

中國經濟增長降速的內外風險

顏至宏

香港科大商學院財務系客座教授

國際貨幣基金組織 1 月 24 日發佈的最新一期《全球金融穩定報告》，指出近幾個月來全球金融穩定風險加大，尤其歐債危機的外溢風險。國基會估計，中國經濟將在今明兩年分別增長 8.2%和 8.8%，較上次預測值分別下調了 0.8 和 0.7 個百分點。事實上，在外部需求疲弱和調整內部增長結構的客觀條件下，中國經濟增長降速無可避免，但如何有效控制降速過程所面對的內外風險，可以說是今年宏調政策的重點。

銀行調降準備金率

去年十一月底，銀行調降準備金率 0.5 百分點，預計將有 4000 億人民幣資金可以釋出。影響是市場氣氛開始好轉，股市開始回升，但我們的觀察是危險並未解除，情況反而更加複雜。如何理解？

因為 2012 年不確定因素，依然很多，如政府換屆，經濟增長已經開始乏力，由於資金鏈斷裂，中小企業面臨倒閉潮。情況在今年不可能有太大的轉變，而且明年可能更加嚴峻。潛在增長率處於持續下滑的狀態，去年第四季，已經下行到 9% 以下。經濟增長「三頭馬車」中，固定資產投資，由於政府持續的政策支持加上資金投資，已經高速增長了近 3 年，但相當一部分是看不到成果的政策性投資。明年增速勢必放緩至 25% 以下。居民收入扣除通脹，根本是負增長。

由於物價高升，日常用品消費不太可能大幅增加。當我們看到內地人來到香港消費，這只是金字塔尖的一個百分點消費群眾。大部分內地的消費者日子過的是比以前辛苦。

巨額外匯儲備已經使得我們不敢再保持高額的貿易順差，中國的出口將會放緩，加上主要週邊經濟體系，尤其是歐洲，經濟面臨萎縮或復蘇停滯，進出口對 GDP 貢獻度的下降將不可避免。因此，預計 2012 中國的 GDP 將回落至 8.5%-8.7% 的水準。

在這種情況下，香港將會受到什麼樣的衝擊？有人樂觀的說，國內的資金將持續湧入香港，繼續推動香港經濟發展，但筆者認為不要過度一廂情願。最近香港東鐵內地旅客在車廂裡吃東西引起的爭議讓北大孔慶東先生罵部分香港人是狗，加上內地孕婦來香港生子引發香港朋友在報紙上刊登反對文章反映出香港和內地矛盾是存在的。因此，對香港來說，如果內地經濟放緩加上情緒的宣洩，可能會打擊對香港旅遊業以及資金的持續流入。

如果國內經濟調控成果不理想，投資增速放緩和出口萎縮的雙重打擊可能使內地經濟增速回到 8.2% 以下，將會引發一系列的社會問題。如果要保持經濟持續增長，如何做？印鈔票嗎？中國的廣義貨幣供應量 M2 已經有 81.6 萬億，折合美元約為 12.8 萬億美元，而美國的 M2 只有 9.5 萬億美元，中國早已是世界第一的貨幣供應大國。

再印鈔票，中國的 M2 就會超過 100 萬億人民幣。到那時候，政府除了要面對通貨膨脹問題之外還有人民幣貶值可能。這個問題可能在 2013 年就會來臨，因此不得不加以防患，及早準備。最近幾個出名的對沖基金來到香港甚至直接到內地設立據點就是賭因中國經濟可能下滑人民幣貶值的可能。接下來，我們再看看對一些行業的影響。

地產市場調控跌勢未止

從整體發展的角度看，中國經濟的「面」相當廣。因此我們不妨先從個別行業看。先看房地產市場。對房地產來說，基於政府對物業價格的不受控飆升，認為是造成消費物價指數攀升的重要推手。先後推出多項調控措施，包括限購令等。可以說，房地產價格經過政府大力調控，一來多來的「打壓」，大部分城市的房產價格已經回落，調整幅度較高的地方，價格下滑了約百分之十五；調幅較細的也有約百分之五。

預料今年往下調的空間，恐怕仍有約百分之十至十五。雖然有分析家認為，下調幅度將高達百分之三十。但筆者對這個估計幅度有保留，即使下調幅度有百分之二十，銀行體系也會受到相當沉重的衝擊。不過，房地產市場估計仍然有一段時間處於低迷狀況。這個低迷狀況將會持續到銀行調降準備金率以及放鬆購房貸款限制的正面影響出現。

股市表現有幾個不同「板塊」

然而，股票市場卻有幾個不同的「板塊」。基於政府現在以「維穩」為方針。以鐵路行業看，在溫州高鐵相撞事故發生後，政府對鐵路行業都提供了約一千至二

千億資金，協助相關行業的公司償還貸款，因此，基本上這個行業的營運會得到改善。

另一方面，也有幾個行業的前景不錯，值得留意，像一些與「十二五」規劃相關的行業，譬如，最近比較「熱」的重工業（除了「三一重工」的表現可能較弱之外）；其他的重工業的表現相信較去年為佳。中國現在能放心食用的食物，尤其是奶粉，越來越少，因此有信譽的安全食品，市場將會增長。目前推動國內經濟發展的是一些傳統產業和內需；銀行業的表現也逐步好轉，因為銀行存款準備金率下降，對銀行是一個利好因素，預料今年的盈利表現不會太差。

