

# 中國經濟不會「硬着陸」



國際視野

Pierre Gave  
GaveKal 亞洲區研究部主管

儘管中國上周公布的第3季GDP增長9%仍算是不錯的數字，一眾投資者卻費煞苦心的降低對中國經濟增長的評價。它們的論據是，「經濟合作暨發展組織」(OECD)的成員國已明顯的陷於經濟衰退之中，因此中國的經濟亦將會「硬着陸」。

不錯，中國大陸的出口總值相當於其GDP的37%，經常帳盈餘也超過其GDP的10%。傳統上，人們確是將中國大陸視為以出口為主導的經濟體，因此若全球經濟下滑，它亦不能倖免。但我相信，這其實是一個錯誤的概念。應該以較闊的角度看中國大陸的經濟周期，才是一個較佳的起點。

附圖可見，在中國大陸的30年改革開放歷史之中，淨出口對其中三個經濟增長最快的5年計劃期間(1983-1987、1993-1997、2003-2007)的貢獻其實很小。真正影響這三個時期中國大陸的經濟是極速的增長，還是相對溫和的增長，是本土的投资。

即使在過去3年，淨出口對中國大陸的經濟增長的貢獻乃歷來最明顯，也只是2.3%而已，遠不如本土投資所貢獻的9%增長。因此，純以淨出口來解讀中國大陸的經濟增長，其實並不大準確。

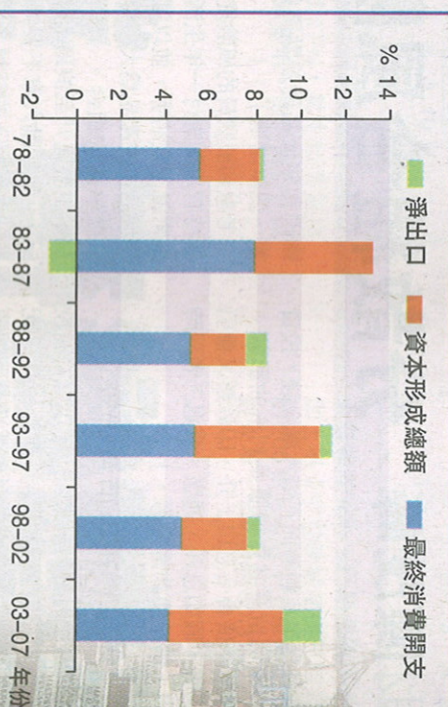
## 經濟放緩需三個不利因素

在過去30年，中國大陸曾經歷過兩次經濟放緩。一次是在1989年，另一次則是在1998年。什麼東西引致這兩次「硬着陸」？每一次都有三個不利因素，包括：周期性的放緩、外來的衝擊，以及嚴重的結構性問題。

在1989年，因為之前幾年連續錄得高通脹，不得不採用緊縮的貨幣政策，來壓抑通脹以及減慢增長(周期性的放緩)。外來的衝擊則是天安門廣場的抗議示威；那反映出中國大陸領導層對於政治改革和經濟改革的性質和速度，有很大的分歧。最大的結構性問題則是兩套價格的問題。那時正值由計劃經濟向市場經濟轉形的初期，絕大部分商品都有兩個價格，一個是官方定下的價格，另一個則是實際的市價。這種制度製造了很多「套數」、「官倒」和貪污的機會，也令到經濟欠缺效率。

1989年的危機的其中一個結果，就是領導層達成共識，物價改革必須加速進行。到了1990年代中期，絕大部分貨品的價格都已是由市場決定，只有一些關鍵的工業用商品才例外。而之後，甚至這些

淨出口佔內地GDP份額很小



工業用商品的價格也是愈來愈自由化(雖然還不是百分比)。

至於1998年，那個周期性的放緩，則是因為在1994年採取了緊縮的貨幣政策，以抑制1990年代初的投資過熱。外來的衝擊則是亞洲金融風暴，那引致人民幣兌其他亞洲貨幣的匯率突然而又急劇的改變，因而拉低了中國的出口增長。

