

物價回落 突顯中國困境

國際
視野



Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

上星期，中國公布11月份的消費物價指數（CPI）按年上升4.2%，比10月份的5.5%顯著回落，這也是過去12個月的平均水平。

正常來說，這是一個極好的消息。但在現實中，它突顯了中國決策者正處於非常困難的尷尬處境。首先，中國經濟的結構性趨勢和周期性趨勢之間有衝突，因為兩者正背道而馳。其次，中國仍受到2009年至2010年推出的貨幣刺激政策的後遺症影響，這嚴重限制了中國推出鬆動調控措施時的空間。

通脹源於勞動力緊張

讓我們看看中國經濟的長期問題和短期問題之間的矛盾。從結構上來說，普通讀者都知道，我們認為中國的勞動力市場愈趨緊張，是因為新進入勞動力市場的工人數量下降。勞動力市場趨緊，就令到通脹出現上升的趨勢。自從2007年以來，除了2009年之外，中國的平均消費物價通脹都超過5%，遠遠高於之前10年的平均低於1%。

這個勞動力市場緊張的現象，甚至連我們也親身感受到。最近，我們駐京的同事家裏的玻璃窗破爛了，

新的玻璃窗兩日內就送到，但安裝工程卻推遲了1個月！原來，工人與物業管理公司為了在21樓的外牆安裝玻璃窗應該收取多少工錢，爭論不休。若在5年前，物業管理公司很快就可以找到其他工人，願意收取低工資而執行這危險工作。但今天，很難再找到這些工人。

周期性需要與結構問題起衝突

但是，從周期性來說，疲弱的消費物價指數，反映了中國的經濟指標全部都快速放緩。這令人聯想到2008年初時，因為貨幣政策過度緊縮，令中國在受到全球金融危機衝擊之前，就出現了投資大跌的現象。中國的實質固定資產投資（real fixed asset investment），現時亦正在放緩，從2010年初的按年增長24%，放緩至2011年第三季的按年增長16%，是2008年中以來的最低數字。

中國的出口也正在急劇放緩。今年10月，中國的出口還有16%的按年增長，尚算是強勁。但是，在2012年初，隨着歐洲這個最大出口市場陷入經濟衰退，中國的出口增長可能會下跌至單位數字，甚至負增長。今年10月，中國的樓房銷售和建築都出現倒退。在過去6個月，中國的消費者信心指數已下跌了10點，現正處於創紀錄的低位。

因此，從周期性來說，北京需要放鬆貨幣政策。這就好像幾星期前，它降低了銀行的存款準備金率（RRR），鼓勵銀行增加貸款。但有關當局必須小心，不可過度放鬆銀根，因為勞動力市場緊張意味着，任何過度放鬆的貨幣政策，將會急劇轉化成消費物價通脹。

而且，因為2009年至2010年的刺激經濟計劃，債務槓桿化大幅增加，亦限制了中國以債務融資推行另一輪「通貨再膨脹」（企圖提高物價以反制來自通貨

緊縮的壓力）的幅度。

非金融企業債務從2008年的相當於國內生產總值的160%，上升至2010年的相當於國內生產總值的200%——這40個百分點的升幅，竟然相當於美國在2002年至2007年的升幅。雖然我們認為，這個債務負擔本身還是可控的，但若再進一步大幅度增加，將會大大提高爆發金融危機的可能性。

增長率須降至8%以下 助去槓桿化

我們的觀點是，明年顯著降低經濟增長率——8%或以下，是無可避免的，可能也是有益的。因為中國的經濟活動者需要開始習慣較低增長和較高通脹的環境。而且，中國經過過去3年的信貸狂潮後，也需要去槓桿化。

但是，沉醉於兩位數字增長率的領導人，可能不願意接受這種過渡的必然性。這一猶豫，與即將到來的權力過渡會不會有關係嗎？隨着國家主席胡錦濤和國務院總理溫家寶的任期到了尾聲，他們的傳承問題，正成為北京的中產階層的話題。

雖然我不是常作政治評論，但世界銀行最近更新的「世界管治指標」（World Governance Indicators），為我們提供了量化的方式來評估中國政府如何演變。這個指標揭示了一個有趣的形態：本屆中國政府由2003年上任以來，政府效能、監管質量以及法治等涉及「官僚」的指標，都或多或少有些改善。

但是，比較政治化的指標，好像「話語權和問責」（Voice and Accountability）（以避免使用「民主」這個更沉重的字眼）、政治穩定和控制貪腐等，全部都有所惡化。這表明了，在胡錦濤和溫家寶的管治下，中國成為更有效率的國家，但同時鎮壓言論和貪腐問題亦有點嚴重了。

中國在「政府效能」的得分為0.1（最低分



中國消費物價指數顯著回落，反而突顯中國決策處於尷尬處境。圖為上海的商家促銷活動。（新華社）

為-2.5，最高分為2.5），遠高於亞洲大多數發展中國家，大約與墨西哥相若（對於曾到過這兩個國家的人，這結果可能和他們的經驗不相符）。

中國政府效率獲肯定

但相比之下，中國在「話語權和問責」的得分只有-1.6，遠低於撒哈拉以南的非洲國家、中東國家和前蘇聯的平均數，在所有國家中，排在最低的10%之內。因此，中國被評為，民主程度低於大多數國家，但在具體管理上，卻達到平均水平或以上。

一個好的官僚政府不可小覷。中國政府能幹和大致上用人唯才，令它與很多不太成功的發展中國家有所區別，並且證明了它善於應付各種各樣的危機。再提高這方面的水平，對胡錦濤和溫家寶的繼任人來說，會是必須繼承的重大工作。

更廣泛的問題是，官僚能力的改善，是否足以跟上中國人民對政府的期望，決策者又有没有必要的手段，為了可以持續的增長，而作出艱難的決定。