

中國須縮減基建業投資

國際
視野



潘迪藍
Gave Kal
Dragonomics
資深經濟師

我們來做一個簡單的思考實驗。試想一個國家只有兩種資本開支：基建開支，以及推動私營領域活動的開支。正常來說，資金應流到回報較高的項目去。問題在於，大部分來自基建的回報，都會累積在基建使用者，而非基建資產擁有者。這正是新興經濟體的決策者面對的最大困境，因為新興經濟體必須建立資本，才可推動發展。

在增長期之初，當一個社會正處於工業化階段，基礎建設（以廣義而言）的資本回報率必定會高於基建受限的私營領域。問題在於如何分配國有資源，確保高回報的基建項目得以建設。

基建回報回落 利率須由市場主導

假如一個國家的政府强大而不過於貪腐，解決方法是採取大規模的金融壓遏手段，將所獲的國民儲蓄資金池引導至基建上。這種方法可能涉及負利率、低估交易利率，及資本控制。於是，我們剛才舉例的新興經濟體，就可興建新道路、機場、電訊系統及鐵路，私營領域就可專注發展其所長，使資本回報率達到較大提升。簡單來說，基建的出現可帶來李嘉圖式增長（Ricardian growth）下的專業化效益。在大多數情況下，我可能是個自由市場者，但我喜歡發展中國家在建基上採用金融壓遏手段。我討厭以這種金融壓遏手段，促使福利由貧困階層轉移至富裕階層，而這正是美國過去3年實施量化寬鬆所達的效果。

但沒有東西可以永遠維持不變。一個經濟體投資基建所產生的邊際資本回報率，最終總會跌到私營領域邊際資本回報率以下。這個現象可從股票市場觀察得到。舉個例子，於1962年，法國的資本財產（capital goods）股票開始跑輸其他私營市場的股票。當一個國家的發展周期來到這點時，決策者將被逼面對以下問題：經濟體系裏，基建/建設行業的發展規模可能已過大。這項主張來自澳洲經濟學家Ludwig von Mises以及Eugen von Bawerk，他們指



中國的經濟體系應已到達私營領域的資本回報率高於基建資本回報率的地步。北京似乎已留意到這個情況，須要縮小規模已過大的基建行業。圖為上海浦東。（資料圖片）

出，由於在資本密集的增長階段裏，資本財產行業必須為整個經濟而建設，但同時要為行業中的生產者而建設。就像煉鋼廠生產鋼材，以供建設新煉鋼廠之用。因此，當增長速度減慢，資本財產行業將無可避免變得過大，有必要將之縮小。

當基建的飽和點已到，那就再沒有理由再繼續以往所需的金融壓遏手段。在這個分叉路口，利率及交易利率應移至市場主導的價格，從而使資本可按消費者及儲蓄者的喜好分配，並由各個資本使用項目所具有的不同競爭力資本回報率所決定。

改革不好 或產生金融危機

今天中國就是這樣的情況。中國的經濟體系應已到達私營領域的資本回報率高於基建資本回報率的地步。北京似乎已留意到這個情況，這使它要為兩件事而頭痛。第一，縮小規模已過大的基建行業。為使之更清晰，當政策組合處於極為理性的狀態，當局其實完全沒有辦法可避免基建行業變得太大。第二，改革至一個利率及交易利率都由市場決定，而非政府決定的系統。我們相信，這兩個行為都會遭受舊制下的獲益者強烈的反對。

毋庸置疑，中國的資本財產行業在過去幾年都在傾力爭取，興建一些不知通往何處的大橋，與此同時，以保障就業之名，要求提供利

率及交易利率的津貼。這種公司無疑已經和政府代表建立了良好的關係，並希望以他們打好的關係，紓緩這重衝擊。

因此，從歷史而言，由資本密集階段轉移至更廣泛的增長模型，往往會產生某些類型的金融危機，有部分經濟體無法成功穿越這種過渡階段。最極端的例子是阿根廷，而日本及法國或者也可被視為其同類。

政府若有決心 牛市將重來

嚴峻的經濟危機通常會迫使政府劇烈縮減對重工業生產商的支持。這正是戴卓爾夫人1980年代初在英國採用的「別無選擇」方法。這種減少政府參與的方法，目的是為了將被開罪的組織團體切割成小塊，從而使傷痛降到最低。

不幸地，有條「鐵法」可應用到試圖進行大型重組的經濟體：「沒有傷痛就沒有獲益」。一個成功重組計劃所產生的傷痛，通常包含歷時兩、三年的重大變動，增長會轉弱（衰退也有可能），失業率會提升。但當市場明白政府推進重組計劃的決心、不會有轉圜餘地後，幾乎可以肯定地說，一個牛市即將開始。

我仍相信中國政府已明白它所需要做的事，並正以它自有的步伐作出回應。我們的中國研究主管Andrew Batson指出，中國疲弱的名義GDP增長及低通脹，主要是資本財產的價格疲弱，而非一般消費品價格下跌所造成。