

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2016年8月16日

中國民間投資萎縮挑戰嚴峻

李家濤

香港科大商學院資深副院長及管理學講座教授

人民銀行上周公布7月新增貸款下滑至4636億元（人民幣，下同），信貸額按年降至1.01萬億元，按月銳減9164億元，創近兩年單月新低；企業貸款更罕見地錄得負增長，反映投資意欲進一步減弱。

8月初，中國國家發改委政策研究室在其官方網站發表題為《更好發揮投資對經濟增長的關鍵作用》的文章，對今年上半年中國投資運行情況，作了綜合分析（見http://zys.ndrc.gov.cn/xwfb/201608/t20160803_813881.html）。我們注意到，該文討論到中國民間投資增速下滑之勢相當急遽，挑戰十分嚴峻。因為若民間投資增速進一步放緩，中國經濟的下行壓力很難得到紓緩，甚至國內生產增長率（GDP）進一步下跌的壓力會加劇。

據資料顯示，今年上半年（1至6月），民間投資為158797億元（人民幣·下同），同比增長僅2.8%，增速比1至5月回落了1.1個百分點，較上年同期增速降低了8.6個百分點；佔整體投資的比重為61.5%，比上年同期下降3.6個百分點。

民間投資萎縮惡化

可以看到，中國民間投資增速從2014年起顯著下滑之勢，如今不僅未見扭轉，反而進一步惡化。

與民間投資增速下降相反，國有控股投資增速從去年全年的10.9%，大幅拉升至今年1至6月份的23.5%，跟與民間投資增速顯著下滑之勢形成巨大反差，反映「國退民進」的步伐出現了倒退。

中國過去三十年進行經濟改革，GDP持續增長，私人企業投資的份額不斷增加，是中國經濟持續增長的主要動力來源。據資料顯示，從1979年到2002年，中國GDP的平均年增長率達到約9.4%水平。之取得如此輝煌成果，主要是對經濟運行制度作出了顛覆性的制度改革。在整個民生產總值中，國有經濟佔比，1978年為78%，到1999年已下降到37.4%。

據田國強及崔偉兩位學者的研究，中國從上世紀八十年起加快經濟改革步伐，改革國有企業制的體系，到 2003 年，GDP 總額之中，非國有經濟佔已比逾 62.6%，當中私營經濟佔 44.3%，（見《中國經濟發展與市場化改革》一文，<http://www.aisixiang.com/data/12547.html>）。可見私人企業對中國經濟「脫胎換骨」的貢獻有筆路藍縷之功。

國企資產回報率續跌

很清楚看到，私人企業的投資是當前成為中國經濟增長最重要的推動力量，無論在製造就業崗位、居民收入福利等方面都扮演一個重要角色。換言之，中國民營企業對 GDP 貢獻達六成和八成的就業崗位，一旦投資增速不前，且每況愈下，無可避免對中國社會和經濟會產生衝擊，問題不容輕視，情況必須及早扭轉。

由於私人企業的投資效率較國營企業高，一旦民間投資萎縮，對整體GDP增長以至整體資金的使用效率，都構成不利影響。這一點，也是民間投資增速持續下降所造成的的衝擊中，最值得注意的長期發展問題。據彼得森國際經濟研究所（Peterson Institute for International Economics）兩位學者——Anthony M Solomon及Nicholas Lardy今年3月發表的分析報告指出，中國經濟在改革時代，經濟持續高速增長，其中一個主要原因，是工業私人企業的投資份額增加，更重要一點是，這些私人企業的資產投資回報率為國有企業的3倍。據該報告的資料顯示，2014年，工業私人企業的資產投資回報率為10.8；而工業國有企業的資產回報率僅為4%。（見《The Changing Role of the Private Sector in China, March 2016》。<http://www.rba.gov.au/publications/confs/2016/pdf/rba-conference-2016-lardy.pdf>）。

從資料中亦看到，工業私人企業的資產投資回報率，約於 2011 年第二季度起，從高峰的逾 14%持續回落至 2014 年的 10.8%，與中國經濟下行加劇之勢脛合（筆者按：2011 年，中國 GDP 增長，第一季為 9.7%，第二季為 9.5%，第三季為 9.1%，第四季為 8.9%，逐級下滑）。可以說，投資機會隨經濟下行而萎縮，「過去做什麼生意都賺錢」的形勢而告一去不復返；而資產回報率不斷下跌，盈利減少，加上經濟放緩的陰霾，對發展前景缺乏信心，制約了私人企業的投資意欲。

投資環境未見曙光

目前，中國的投資環境仍未看到曙光。經濟增速從 2011 年第一季的 9.7%，迄今足足下跌了 3 個百分點，下行壓力相當沉重；而且工業生產供應端的價格不斷下跌，盈利持續萎縮，令私人企業吃不消。據國家統計局的數據，6 月份，工業生產者出廠價格指數（PPI）同比下降 2.6%，是連續 52 個月按年下降，這種生產供應端的通貨緊縮，持續了逾 4 年，實在令私人企業如在「火坑」中經營；加上中

