

【解牛集】— 刊於〈信報〉，2015年3月10日

中國經濟須央行果斷減息降準支持

梁新

香港科大商學院惠理投資研究中心副主任

十二屆全國人大三次會議上周四在北京開幕，國務院總理李克強發表政府工作報告。有關闡述今年經濟的部分，由於中國經濟下行壓力有增無減，因而李克強今年的政府工作報告，便格外受到外界關注。

報告把今年國內生產總值(GDP)增長預期目標下調至7%左右。李克強不諱言，中國經濟下行壓力今年還在加大，所面臨的困難可能比去年還要大。

政府工作報告詳細列出加快培育消費增長點、以體制創新推動科技創新等7大舉措，藉此協調推動經濟穩定增長和結構優化調整。事實上，增長目標定在7%，比上年全年GDP的增速7.4%還要低，已清楚說明中國經濟在增速放緩、需求切換、增長動力轉型的「新常態」下，無可避免需要進一步下調今年的經濟增速此舉切合現實，而且也實在難以迴避。

通縮風險有增無減

按照報告，除了預期今年GDP增速目標調低至7%外，也預期今年居民消費者價格(CPI)升幅約3%，城鎮新增就業1000萬人以上，城鎮登記失業率在4.5%以內，進出口增長則預期達到6%左右。去年進出口增長為6.1%，未達致7.5%的目標。

在財政方面，今年年內擬安排赤字1.62萬億元(人民幣，下同)，較去年增2700億元，赤字率從去年的2.1%提高至2.3%；貨幣政策方面，穩健的貨幣政策也將鬆緊適度，廣義貨幣供應量M2預期增長12%左右，在實際執行中，將根據經濟發展需要，也可略高些。

從目前中國經濟形勢來看，外貿增長速度目標達到6%應該有機會實現，甚至可以更高一點。商務部長高虎城上周六在出席人大會議的新聞中心記者會上，亦表示有信心達標。然而，要消費者價格指數升上3%左右水平，以1月份CPI年增0.8%(比2014年12月份1.5%的升幅明顯下降)，而且生產者價格指數(PPI)1月份更下降4.3%，為2009年末以來最大跌幅，連續35個月負增長，相信很

難達標。

事實上，目前中國經濟面對相當大的通縮威脅，這一點筆者過去亦曾加以詳細論述，於此不贅。

再減息降準勢在必行

面對經濟下行壓力，政府報告認為，針對經濟增速放緩，政府將加快培育消費增長點、推動產業結構邁向中高端、以體制創新推動科技創新等多項舉措應對，據此穩定經濟增速。

然而，畢竟遠水難以救近火，在財政方面作出支持，無疑是「穩增長」的直接手段。因此，今年增加公共產品有效投資，將啟動實施一批新的重大工程項目，重大水利工程已開工的 57 個項目要加快建設，投資規模逾 8000 億，政府通過赤字預算來作適度刺激。

然而即使如此，筆者相信，今年要有效穩定經濟，人民銀行必須果斷和大膽採取行動，透過減息和下調存款準備金率來避免經濟失速；也避免經濟跌落通縮陷阱。

細看今年的固定資產投資增長目標為 15%、社會消費品零售總額增速為 13%。去年固定資產投資實際增速為 15.3%，社會消費品零售總額增速為 12%，在這種情況下，即使外貿增長 6%（或稍高一些）達致了目標，但情況顯然不會比去年顯著好轉，令人驚喜。如今在加強抑遏「三公消費」，加上居民收入增長速度有限的情況下，拉動經濟增長的「三頭馬車」均顯得缺乏充足動力。

降準對沖外匯佔款銳減

一直以來，中國企業的債務槓杆已相當高，而且中小企「融資難、成本高」問題相當嚴峻，若央行不果斷透過減息和降準來擴大流動性，以壓低資金成本；加上當前通脹率不斷走低，已低於 1% 水平，意味實際利率有升無降，資金成本百上加斤。故此只有央行繼續透過調整貨幣政策工具，包括降息和降準來支持企業進行投資，經濟發展才能穩定下來，據此作為調整結構的基礎。

去年 11 月下旬，央行開始適度調整貨幣政策，把貸款利率和存款利率分別下調 40 個點子和 25 個點子；1 年期基準貸款利率降至 5.6%。但考慮到生產者價格指數（PPI）負增長平均約 2.5% 之譜，意味貸款實際利率水平達到 8.1%，資金成本其實相當昂貴。比起歐美日等發達國家超低的利率水平，中國企業的國際競爭力

十分吃虧。

到今年 2 月 4 日，人民銀行宣布全面下調法定存款準備金率 0.5 個百分點至 19.5% 所釋放出來的資金，估計約 6000 億元之譜。這次降準，其實只要沖銷外匯佔款持續下降的壓力。