## 結構性問題未見存在

至於結構性問題，則是一個大型而又欠缺效率的國營企業體系，卻要一個愈來愈不穩定的銀行體系來提供終身的支援。在1998年，接近一半的國營企業都是虧蝕的；而中國工業界的綜合盈利，亦只相當於中國GDP的1%，一個非常低的數字。不良貸款幾乎佔了銀行一半的資產。整個國營企業體系等於一道巨大的拉力，拉住了全國的生產力增長。

解決之道是大規模的工業重整，在1995年至2005年間，這在國營企業之內減少了5000萬個職位。而銀行體系亦同時進行資本重整和改革，不再「奉旨」向無力償還的企業提供貸款，反而效法其他東亞國家的工業發展銀行，向一些新興工業提供低成本的信貸。

當我們檢視中國今日的情形，來評估經濟「硬着陸」的風險時，我們發現，那的確有一個明顯的周期性放緩，而外來的衝擊亦很明顯——環球金融海嘯。但是，像之前兩次放緩時的結構性問題，卻不存在。

## 巨大現金儲備 利政策彈性

價格方面，除了少數能源之外，絕大部分都是由市場決定。中國的工業現在已是一個健康得多的組合，包括了主要是國營的大型企業，以及主要是私營的小型企業。在2007年，中國工業界的綜合盈利，已增長至相當於中國GDP的11%，其中接近5%是來自國營企業。

中國的銀行業方面，過去幾年都錄得大筆盈利。現時，

它們的貸款有接近20%是借給消費者，而它們的工業貸款也不是借給國企來支付養老金，而是貸給有進步的企業。銀行放款總額對過熱的房地產行業是很重要的。雖然這可能對盈利有些負面影響，卻不致侵蝕到整個資產負債表。

中國的勞工市場是全世界其中一個最具彈性的，即使內地近年立法加強了勞工保護。總而言之，周而復始，都找不到像之前兩次放緩時的結構性問題。反而，我發現了一個非常一致的生產力高速增長的模式，企業和政府的政策都很有彈性，而巨大的現金儲備則可以用來舒緩經濟放緩的影響。因此，我的初步印象是，「硬着陸」的可能性極低。

比較大的可能性是，中國大陸以其較佳的基本因素，例如如高生產力、急起直追的科技，可以令到其經濟「軟着陸」，只是有幾年的經濟增長速度略低於長期的經濟增長速度(即8%至8.5%，低於長期的8.5%至9.5%)。

## 外債佔GDP比重低

最後一個問題是，看來十分健康的中國經濟會否隱藏着倚賴學債的問題？若真有這種情形，而要在短時間內療傷的話，就可以引致情況突然大大轉壞。中信泰富(0267)的情形就顯示了，最危險的學債方式是借入外國貨幣。這是因為，若本土的貨幣被阻擊而大幅貶值，那麼以本土貨幣計算，公司的債務便會爆炸性地增長。

以2007年底來說，中國的所有外債合計不到GDP的12%，其中短期外債僅相當於GDP的7%。與大多數新興市場國家不同的是，在過去6年，中國的外債幾乎沒有怎樣明顯增加。事實上，中國的經濟維持着一個十分低的槓桿比例，政府的內債亦只是大約相當於GDP的15%，比2000年時的大約20%還要低。同時，中國的國民存款還相當於其GDP的75%。

而過去7年的住宅樓宇按揭貸款，亦只相當於同期內賣出的住宅樓價總和的大約35%。政府、企業和住戶都保留着較高的現金水平，十分保守地互動。整體來說，我相信，中國應可安然渡過現時的危機，而不會經歷人們預期的「硬着陸」。對於整個亞洲區來說，這也是好消息。



整體來說，中國應可安然渡過現時的危機，而非人們所預期的「硬着陸」。圖為中國神州七號「安全着陸」後情況。(資料圖片)