

中國經濟轉型 長期波動難免

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區研究部主管

中國發表的經濟增長數字繼續令人失望，今年第2季的GDP（國內生產總值）按年增長7.6%，相比第1季的按年增長8.1%進一步回落。這已是過去3年內，中國的季度GDP按年增長率第3次跌破8%這個神奇數字。然而，這亦是另一項證據，表明中國已經進入結構性放緩。

增速放緩 企業不能不關注成本

中國將會由歷史悠久的10%實質GDP增長，過渡至一個較接近7%的新趨勢。從宏觀的觀點來看，這聽起來好像不是很大的變化，畢竟7%的增長還是蠻快的。

但是，對於很多根據較快的增長環境而建立的中國公司來說，這將會具有挑戰性。在以往高增長年代那種行之有效的策略——只注重產能迅速擴張、不太關注成本，未來將不太合用。

隨著投資在中國GDP增長所佔的比重在未來幾年逐步下降，建造及相關行業將會面對更多不利因素。事實上，在與投資和建造相關的重工業內，現時的放

緩就特別厲害。其中一項證據，就是發電量的增長非常微弱。在4月至7月間，中國的發電量平均只增長1.4%。

這就促使中國政府要更加積極地支持經濟增長——在6月份和7月份，它已經削減了基準利率，同時也給予銀行在釐定貸款時更多空間。

降息保增長 初見成效

初步迹象表明，削減基準利率已經說服了銀行，令它們開始降低貸款利率。這可以讓寬鬆的貨幣政策給實體經濟提供更多幫助。在今年早些時候，明顯是達不到這效果。

在2012年的餘下時間，房地產市場也將帶來一些好消息——由大城市到全國，房屋的銷量和價格都會回升。今年7月，全國房地產的銷量就按年增長13%，這是過去10個月內的首次銷量出現正增長，很多城市的樓價亦已經回升。

這是房地產政策適度寬鬆的結果——對於首次置業的買家給予鼓勵，但對於購買第2套或以上住房以及作投資用途者，保留限制。

轎車銷售轉跌為升 消費增長穩定

在未來幾個月，房屋銷售將繼續增長，但仍然需要一段時間，才能轉化成加速興建住宅樓宇。地產開發商的投資計劃的兩個指標——新屋動工和土地銷售，

將繼續疲弱。在地產開發商有意欲興建新的住宅樓宇之前，2009年至2010年的建樓熱潮中尚未出售的過剩單位還需要進一步消化。

更多的扶持政策和樓市好轉相結合，將會在今年較後時間開始阻止經濟增長繼續放緩。雖然好些工業指標仍然不如人意，但不至於全面下滑，因為消費方面增長保持得相當不錯。例如，轎車銷售在今年1季按年下跌1.8%之後，在第2季就反彈至按年增長17%。

幸運的是，沒有什麼證據顯示，中國政府正試圖策劃另一輪好像2009年的投資熱潮——有大量的證據表明，北京將此看成最後一張牌。這就是為什麼我們認為，近期一些說中國在促進經濟增長方面無計可施的評論是錯的。

中央不想再搞2009年般投資熱潮

政府的政策是旨在令目前的經濟增長放緩軟着陆，避免總需求出現大缺口，而不是過分進取地推動經濟增長。投資在中國GDP增長所佔的大比重意味着，中國的GDP增長異常容易受到投資不足影響，政府官員都十分了解這個風險。當公眾希望快速過渡至消費主導型的經濟增長時，政府官員加快項目審批和基建開支的行動，將不會贏得很多支持者。

但現實情況是，由投資主導型的經濟增長過渡至消費主導型的經濟增長，必須循序漸進，除非大家能夠接受到投資和整體GDP增長急劇下跌。因此，中國

政府無可避免地要繼續積極介入管理未來幾年的投資周期。

自從2010年以來，我們就認為，中國的領導層正在緩慢但確實地改變中國經濟的重心，由完全外向型的增長趨向更加平衡的模式。中國政府清楚地認識到，中國經濟的潛在增長率已經放緩，因此不再試圖捍衛最低的8%至9%增長率（雖然它也同樣不希望看到經濟增長下跌至遠低於潛在增長率）。

隨着新一批中共領導人在今年稍後的黨代會上正式接班，這個政策軌迹可以進一步加強。

經濟增長偏低風險上升

不太強調增長數字，並再次強調可持續發展，可能會令投資相對GDP的比例，由過去10年的一直上升轉為溫和下跌。信貸額相對GDP的比例，自2008年以來亦一直上升，亦可能因此而適度逆轉。這是十分可取的方向變化，但也意味着，中國經濟的風險將需要重新平衡。

近期投資佔GDP的比重穩步上升，以及債務急升，雖然減少了經濟增長進一步下滑的風險，但同時也增加了資本配置不當的風險，作為代價。

在未來幾年，再平衡和去槓桿化會扭轉這一個格局，但這樣經濟增長偏低的風險又將會上升。2012年的崎嶇經濟道路，很可能只是中國更波動經濟增長模式的前奏。