯的跡象顯示，未來幾個月經濟增長會有較大幅度的放緩。

出口和投資這兩個增長引擎在今年第四季進一步減速，看來已成定局，這可能會令內地第四季的GDP（國內生產總值）增長下降到8%至8.5%。然而，抵消這種放緩的寬鬆貨幣政策仍然會有限。（貨幣政策不是特別緊，通貨膨脹率下降主要是由於基數大了。）

出口投資 末季減速已成定局

預料內地的政策將會稍微轉軟，改為扶持經濟增長。但我們認為，政府還會多等一會才出招，因為其手上的彈藥有限，需要有效運用。官方媒體報道溫家寶總理前一個周末訪問廣西，是政策保持穩定的最新信號——他當時強調，通脹和居住問題是政府最關注的事，比就業問題更甚。未來調控政策基調變化的一個可能時機，是一年一度的中央經濟工作會議，這通常是在12月初舉行。

內地第三季的GDP增長數據有些混亂。這是一個好例子，解釋了為什麼許多經濟觀察家喜歡追蹤一些較容易理解的指標，例如用電量或鋼鐵產量等。

內地的實質GDP按年增長，由第一季的9.7%，逐步放緩至第二季的9.5%，以及第三季的9.1%。但同是官方公布的第三季實質GDP按季增長率卻有9.5%，雖然低於第二季的10%，但卻比第一季的

8.2%高得多，有點令人難以置信。據我們的估計，第三季的實質GDP按季增長率大約是8.5%（年率化）。

還有，官方公布的第三季名義GDP增長率高達18.1%，亦比第二季的17.8%要高，這基本上是因為通脹上升。

官方公布今年第三季的GDP數據時，亦同時對以往的數據作出另一輪修訂。去年第一季至第三季，以及今年第一季至第二季的實質和名義GDP都有些微上調。這些修訂不會明顯改變官方公布的增長軌迹，但就消除了GDP數據中的一個明顯異常跡象。

在修訂之前，第二季的GDP平減物價指數是7.7%，但第三季卻高達10.3%，這可能意味着通脹率急升。但在修訂之後，第二季的GDP平減物價指數是7.6%，第三季是8.3%，並不怎樣令人吃驚。

從其他數據看來，很明顯，第三季的經濟增長並未有大幅下跌；但同樣明顯的是，第四季的經濟增長將會進一步放緩。

工業生產至今仍保持活躍，儘管有頗多傳聞指小企業艱苦掙扎。事實上，9月份的工業附加值增長達13.8%，比8月份的13.5%還要高。第三季的工業附加值平均增長，基本上亦和第二季持平。一些實質指標也顯示出加速。例如，水泥產量在9月份增長了12%，高於8月份的9%。鋼鐵需求量也在9月份增長了15%，遠高於8月份的9%。

消費看來仍然火熱：針對城鎮居民家庭消費的調查顯示，他們的實質消費增長，由第二季的6.2%，上升至第三季的8.5%。其中一個原因，是乘用車銷量的增長，由第二季的3%，上升至第三季的8%。

但是，固定資產投資的增長今年以來已顯著放緩。在未來幾個月，重工業的活動還有可能再放緩。今年第三季的固定資產投資實質增長為16%，比今年第二季的18%以及去年第二季的21%都要低。這個放緩幅度，大約與2007年至2008年同期相若。當年，固定資產投資的實質增長，由2007年第二季的23%，放緩至2008年第三季的16%。

這一波的固定資產投資增長放緩，基本上是因為政府推動的基建計劃減速——過去幾個月，電力、鐵路和高速公路方面的固定資產投資，不是減少了，就是



內地海關機構預測，內地的出口增長將會由第三季的21%，大幅放緩至第四季的7%。圖為山東省的青島港。
（新華社）

增長很微。

整體的固定資產投資仍然有相當的增長，是因為房地產投資仍然保持強勁。但長遠來說，這亦會有變。全國的住房銷售額按年增長由8月份的13.5%，下跌至9月份的9.5%。以去年第四季的高基數來看，今年第四季很可能會出現負增長。住宅樓宇銷售放緩，加上今年9月的落成量按年大升41%，比7月至8月的按年上升20%還要高得多，地產發展商將面臨更大的清貨壓力。

地產商面臨清貨壓力

地產發展商亦在縮減新項目開工建設，9月份的建築工程僅僅增長9%，之前幾個月的增長高達30%以上。此外，土地銷售在9月份亦繼續下跌，令第三季的整體土地銷售額按年下跌12%，第二季還有11%的增長。

內地的決策者可能會容忍房地產市場持續幾個月出現難看的數據，以令樓價下調（他們已經試圖這樣做很久）。但考慮到地方政府的財政一直相當倚賴房地產市場，他們不會無限期這樣做。

另一方面，出口增長亦明顯放緩——整個夏天，全

球貿易額基本上都只是持平。特別是歐洲方面的需求轉弱。內地海關機構預測，內地的出口增長將會由第三季的21%，大幅放緩至第四季的7%。我們追蹤的領先指標亦同樣顯示，第四季的出口增長會放緩。

因此，我估計，到了2012年初，內地可能會有選擇性地推出一些寬鬆措施。儘管如此，我仍然認為，中國若推行新一輪的大規模信貸寬鬆，將是非常不智。內地政府的顧問看來亦立場一致地認為，必須避免重蹈2008年的龐大刺激經濟計劃的覆轍（造成信貸過分寬鬆，引發樓價大升和高通脹）。

明年首季或未能保八

當然，有些扶助經濟增長的政策已如箭在弦。例如增建公共房屋，應可確保商品房市場調整對建造業的衝擊有限。但明年第一季的整體國內生產總值（GDP）增長，看來仍有可能低於8%的神奇數字。

不過，這對內地來說，並不是什麼災難，雖然中國的普遍假設——若經濟增長達不到8%，就業市場將面臨崩潰，其實並沒有根據支持。然而，對於一個長期習慣了輕易達到兩位數字經濟增長率的政府來說，這仍然是一大挑戰。