

【解牛集】

信報，2010年2月23日

今年中國經濟政策「進退兩難」

甘潔

香港科大商學院財務系副教授

人民銀行在農曆新年前，宣布再度提高存款準備金率零點五個百分點至 16.5%，於周四（25日）生效。此舉不僅令市場感到意外，更惹來對中國政府實行「退市政策」的忖測。對於中國經濟的未來發展，我們不妨以最近的經濟數據，從基本因素的角度細加剖析。可以說，目前的發展形勢有點「進退兩難」，對於如何拿捏經濟政策的進退時機和力度，十分考驗政府的睿智。

據中國國家統計局公布最新統計數據，1月份，中國居民消費價格指數（CPI）同比上漲 1.5%。但一般分析相信，1月份升幅較小，主要受季節因素影響，預料2月中國CPI或將出現較高增長，而全年同比增幅將在3%到4%左右。很明顯，目前市場關注的焦點，是通貨膨脹壓力，會否加速中國央行抽緊銀根，實行加息，並且在壓抑資產泡沫的政策下，對股市和房地產市場構成較大波動。

從過去一年的情況看，經歷全球金融危機的衝擊，中國政府及時採取行動，並提出一個四萬億救市方案的刺激經濟計劃，的確有其成功的一方面，令經濟暫時走出了低谷，出現了高速經濟增長。但是，此舉也留下了嚴重隱患。譬如說，信貸的過度擴張。很多資金進入股市和房地產市場，使這兩個市場都有資產泡沫成份。

希臘債務危機突顯復蘇脆弱性

踏入2010年，經濟仍持續增長。據國家信息中心於2月初的報告中指出，由於刺激經濟政策的效應持續，因此，預料首季度經濟增長率有望持續上升，並抵 11.5%左右。然而，經濟持續回升，並不能由此確認中國經濟根本好轉，完全擺脫全球金融危機的影響，甚至出現「過熱」。最近希臘主權債務危機，就突顯了全球經濟復蘇步伐脆弱性一面。

事實上，中國第一季度GDP增速比較高，與去年同期基數低直接相關，去年第一季度，中國經濟在金融危機的衝擊下，處於低谷，增速為 6.2%。另一方面，今年首季度投資與消費增長較快，主因是依靠政府採取的一系列經濟刺激政策和

措施，實際上，經濟增長的內生動力仍嫌不足。因此，筆者相信，今年的經濟發表還面對很大的挑戰。

在政府去年的寬鬆貨幣政策下，信貸擴張過度，形成股市和房地產市場出現泡沫。今年市場難免要進入一個調整期。政府的政策，當然是希望「軟著陸」。但這個軟著陸無疑還有很多挑戰性，其中流動性的問題，是其中一個棘手部分。因為流動性有一個自我實現的過程。當大家預期股市會上升，就會吸引流動性湧進來，這樣一來，也就會推動股票價格進一步上揚。當股票上升，意味流動性湧進來的決定正確，結果引發更多流動性湧入市場，造成一個螺旋式的增量上升循環。

資產泡沫不容忽視

反過來看，取消流動性，也會引起同樣但方向相反的循環。過去幾個月，其實已經出現了這種情況。當新股上升，不管是首次公開招股(IPO)，還是二次發售，流動性進來以後，獲利套現的資金一動，股市就開始下跌，觸發流動性應否撤退的疑慮，當眾多投資者唯恐失去先機，引致更多流動性撤退，導致市場急挫，這種「放大」效果，都令市場升跌的風險更加厲害。這種情況，就對市場的「軟著陸」構成很大的挑戰。

事實上，資產價格泡沫是一個不容忽視的問題。由於高流動性會觸發通脹預期，而且在經濟復蘇沒有重大威脅的表象下，會使投資者信心過度膨脹，一旦投資以高槓杆進行，則資產泡沫爆破將對實體經濟構成損害。因此，面對目前的情況，中國政府其實也希望市場有一些調整。但筆者認為，這不是一件易事。因為政府希望股市能夠一步一步「軟著陸」，進行調整，但另一方面亦希望像首次公開發售等繼續如常進行，即股市仍要發揮集資和推動企業發展的功能。這種夾纏混雜的政策目標，要「魚與熊掌」兼得，並不容易。因為只對市場進行「微調」，但「微調」收效不顯，一旦加大力量，則市場便反應過度，因而使政策目標的難度很大。

實現退市暫無端倪

正如前文分析，雖然第一季的經濟增長達雙位數字，而且最新的1月份消費物價的升幅小於預期，但基於增長有潛在不穩定的因素，因此，中國政府「退市」時機，顯然並非時候。從政策的角度看，今年還保持七萬億的新信貸增長，可以說暫時沒有退市端倪。然而，為了保證流動性總體合理充裕，防範通脹預期加劇，預料央行在貨幣政策工具運用上，會採用靈活手法。雖然流動性充裕格局不會出現重大變化，但央行公開市場活動反向操作的可能性加大，即資金或由淨投放改為一定程度的淨回籠，因此，金融業內人士估計，央票利率也會出現小幅攀升；

