

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2015 年 11 月 3 日

中國經濟的困局與出路

黎麟祥

香港科技大學商學院經濟系教授

前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟師及顧問

中國國家統計局於 10 月 19 日公佈第三季國內生產總值（GDP）按年增長 6.9%，為多年以來最低水準。從目前看到的宏觀經濟數據，中國經濟下行的壓力依然很大。

GDP 雖然「破 7」，但數字仍接近 7% 水準。但一些分析人士估計，過去幾個月，中國經濟的實際年增長率只有 5%。姑勿論誰真誰假，即以第三季 GDP 的年增速為 6%，也可以看到，增長引擎已經乏力了。

從價格來看，也看到經濟的疲弱。9 月份工業生產者價格指數（PPI）按年下跌 5.9%，連續 43 個月負增長，反映中間性商品，如鋼鐵等，供應過剩。九月份居民消費價格指數（CPI）比去年上升 1.6%。一至九月份平均 CPI 比去年同期上漲 1.4%，均為較低的數字。

投資拉動不能持續

中國經濟增長由過去幾年能保持 10%，主要靠投資拉動，但這種增長模式是不可持續的。道理很簡單，投資無論在項目的數量和機會上，畢竟都有一定限制。譬如，鐵路或基礎設施已大量建設了，再不斷投資下去，最終會出現產能過剩。

我們可透過投資和產出關係的「增量資本產出率」（Incremental Capital-Output Ratio, ICOR）來加以觀察。ICOR 從 2008 以來，快速由 3.5 躍升至當前約 6 的水準（國際一般標準為 3）。亦即是說，過往用 3.5 個單位資本財就可以拉動增加 1 個單位產出，如今已需要投入逾 6 個資本財單位，投資回報不斷遞減。因此，靠投資拉動增長，的確已到達到很低的效率，難而持續。根據長遠經濟增長的理論，中國經濟長遠增長的動力，不能光靠資本財積累，而需要依靠科技發展，創新和積累人力資本（即提高大中小學教育的水準和品質）的配合。

一個成熟的經濟體，其消費佔 GDP 一般在 60% 以上，如美國就超過 70%；而中國消費佔 GDP 的比例明顯比成熟經濟體低約 10 多個至 20 個百分點。因此，目

前內地的投資率仍高企於約**45%**水準。由於投資資金的來源主要來自私人儲蓄，高儲蓄率也就壓抑了消費。

然而，經濟轉型畢竟有一個漫長過程，絕不能一蹴即就。在推動增長結構改變的轉型下，投資減少，但人民的消費行為短期內是不會出現顯著的變化的（也就是，消費佔國內生產總值的比重在一段長時間內不會怎麼改變），消費尚未能擔負拉動經濟的重任。由此來看，目前中國的發展狀態帶有強烈的「兩難」味道。

中國經濟的困局

在此讓我們分析一下當前的情況。首先檢視下列兩條公式：

國內生產總值（GDP）＝ 總體需求（aggregate demand）。而同時，

總體需求 = 私人消費 (C) + 私人部門投資 (I) + 政府投資及政府消費 (G)
+ 出口 (EX) - 進口 (IM)

2008 年全球金融危機導致出口需求減少，令淨出口（出口減進口）下降，因而迫使政府增加投資去刺激總體需求。這個做法，使投資在 GDP 的比重增加，而淨出口佔 GDP 的比重下降。據媒體報導，政府大手推出 4 萬億元人民幣的刺激計劃，在全球金融危機後一直使經濟維持了高增長率。

雖然在 2008 年至 2013 年全球金融危機期間，所進行的刺激措施，通過基礎建設有助促進長遠增長，但此舉亦引致工業生產過剩和房產供應過度。而地方政府的債務變得十分沉重，可以說已超出經濟上可持續的負擔極限。如今地方政府增加債務的空間已不大，過度投資和過度生產亦到了盡頭。投資率佔 GDP 比率 45% 高企，反映資本積累過度和投資過度的情形。因此，發展到目前階段，政府再運用財政手段來刺激經濟的空間已經很有限。