出口持續放緩的隱憂

按照國家統計局日前發佈 2011 年國民經濟運行情況數據顯示，2011 年 GDP 增速放緩至 9.2%，其中，淨出口對 GDP 增長貢獻率自 2009 年後再次轉為負值。細看所公佈的資料，2011 年資本形成總額貢獻率為 54.2%，最終消費貢獻率為 51.6%，貨物和服務淨出口貢獻率為-5.8%。

印証海關的數字，2011 年外貿順差為 1551 億美元，比上年減少 264 億元，反映中國出口表現，在歐美經濟低迷，外部需求疲弱的情況下，對出口構成顯著的不利影響。

事實上，過去三年，中國的出口漸漸減少，其中影響最大的是歐洲，今年外部的風險主要源頭也在歐洲。歐債危機發展到目前地步，一般已經將病入膏肓的希臘視為已經違約，已經進入了醫院的深切治療部，隨時「死亡」。

仍靠固定資產投資拉動增長

不過，從樂觀情況看，今年美國的經濟有好轉跡象，進口和消費預料也會較今年佳，如果美國經濟復蘇步伐慢慢穩定下來，對中國經濟——特別是在出口的部分，扭轉對 GDP 所作的負面的影響，而是慢慢恢復拉動的作用。

照目前中國經濟轉型，把基於資本和勞動力積累的投資驅動型增長，轉為基於包含全要素生產率提高的增長，刺激內需，這種方向性的轉型，在 2009 和 2010 年，例如，一度以電器下鄉政策來刺激消費，但這些的政策在 2011 年基本上已停頓下來，因此，如今要視乎政府會不會推出新一輪刺激居民消費的政策。

這一類的刺激內需政策都會偏重於幾個行業，像電器，通訊，但對於一些民生必須品的行業，幫助則沒有那麼大。

很明顯看到，拉動今年經濟增長的，應該還是固定資產投資，但相信規模較去年為小。所投入的行業範圍，預料多放在鐵路、公路和機場。這「鐵、公、機」範疇的投資，在2009至2010年達到高峰，約有四萬億之譜。去年，在鐵路上的投放已經開始放緩，機場和公路的固定資產投資規模，政府今年亦把指標降下來，因此，估計通過固定資產投資拉動經濟的規模較去年小。

通過資產證券化紓解地方債風險

再從消費來看，2011年下半年，國內的消費有放緩下來的跡象，特別在一些奢侈品和高端產品，隨著房地產價格和股市的資產價格下跌，「財富效應」令部分消費者手上的開支也產生收縮作用。

面對增長受到內外因素的不利制肘，政府會不會放鬆銀根，成為市場一個焦點。在貨幣政策上，去年對銀行體系的貨幣供應投放量為七點五萬億元人民幣，但最終沒有達標。今年的投放量提高到八點五萬億，對比去年的流動性來看，增加逾百分之十三，希望所增加的部分，能夠抵消出口放緩對經濟增長的影響。

至於備受關注的地方債務風險問題，這個與房地產成為中國經濟內部風險的隱憂。照最新的發展情況看，政府已慢慢找出一個解決的辦法，即通過資產證券化的段，把地方債「打包」，然後賣出去，讓投資人來承擔一部分風險。據悉，國內有些銀行和資產管理公司，四出找尋有經驗的專家以及合適的相關機構，協助在未來將國內地方的債務，像美國那樣，透過「特殊目的載體」(SPV)，經分類、信用增級「打包」後，經過香港或倫敦——由於這些地方債很多由當地政府作擔保，把這些資產證券化的債券產品賣出去。因此預料地方債的問題相信可以藉出口讓國外的投資人幫忙承擔。

從整體情況看，去年經濟得以「軟著陸」，估計今年增長約8.5%至8.7%左右。雖則有經濟學家估計，增速可能放緩至8%，不過筆者相信，回落的幅度應該不會那麼大。但如何消除內外風險衝擊經濟增長的穩定性，無疑是今年宏調政策最重要的任務。對於香港來說，過去幾年的經濟發展受到內地支持相當大。如果沒有自由行，沒有內地下來的資金，香港很難度過非典造成的經濟停滯衰退。但現在面臨國內經濟增速減緩，有些矛盾，如東鐵內地旅客車內飲食事件以及內地孕婦來港生子，又開始浮現，香港需要有智慧的去解決。珍惜香港得來不易的經濟發展，並思考如何在內地經濟增速可能放緩的時候，開發新的經濟增長熱點讓香港經濟多元化，讓香港經濟持續往上飛翔。