

中國經濟進入痛苦轉型期

國際
視野

Pierre Gave
GaveKal亞洲區
研究部主管

今年來，有關中國經濟急速放緩的言論，已經變質成為愈來愈無相關的辯論。熊市論者輪流聲稱，中國正在崩潰。或者說，它只是靠政府的刺激經濟政策支持，這將會導致將來出現更大的崩潰。

受圍攻的牛市論者則矢言，復蘇指日可待，中國政府最終會在某個時間重推刺激經濟計劃，並發揮作用。其實，不論是熊市論者還是牛市論者，他們的想法都是錯誤的，因為他們仍然未跳出舊觀念。

增固投拉經濟過時 須增運用效率

更貼切的說法應該是，中國已開始進入一痛苦的轉型期。它正在由倚靠集資來發展的階段，轉型為倚靠提升資本運用效率來發展的階段。在過去20年，特別是2002年開始，中國的經濟增長主要倚靠增加資本投入，而不是靠提高已投入資本的運用效率。

換個比喻來說，在過去10年，中國就好像一直在享受美味但肥膩的芝士蛋糕。現在，已隱若出現動脈血管硬化的風險，不得不進行嚴格的食療，多吃一些西蘭花。西蘭花並不好吃，但長遠來說，這會健康得多。

既沒崩潰 也無反彈

中國的經濟增長今年急劇放緩已經表明了，中國已經開始了較為健康的飲食習慣。根據官方數據，第三季的國內生產總值（GDP）實質增長，放緩至按年增長7.4%，標誌着連續第7季減速。

中國的名義GDP增長，已經由2004年至2011年的平均17%，直線下跌至10%。名義GDP增長乃是企業和政府收入的主要決定因素，以及銀行在龐大（但隱藏）的壞帳問題下維持增長的能力。

10%的數字，仍然高於全球金融危機發生後的2009年，以及1998至2002年通縮期的平均9%。但是，這

也是嚴重的倒退，不可能在短期內就將之扭轉。過去一年，幾乎所有的放緩都來自投資和工業生產，特別是那些由興建住房帶動的行業。

幸運的是，樓市周期已明顯轉向，買家已經重返市場——今年10月的物業銷量，較去年同期大增23%之多。這將會令建屋量在2013年初大增，為重工業提供重要的支持。

相對投資和工業來說，消費在2012年保持了良好的增長勢頭，但它是滯後的指標。就業和工資增長已經開始明顯軟化，這將會導致2013年的消費增長減速。因此，儘管我們預期明年的投資增長會略為反彈，這反彈將會被消費增長放緩以及仍然低迷的出口增長抵消掉。

考慮到現有債務和潛在通脹壓力的威脅，預期中國政府再好像2009年般推出龐大的貨幣或財政刺激政策，將是徒勞的。

實質利率人幣匯價趨市場導向

中國現時經濟放緩的原因，既有結構性，亦有周期性的。這兩個結要分別解開，這點很重要。現時的經濟放緩，有部分是2009至2011年以刺激經濟政策驅動增長之後的周期性必然後果。而另一個更主要的原因，則是中國經濟正走向一種「新常態」，有別於2003至2011年經濟好景時的「舊常態」。

「舊常態」時期的宏觀經濟政策包括：人為的低利率（實際上是以向家庭存戶「徵稅」，來補貼基建和工業投資）；人為的低匯率（以補貼出口企業）；以及嚴格的資本管制（以執行上述的人為低利率和低匯率）。

這些政策其實只是複製日本、韓國和台灣的劇本。而且，這有很好的理由：在基數較低時，這些政策可以非常有效地促進持續和基礎廣泛的工業和經濟增長。

「舊常態」的高增長，主要是由資本累積帶動，但中國現在必須轉移到倚靠資本運用效率提升的「新常態」。

在未來10年，中國的資本開支增長將會顯著放緩，這將會令傳統上倚重投資的行業出現陣痛和整



內地樓市周期已明顯轉向，買家已經重返市場——今年10月的物業銷量，較去年同期大增23%之多。圖內地樓盤銷售情況。（資料圖片）

固。因為中國不會迅速投資，取而代之，它就要從已作出的投資取得較多的回報。在這新環境，整體經濟增長將趨近7%，而非10%。

「新常態」時期的宏觀經濟政策可能是：

1. 實質利率更加市場導向。這會提高企業的資金成本（因利率和GDP增長之間的差距會拉近），迫使它們提高效率；資金將會由國家轉移到私營板塊。

由於企業盈利受壓，部分國家收入將會改為來自家庭（後者將受惠於金融資產的回報增加）。

2. 人民幣匯率更加市場導向。這會減少對出口商的補貼，令部分民間投資由貿易品，轉移至非貿易品及服務，並會減慢外匯儲備累積的速度。

3. 逐漸削弱資本管制。這部分是因為不再需要維持人為的低利率和低匯率。國際貿易和投資將會更加積極地使用人民幣。會有較大比例的資本通過非政府機構流出，進入較高風險的資產。

其實，宏觀政策變化已在實行中：利率自由化已經開始，匯率變得可升可跌，人民幣已經開始國際化。

但現實是混亂的。即使過渡成功，它不會是無痛的。若果明年3月在全國人大接管政府後，新領導可以果斷地推進一兩個上任領導人留下的改革項目，中國的前景將是良好的。但耽誤的時間愈長，中國錯過晉身為現代經濟體前列的機會就愈大。