過去外資流入，央行收取外匯投放人民幣，成為流動性供應的一個「常態」手段，但如今外匯佔款持續減少，央行必須反方向操作，透過降準來對沖流動性變相萎縮之不足，因此可以說，央行上月這次降準，只是抵消外匯佔款減少的政策操作，未必能夠對企業的融資需求作出有效刺激。

熱錢流向進一步逆轉

再考慮到當前的國際經濟形勢，上周五，美國商務部公布 2 月份非農就業職位增加 29 萬 5 千個，遠多於市場預期，失業率降至 5.5%，每周平均工時為 34.6 小時，符合市場預期，強勁的就業數據，反映美國經濟復蘇的基礎繼續向好，美元和美股上升，也意味美元資產的吸引力有增無減。反過來看，中國經濟增速進一步放緩，外資傾向減少流入，外匯佔款難以顯著增加。

據資料顯示，1 月份人行與金融機構的外匯佔款負增長 1083 億元，連續 2 個月出現銳降千億元規模。另一方面，1 月份貿易順差則達到破紀錄的 600 億美元(下同)，高於去年 12 月的順差 496 億，不過，外匯佔款卻反而銳降，反映資金大規模流出內地。

展望可見未來，外匯佔款增速下滑是意料中事。因此，無論在對沖外匯佔減少之不足，或透過寬鬆的流動性環境來穩定利率水平，央行都有持續降準的必要性。

目前，法定存款準備金率為 19.5%。2006 年，法定存款準備金率約只有 7.5% 之譜。自 2008 年提升至雙位數的 10% 之後，比率一直高升，2011 年最高達到 21.5%，期內也是外匯佔款持續增加的時段。

如今在經濟因調整結構、需求切換，增長動力轉型而形勢改變，加上外匯佔款節節上升的結構環境亦告一段落，因此，央行必須及時出手紓緩流動性壓力。若今年經濟繼續明顯放緩，央行有果斷減息降準之需要。

筆者在本欄曾提及，在目前形勢下，中國的利率水平估計起碼有 3% 的下調空間，而存款準備金率亦有 10% 的下調幅度。目前 19.5% 水平，較諸全世界主要經濟體高出的幅度相當大。

據目前的經濟形勢評估，今年內央行有可能再下調法定存款準備金率 4 次，每次 0.5%。

減息有 2.5 至 3%空間

至於減息方面，今年 2 月 28 日，人民銀行宣布再減息，把 1 年期基準利率下調 0.25 個百分點至 5.35%。這是人行 3 個月以來第二次減息，也是 2 月份內第二度「放水」（2 月初宣佈降存款準備金率）。雖然央行負責人強調，維持穩健的貨幣政策不變。但在通縮風險加劇、且經濟增長速度乏力，如此情況，貨幣政策實在不能過緊。

若然要紓緩通縮壓力、改善企業，尤其是中小微企業借貸成本高居不下的困局，降息對解決問題的作用更大。而且減息直接可刺激經濟，直接影響融資的需求。

筆者認為，央行減息的幅度每次可以 0.5%進行；而降法定存款準備金率則可以每次下調 1%，要果斷大膽。因為中國經濟的現況，正如總理李克強在政府報告中提到，今年是全面深化改革的關鍵之年；也是穩增長調結構的緊要之年。

經濟風險來自房地產

值得一提，房地產市場是目前中國經濟主要風險來源。由於固定資產投資增速緩降，若房地產開發投資進一步萎縮，則「穩經濟」的難度會加大。近月政府的政策，明顯對房地產宏調已有放寬迹象。

據中國指數研究院資料顯示，2015 年 2 月，全國 100 個城市住宅均價與 2014 年 2 月相比下跌 3.84%，跌幅較上月擴大 0.75 個百分點。另一方面，北京、上海等十大城市（新建）住宅均價為 18957 元/平方米，環比小幅下跌 0.17%；同比亦繼續下跌，跌幅擴大 1.22 個百分點至 2.45%。若樓價再持續下降，對穩定經濟十分不利。

因此，政府穩定樓市，幾乎是穩定經濟的一個政策重要組成部分。截至 2014 年 8 月底，46 個限購城市已有 40 個鬆綁，意味樓市限購時代或進入尾聲。如今中國經濟增速放緩，但「強刺激」又不利經濟結構調整的形勢下，放鬆房貸已合理的政策選擇。

總括而言，央行今年的貨幣政策有必要從寬而不可過緊。估計減息起碼有至少還

有 2 次；降準起碼還有 10% 的下調空間，供央行因應形勢變化而靈活使用。

〔本文由科大商學院傳訊部筆錄，梁新教授口述及整理定稿〕。