

中國沒再盲目投資金屬業

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal 亞洲區
研究部主管

很多人對中國的經濟增長提出質疑。今天我可以用一個詞來解決困擾了投資者整年的兩大謎團。這兩個謎團是：

1. 中國大陸的發電量幾乎沒有增長，其工業生產怎麼能夠維持着大約9%的增長率？
2. 大部分有關工業的消息看來都是負面的，中國經濟怎麼能夠維持着大約8%的增長率？

答案其實很簡單，就在於「金屬」這個詞。

這是什麼意思？2003年至2008年中國經濟之所以能夠高速增長，工業金屬（主要是鐵、鋼、鋁、銅、鉛、鋅）的生產是重要因素之一。正如一般人所知，金屬冶煉是一個極度耗電的行業。

金屬以外行業發展快 發電量平穩可理解

在過去10年，金屬行業在中國的用電量中所佔的份額穩步上升，在2011年升至接近19%。然而，以對中國的工業和經濟增長的實際貢獻來說，金屬冶煉這個行業在幾年前便已到了高峰，現時更正在走下

坡。

2007年初，金屬冶煉行業在中國所有行業的盈利中所佔的份額升至高峰，達到10%左右。但到了2011年，這個比例已大幅下降至大約6%。在投資額方面，這趨勢更加明顯。從2004年至2011年，金屬行業在製造業的固定資產投資當中的佔比由16%直線下跌至不到8%。

換句話說，金屬行業不斷狼吞虎嚥着愈來愈多的電力，但它對中國的工業增加值和經濟總量的貢獻卻愈來愈小。

由於冶金業電力佔比愈來愈高，對工業盈利貢獻卻愈來愈少，中國的工業增加值的增長速度遠遠超過發電量的增長速度，就可以理解了。這就回答了我們的第一個問題。

由於中國最大的行業也是創造利潤能力最差的行業，有關中國工業界的頭條新聞就經常都是負面的，但其實中國的整體經濟卻並不差。這就回答了第二個問題。

金屬和其他少數基礎工業（如水泥、玻璃、化工和發電廠等）消耗了中國大約50%的電力，但它們對中國所有行業的盈利的貢獻卻只有20%左右。相反，貢獻80%盈利的行業，卻只消耗大約25%的用電量。現時，我們甚至可以說，用電量只是大致反映了金屬行業的狀況，甚至不能準確反映重工業的整體情況。

04年後中國減金屬業投資

自2004年以來，金屬行業在製造業的固定資產投資中所佔的份額便急劇下降。這亦令一個普遍的觀點備受質疑——2009年至2010年間的刺激經濟政策在一些過度投資和無利可圖的行業中，擴充了巨大的產能。

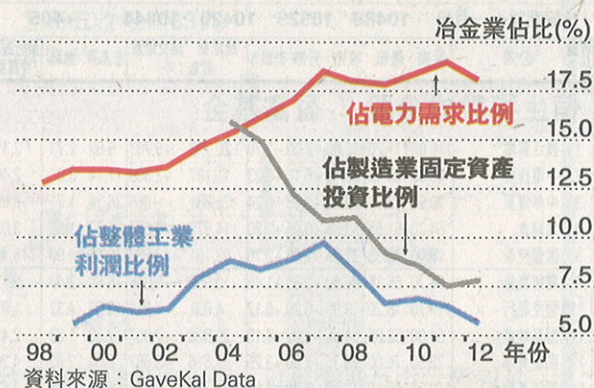
金屬行業的固定資產投資由2008年的按年增長31%，下降到2009年的按年只增長6%。這反映了2009年該行業的產量、盈利和用電量的急劇放緩。在2009年和2010年，金屬行業的投資，其實遠遠落後於整體製造業的投資（而非一般人以為的高於平均）。

在2012年，這情況有些少改變。金屬行業在中國所有行業的盈利中所佔的份額持續下跌，但它在固定資產投資中所佔的份額輕微上升，乃2004年以來的第一次。這表明金屬行業的投資需要進一步減慢。首當其衝要調整的，將可能是鋼鐵業。因為其盈利能力比有色金屬行業還要下跌得更多和更快。有色金屬在最終產品上的應用，比鋼鐵還要多一點。

然而，整體來說，這一初步分析表明，中國在工業方面的投資，已經連續多年由鋼鐵等低回報行業，轉移至食品加工和消費品等高回報行業。

最惹人注目的是，金屬行業的投資其實在其盈利能力2007年達到高峰的3年前，就已開始放緩。這顯示

冶金業用電和利潤產出不成正比



了，中國工業界對於市場信號其實反應得相當敏捷和機靈，絕非外間以為的盲目地擴充不必要的產能。

中國漸遠離重工 轉向消費品

總而言之，金屬行業的證據進一步證明了我們的觀點——中國經濟的「再平衡」（調整結構）已經如火如荼地進行着，這將遠離重工業的投資，而集中於面向消費者的行業。

中國目前還不是一個完美的哈耶克式（Hayekian）的資本分配天堂，但那些誤以為中國長期在進行不良投資、自製世界末日的人，是鐵定要失望的。