

中國看好看淡 信貸增長為關鍵

國際
視野



潘迪藍
GaveKal Dragonomics
資深經濟師

「看好中國」和「看淡中國」的人向來涇渭分明：看好中國的人認為，中國的長期發展前景一片光明，短期中國經濟增長也不錯；看扁中國的人則認為，中國長期經濟發展問題將會爆發，短期經濟增長也不會理想。

然而，這種簡單的二分法正在失效。我們發現，有些看淡中國的人認為，在短期內，它的經濟增長仍會不錯；一些看好中國的人則認為，中國經濟增長很快就會放緩。為何他們的看法似乎互換了？

實際上，這是因為，看好中國和看淡中國的人意見愈來愈接近！近期，差不多所有觀察家都同意，中國的主要經濟問題，是它迅速上升的債務負擔，以及經濟增長依賴低效的國家投資。

世界銀行這一謹慎和傾向樂觀的評論機構，也加入唱淡，在最近的報告中警告：中國的債務形式相當脆弱，投資帶動經濟增長的回報率正在下降。

好友淡友分歧 在於當局對策

現時看好中國和看淡中國的人的分歧，不在於中國正面對什麼問題，而在於中國將如何應對。

現時，對中國持樂觀態度的人，相信中國政府能夠控制舉債帶動投資的問題，即是相信，為了長期可持續發展，中國會接受短期的經濟增長放緩為代價。這就是我們今年在研究時的假設。

相比之下，中國悲觀論者則認為，中國政府要麼對上述問題一無所知，要麼就是不覺得這是問題，或者兩者都有，但無法控制債務和投資。這會繼續推高內地的短期經濟增長，直至有一天無可避免地大跌。

我們認為，內地經濟現在的狀況，像是《愛麗絲鏡中奇遇》續集中的奇幻世界：信貸回升和經濟增長加

速是壞消息，審慎批核貸款、經濟增長放緩反而是好消息。

那麼，在一個這樣顛倒的世界，如何決定看好還是看淡中國？我們認為，最重要的指標還是看債務上升的速度。

當局已準備遏抑信貸

我們估計，內地的信貸總額增長，包括各種形式的「社會融資」和「影子銀行」，在5月已開始放緩。我們相信，這個訊號顯示，內地有關當局已經準備好遏抑信貸。

如果內地繼續控制信貸擴張的速度，並接受因而引致的經濟增長放緩，那麼它便有較高的機會對市場施加必要的投資紀律，以重新回到較健康的長期發展軌迹。

相反，如果內地政府不願意接受經濟增長進一步放緩，而繼續快速批出更多信貸，那麼債務負擔、金融脆弱以及投資回報下降的問題就只會惡化——即使某些整體指標保持相對強勁。

9月信貸增長回落 方向健康

事實上，從中國人民銀行最近的信貸數字來看，是應該看好中國的。我們估計，9月份的按年信貸增長是19.6%。這比起8月份的20.2%及4月份的22.4%這個近期高位，已經顯著放緩。內地現時的信貸增長速度，正和2012年底大致相同。這意味着，2013年初的信貸急增，現在已經緩和了。

當然，內地的信貸增長速度，仍然遠遠快過其名義GDP的增長速度，反映內地債務負擔上升的速度，仍然比它支付債務利息的能力的上升速度為快；但至少，如果中國繼續按此軌迹發展，它就會愈來愈接近解決問題。

尤其是，9月份的信貸增長重新放緩，乃正面的訊號。因為在8月份，不論是信貸總量增長，還是多種形式的影子信貸，都出現反彈。這令到很多看淡中國的人認為，內地政府已失去決心，它再沒有興趣控制

中國信貸增長近月放慢

按年增幅 (%)



資料來源：GaveKal

明報製圖

中國信貸與GDP比率仍高

(%)



資料來源：GaveKal

明報製圖

信貸增長，它只想催谷短期的經濟增長而不顧後果。然而，現在看來，中國仍然是在去槓桿化的道路上，最重要是需繼續觀察那些信貸數字的變化。