

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2014 年 12 月 2 日

中國經濟需要繼續減息刺激

梁新

香港科大商學院惠理投資研究中心副主任

中國人民銀行 11 月 21 日宣布下調銀行貸款和存款的基準利率。貸款利率（1 年期）下調 0.4% 至 5.6%；而存款利率則下調 0.25% 至 2.75%，與此同時，結合推進利率市場化改革，把存款利率浮動上限擴大。降息從 22 日起實施，這是人民銀行自 2012 年 7 月以來、相隔逾 2 年多首次降息。

今次調整利率表面上出乎多數市場人士的意料，然而，人行減息此舉其實並不令人訝異，因為中國經濟下行壓力的確相當大。要紓緩下行壓力，降低社會融資成本有迫切需要。可以看到，降息之後，人民銀行還透過多管道，向市場釋放流動性，積極緩解企業融資成本高昂的問題。

早於 11 月 19 日，國務院召開常務會議，也曾就這個融資貴的問題提出了新「融十條」。據傳媒報導，在會議上，總理李克強強調：「金融不搞活，實體經濟就上不來，經濟下行壓力就難以頂住，最後反過來可能會帶來金融風險。」可見當前中國經濟發展和改革的「樽頸」，是必須使中小企業走出「融資難、融資成本貴」的泥潭。

再看深一層，今年第三季（7 至 9 月）實際國內生產總值（GDP）增長比上年同期增長 7.3%，增速下降至五年多以來最低水平；加上房地產開發投資減少，市場行情趨冷，導致企業放緩生產和投資。踏入第四季度，即從 10 月份起，經濟增長進一步減速的態勢尤其明顯。因此，央行把貨幣放鬆，是遲早之事。

急需降低企業融資成本

據央行對減息的政策闡釋，強調此舉主要是降低企業的借貸成本。筆者認為，央行設法降低企業的融資成本，目前有相當大的迫切性。環顧目前全球的金融形勢，雖然美國聯邦儲備局已進行「退市」，不再按月購債，向市場注入流動性，但過去多輪的貨幣量化寬鬆（QE），透過增加銀行體系的超額準備金，從而加大貨幣供應量，所累積巨大的流動性，一時三刻也不能改變，而且一般估計，美國到明年第三季左右才會加息，換言之，市場的流動性還是非常寬裕，息口水平必然有

段時間處於相當低的水平。

此外，「日本版 QE」亦不斷加強，歐洲央行亦需要透過貨幣寬鬆環境來提振經濟。按照歐盟委員會上周的會議，深入討論通過逾 3000 億歐羅的投資計劃，以刺激歐盟地區疲弱的經濟。這項計劃被稱為歐洲戰略投資基金計劃（EFSI），按照計劃，歐盟將出資 210 億歐羅作種子基金，其中 160 億來自歐盟目前的預算資金，另外 50 億資金則來自歐洲投資銀行。

這筆資金將以擔保的形式，用來籌措資人資金，估計最終融資金額達到 3150 億歐羅，資金所得將用於風險較高的項目，以刺激歐洲經濟「脫胎換骨」，啟動新一輪的發展動力。可以預料，在可見一段長時間，歐美日三大發達經濟體的利率水平都會相當低。對中國企業來說，若然繼續融資難，而且融資成本高昂，必然很難在出口和生產方面，跟歐美日的企業競爭，自陷十分不利的地步。因此，中國需要盡快降低利率，減輕企業的融資成本，實在不言而喻。

事實上，從最近的經濟表現看，貨幣政策轉變相當合理。第一，今年初以來，政府與央行一再採取微刺激措施去穩定增長，但增長下行的壓力不僅沒有減輕，最近下行風險反而有進一步加劇的跡象。第二，領導人一直努力降低企業的融資成本，殫盡心思，但成效並不顯著，因此，全面放鬆貨幣政策，包括降息降准無疑是一個直截了當的政策工具。

利率水平有再降空間

筆者估計，中國應該還會再減息，而且幅度可以有約 2.25% 之譜的下調空間。由於中國目前的貸款利率水平較歐美日等國還高出相當多，融資成本壓力沉重；加上目前中國的消費物價指數(CPI)水平低於 2% 以下。據 10 月份數據，當月 CPI 比去年同期上升 1.6%，通脹壓力幾乎不存在，反而中國經濟隱含通縮的風險。