另一方面，從長遠來說，政府亦盼國家減少淨出口作為總需求組成的依賴程度，基於出口需求往往視乎外部環境的變化，而這些外部環境的穩定性並不可靠。因此，在這個局面下，增加消費在 GDP 的佔比，是經濟長期發展唯一之途。然而，消費行為改變是緩慢的，部分原因可歸咎文化因素；部分原因是內地至今缺乏一個有效的社會福利保障系統。

但是，短期而言，穩定經濟唯一之途，是政府透過貨幣政策去刺激那些過往受到遺漏的投資管道，讓企業和其他個體能夠更容易取得融資進行投資。貨幣政策的手段包括 1. 下調基準利率；2. 下調銀行存款準備金率；以及 3. 進行貨幣量化寬鬆。

人民銀行在 10 月 23 日宣佈下調基準利率（benchmark interest rate）0.25%（存款利率降至 1.5%，貸款利率降至 4.35%），同時下調金融機構存款準備金率 0.5%（Reserve Requirement Ratio, RRR），即銀行可較以前借出存款的更大份額。「降息降準」雙拳齊出；與此同時亦基本取消對存款利率的上限。

此次降息是中國自 2014 年 11 月以來第 6 次下調，而貨幣政策進一步寬鬆，目的是刺激產業投資，從而刺激經濟。由於降息週期由去年 11 月起已然啟動，先後 5 次降息和 4 次降準，當中亦不乏普降加定向「降準」的政策組合。但經濟下行之勢並未有明顯起色。所以在 10 月 23 再次寬鬆貨幣政策。

中國式量化寬鬆定向貸款

值得注意的是，這次寬鬆貨幣政策有量化的味道，也就是第三招。中國人民銀行於本月 10 日發出通知，決定在前期山東、廣東開展的「信貸資產質押再貸款」試點所形成的經驗基礎上，進一步在上海、天津、遼寧等 9 省（市）推廣試點。這是央行為因應當前中國經濟和金融形勢，增加貨幣政策工具的一項新動作，亦是基礎貨幣投放的一個新管道。

所謂信貸資產質押再貸款，是指銀行可以用現有的信貸資產（亦即是已經發放出去的貸款）到央行去質押，獲得新的資金，此舉就等於增加市場流動性，但箇中較下調法定存款金率更為靈活，因為畢竟降準只是一次過釋放若干資金出來，而信貸資產質押再貸款，可以持續地因應情況而進行調控。

依照廣東省等前期實行的試點經驗，信貸質押業務流程上分為四個步驟，包括對銀行評級、對貸款企業評級、資產備案核査、貸款申請發放。按照此「四步曲」，銀行將達標企業的全部信貸資產打包，建立質押品資產池，然後向央行申請預先備案；央行則從銀行備案的信貸資產池中，選擇適當的信貸資產，按照一定比例折扣後用於質押，然後給銀行發放再貸款資金，據此向市場注入流動性。

質押是有一定的借貸條件的。當商業銀行向人行抵押相關信貸資產取得貸款後，要將資金投向農業及中小企業。這項政策也被外界視為「中國式的量化寬鬆」。

貨幣政策工具三管齊下

短期而言，在扭轉短期經濟下行之勢，央行「三管齊下」的貨幣政策是有必要的。然而，目前的「兩難」，是政府又要採用投資來刺激經濟，而投資的資金來源，主要來自於私人儲蓄，這樣又反過來壓抑了消費，以致干擾了引導經濟以私人消費為基礎的長期改革目標。可以看到，在短期目標與長期目標之間出現了矛盾。

若然企業對經濟前景不樂觀，「雙降」能否有效刺激起企業的借貸是有疑問的。因此「中國式的 QE」這一個創新性手段，使經濟學者感到興趣。而且，它也有成功機會，因為這種「定向性」的寬鬆，有助把金融資源引導到目標群組（即中小企和農戶，等等），而這個群組是一直為銀行所忽略的。這種銀行的信貸配給 (credit rationing) 行為，是市場失效 (market failure) 的表現。正是由於這個原因，這個群組積壓起來的借貸意欲比銀行傳統的借貸人（如大型國企）更為強烈。因此，我們對於中國政府能透過「中國式的 QE」刺激經濟感到一定程度上的樂觀。而且，對信貸市場失效作出糾正，也是增加經濟效率的措施呢。