也不排除央行或會逐步提高銀行存款準備金率。

筆者認為，中國目前并未實現退市政策的打算。雖然，央行自去年 12 月以來，有收緊貨幣異常寬鬆的跡象，包括在 1 月份，把存款準備金率上調了 0.5 個百分點，並在 1 月份實施了貸款額度措施。但這樣做並不表示全面控制貸款的規模，只是控制貸款的步伐，避免早段增長過速加劇通脹壓力而已。由於今年再沒有像去年那樣，政府積極「救市」的政策支持，所以金融市場難免易跌難升，而且市場對加息的反應，往往帶有強烈的情緒性，故而潛伏大幅波動的風險。

在經濟基本因素方面，據中國科學院預測科學研究中心於 2 月上旬發布對中國經濟重要指標的最新預測。投資、消費和淨出口這推動經濟增長的三大火車頭，對今年 GDP 增長的拉動分別為 6.3%、4.2%和-0.5%；在全力「保增長」的去年（2009 年），投資、消費和淨出口對中國 GDP 的貢獻，分別為 8.0%、4.6%和-3.9%，亦即預期今年投資的增長動力會有所回落。可以說，退市政策和對房地產的調控政策是否合宜，是今年中國經濟能否穩定增長的關鍵。

市場低效率加劇投資風險

在對房地產和股市的政策調控方面，由於流動性寬裕的格局未變，加上流動性容易受投機和風險變化衝擊，筆者相信，政策難度相當大。事實上，中國這兩個市場的內地個別參與者不是成熟的投資者，跟風炒賣和情緒波動激烈，使政策調整困難重重。譬如，因為沒沽空機制，投資者只能在升市中賺錢，不能在跌市中沽空圖利，這樣一來，投資者只有在升市中，一窩蜂入市，瘋狂買賣，甚至採用高槓杆進行投機，這種非理性的投資行爲，使市場淪為像賭場般，風險愈來愈更高。

看深一層，基於內地的投資渠道有限，內地居民熱衷投資股市和房地產保值，情況相當普遍，甚至有個人購入幾十套住房，反映了這種投資結構相當不健康。筆者認為，問題的關鍵，是內地很多行業沒有開放，民間資金缺乏出路，居民只有很少的投資渠道，故此多把資金放在房地產市場，而金融市場的效率低，銀行又把資金放在國企身上，導致國企的借貸不斷增加，危機隱伏。若然中國不改變這種投資市場結構和提高金融市場的低效率，中國經濟發展會有相當大的波動風險。

開放民企經營擴大資金出路

筆者認為，解決這個問題，中國需要開放民營企業的經營，優化經濟增長的結構。據國家發改委副主任穆虹在最近召開的「2009 年度中國民營經濟發展形勢分析會」上透露，按照國務院的工作部署和要求，國家發改委如今正醞釀推出新一輪

鼓勵民間投資的政策措施；而發改委也針對民營企業市場准入難，而研究新措施。這個發展方向值得注視。

事實上，中國國內民營企業在若干行業的市場進入相當困難，甚至完全「無路可進」。譬如電信業，民營企業便不得其門而入；石油業，國家也規定上游的勘探開採，民企不允進入。雖然國家鼓勵民間資本投資鐵路，但民企卻不願進入，因為沒掙得回報相當困難。因此，中國必須對民企經營加以開放，用新政策措施，來優化產業結構，顯然是刻不容緩的，否則，民間資金只瞄準房地產市場，最終會成為發展結構失衡的隱患。

人民幣匯價問題爭論升溫

在進出口方面，據中科院預測中心的估計，隨著外部環境改善，2010年中國進出口貿易將表現出明顯復蘇。預計2010年的進出口總額，同比增長17.6%左右，順差同比增長4.8%左右。不過無論如何，人民幣升值的問題，始終成為一個市場炒作的因素。

2月初，美國總統奧巴馬向國會參議院民主黨政策委員會的議員發言，雖然在演講中沒有提到人民幣匯率問題，但在回應民主黨參議員斯庇特爾(Arlen Specter)提問時表示，中國和亞洲將會繼續是美國出口的龐大市場，但必須處理匯率問題，以確保美國產品不會面對「龐大的競爭不利因素」，可以看到，人民幣升值問題又會成為市場的焦點。筆者相信，長遠來看，人民幣匯價會上升，但若歐美國家採用壓力，迫中國政府就範，效果往往適得其反。然而無論如何，從最近中國經濟發展和全球經濟環境情況看，今年中國經濟政策需要應對多重挑戰，政府應著眼長遠利益，果斷把握進退的時機與力度。