更有甚者，10 份同期，生產者價格指數（PPI）較去年同期下降 2.2%，環比下降 0.4%，連續 32 個月為負值，PPI 下降 2.2%，而貸款基準利率水平為 5.6%，意味企業融資的實際利率達到 7.8% 水平。試問在當前全球利率低企的形勢下，反而中國企業的實際借貸利率如此高企，這樣一來，中國經濟要擺脫下行壓力、增加出口，必然事倍功半。

細看今年以來，央行其實一直為難決中小企融資難作出了多次舉措。4 月份「定向降準」，下調農商銀行及農村合作銀行的存款準備金率，理論上可以釋放出 1000 億元的資金；6 月，針對三農和小微企業，再實行定向降準，把降準範圍擴大到城市商業銀行，如今央行再直接降息，刺激資金的需求面，雖然央行否認降息是改變貨幣政策，但放鬆的意味呼之欲出。

寬鬆環境易增難減

今次降息的刺激作用，相信較定向降準為大。根據資料統計，包含中國國債、地方債和企業債等總額約 45 萬至 50 萬億之譜，只要利率下調 1%，由此可以多釋放出來的資金，動輒以萬億計，此舉對中國經濟的發展裨益，不言而喻。

由於貨幣政策從制訂實施到對經濟活動產生的影響存在時滯性，一般滯後有 6 至 12 個月時間。換句話說，央行減息對經濟影響的實際成效，要起碼約半年後才看得出來，由目前到明年第二季初段，貨幣寬鬆的力度相信易增難減。

人民銀行在 21 日的聲明中強調：「在經濟增長有下行壓力、結構調整處於爬坡時期、企業經營困難有所加大的情況下，部分企業特別是小微企業對融資成本的承受能力有所降低。解決好企業特別是小微企業融資成本高問題，對於穩增長、促就業、惠民生具有重要意義」。還強調是次降息屬於「中性操作」，「並不代表貨幣政策取向發生變化」。

然而無可否認，中國經濟必須要穩定增長，才能有效繼續調整結構。據媒體日前報導，中國 2015 年的經濟增長目標，很有可能下調至「7%左右」；而 2014 年的目標則為「7.5%左右」。不過，為了穩定就業，GDP 降速幅度也不會大，估計明年增長目標會維持在 7%至 7.2%之間。

調結構需要先穩經濟

從好的角度看，中國透過稍微放緩增長速度，使調整結構能夠加快推進，盡快構建一個可持續發展的基礎。但降速這種調整結構的政策，更需要有一個適度而穩定的融資環境，來確保「穩增長、調結構」能夠順利進行。照目前形勢看，為明年經濟運行定調的中央經濟工作會議，最早可於 12 月上旬召開，新的目標據說將以「7%左右為中心」，並於明年 3 月的全國人民代表大會上公佈。

可以看到，中國經濟下行的風險其實揮之不去。由於金融改革迄今未有效完成，大量基礎設施的資金，主要來自地方政府各種形式的舉債；加上房地產市場的繁榮期基本上已告一段落。過去靠房地產開發投資刺激整體投資，已然無法持續，若房地產市場繼續深度下跌，有可能會誘發金融系統性風險。所以，央行出手減息，避免經濟惡化，政策用意其實相當明顯。

本周一（12 月 1 日），國家統計局公布 11 月官方採購經理人指數（PMI）。公布前，有機構預計中國 11 月官方製造業 PMI 料降至 50.6，由於總需求未見明顯好轉，預料經濟增長在低位繼續放緩。筆者估計，當經濟下行壓力無顯著紓緩，央行有降息的政策需要，不排除在農曆新年前，央行有進一步貨幣寬鬆的動作，包

括先下調存款準備金率，而調降的幅度亦有 1%至 2%的空間。

A 股轉牛市氣味濃烈

據統計，由於近來日圓急速貶值，而 A 股又強力反彈，使中國股市總市值上周四增加至 4.480 萬億美元，超過日本股市總市值的 4.478 萬億。以目前 A 股的市盈率僅約 10 倍，股市的價值受到低估，故此預料中長期，內地股市仍有很大的上升空間，以確認轉入了牛市的階段。

總括來說，對於央行今次減息，股市反應正面。的確，降息有利股市加速進入牛市。當人行宣在減息後，深滬股市持續回升。上證綜合指數過去六個交易日，累計升幅近 200 點，上周收市報 2,630，不僅一舉衝破了 2500 的關口，而且有餘未盡，由於短短幾個交易日累積的升幅有 200 點，短期難免出現調整，部分資金獲利回吐，但相信內地股市不會大跌，而是以「小回大漲」的形式繼續推進。