國外匯儲備明顯減少，7月份外匯儲備3萬2千億元左右，同比下降了41.5億元，如今流失的壓力尚未減輕，整體發展前景並不樂觀，令私人企業的投資更趨審慎。

靠國有企業的投資支撐，難免進一步阻抑中國經濟的結構性改革。如今國有控股投資增速從去年全年的10.9%，大幅拉升至今年1至6月份的23.5%，「國進」而「民退」，基於國有企業的資產回報率比私人企業為低，寶貴的金融資源，資金的使用效率低下，對中國經濟長期發展甚為不利。

扶助政策陸續出台

據國家發改委政策研究室的《更好發揮投資對經濟增長的關鍵作用》一文提出扭轉民間投資增速滑坡的政策，主要有四點：

1. 大力大力緩解民營企業融資難題，鼓勵商業銀行和政策性銀行要為中小企業提供低息、便捷、全覆蓋的金融服務。成立由政府主導的中小企業政策性擔保機構，引導社會資本進入，為中小企業提供低成本的擔保服務。
2. 開展使用專項建設基金支援政策性擔保機構、為民營企業提供擔保的試點，及時總結推廣。積極鼓勵民營企業通過發行債券進行融資，加大對優質民營企業上市支持力度。
3. 激發製造業投資活力，包括支持傳統產業企業技術改造。實施綠色製造、智慧製造工程和工業強基工程，用先進適用技術改造提升傳統產業，增強製造業核心競爭力。
4. 積極化解和轉移過剩產能。督促地方嚴格執行鋼鐵、煤炭等行業去產能目標責任。嚴格執行「僵屍企業」退市制度；並堅持以市場化方式，推動過剩產能退出，大力推動兼併重組。加快市場出清步伐，積極引導社會資本向優質企業集聚和流轉。

恢復企業家信心至為關鍵

然而，即使政府有心推出刺激措施，但落實這些政策而又能夠產生真正效用，最關鍵是需要恢復企業家的復投資信心。面對中國經濟下行的沉重壓力，發展前景如今仍然模糊不清。據根據中國人民銀行上月公布的《2016年第二季度企業家問卷調查報告》顯示，企業家信心指數為49%，雖然較上季度提高了5.3個百分點，但較去年同期下降9.3個百分點。該指數自2012年下半年以來一直在約

58 至 68 的區間波動。可以看到，如今企業家投資信心顯然處於低潮。

事到如今，私人企業投資增速急遽下滑之勢，必須盡快扭轉。當然，造成民間投資下跌的因素，除了全球經濟包括中國經濟不斷放緩、投資環境惡化、小企業融資困難等大家「耳熟能詳」的問題、國有企業投資增加，對私人投資的擠掉作用，這個不容忽視的因素外，再加上在一些關鍵行業部門，打破進入壁壘，開放競爭的政策步伐緩慢不前，也令私人企業的投資積極性受到壓抑。如何針對這些問題，對症下藥，政府有須要盡快處理。

引入競爭打破市場進入壁壘

很明顯，「政府之手」可適度減少在投資和經濟決策中的作用，多利用市場機制，去推動經濟結構性改革。由於國有企業的資產投資回報進一步下降至約4%左右。據彼德森國際經濟研究所學者 Nicholas Lardy，在所著的一篇研究論文中指出，國有企業的自 2007 年以來的回報率（2010 年除外），已持續低於資金成本（見 Lardy, Nicholas R. 2014. 《Markets over Mao: The Rise of Private Business in China.》 Washington: Peterson Institute for International Economics）。因此，國有企業繼續增加槓桿投資，會進一步推高中國企業債務的風險。

目前，中國債務總額已攀升到相當於國內生產總值 GDP 的 225% 水平，而企業債務約佔 GDP 的 145%，十分驚人。在約 98 萬億元人民幣企業債務當中，國有企業約佔企業債務的 55%，亦即超過 50 萬億元規模，比例遠高於其佔經濟產出的比例——22%。這些國有企業的盈利能力也遠遠不及私營企業。在經濟增長放緩下，盈利下降，加上債務再上升，將嚴重削弱了這些企業在支付供應商，以及償還其貸款方面的能力，形成潛在的金融系統性風險。（請見筆者之前在本欄另一篇文章的論述，《清理「僵尸企業」刻不容緩》，刊 7 月 6 日）。

可以說，國有企業加槓桿投資，弊多而利少。歸根究柢，要恢復企業家的投資信心，政府除了要運用政策達致國有及私人部門投資的「對等化」，改變對私人企業投資所受到的不公平待遇外，在一些關鍵部門，需要打破進入壁壘，引入真正的市場公平競爭，加強政策的透明度，重新刺激企業家的投資積極性，盡快化解民間投資持續下滑的嚴峻挑戰。