

劉遵義文章 《天塌不下來（三）》

標題： 中國經濟能夠軟着陸 天塌不下來

## 一、引言

1997年，東亞貨幣危機高峰時，我寫了一篇名為〈天塌不下來〉（The Sky is not Falling）的文章，基本上說，中國經濟將能大致無損地擺脫危機。中國當時決定不把人民幣貶值，即使每一個東亞經濟體（香港除外）已把其本土貨幣貶值。在那時刻，把人民幣幣值保持穩定的政策，受到國內不少人反對，尤其是出口商，但最終證明有關政策不僅對中國經濟本身有幫助，亦使其他東亞經濟體能相對較快地從危機中復蘇，令中國贏得它們的感激和尊重。

2008年9月，中國經濟面對的外部環境同樣負面，儘管形式完全不一樣。美國發生雷曼兄弟（Lehman Brothers）倒閉引發的重大金融危機，嚴重程度是1929年經濟大蕭條以來之最。而事件造成的信心危機擴散至歐洲和整個世界。一夜間，歐美的信貸和流動性完全枯竭，幾乎全世界各地都發生恐慌。由於歐美經濟陷入衰退，中國和東亞經濟體需要面對出口需求的驟然大量下跌。

那個時候，我寫了另一篇名為〈天塌不下來（二）〉的文章，再一次提出，基於中國和東亞經濟體與歐美經濟局部脫鈎的可能性，中國的經濟將不僅能夠逃過一劫，而且會在全球金融危機中繼續增長。果然，儘管美國和部分西歐國家金融動盪，經濟放緩，甚至衰退，但中國經濟亦能大致依靠內需，繼續增長，中國國內生產總值（GDP）實質增長率在2009及2010年分別達9.1%和10.3%。對局部脫鈎的假設是否有效的質疑，應當已隨着中國及日本以外的東亞經濟體，在該時段的實際表現，而煙消雲散。

今天，我再寫另一篇名為〈天塌不下來（三）〉的文章，解釋為何中國經濟在歐洲主權債務危機下，依靠自身的內需，應當能夠做到「軟着陸」，繼續每年以約8%的速度增長。

## 二、外部環境

現時的外部環境雖然不利，但實際上可以更糟。儘管美國政府內外都有政治爭拗，但美國經濟至少能一直非常緩慢但相對平穩地復蘇。失業率經過多月處於或超過9%後，去年11月下跌0.4%至8.6%，而樓市已展現出一些復蘇的早期跡象。預期美國去年末季GDP的實質增長率將升至3.5%左右，長期利率仍然低企，美元會維持相對強勢，某程度上是因為歐羅區有主權債務危機。所以，美國雖然仍不會即時全面復

蘇，但雙底衰退的跡象亦幾近不存在。在今年大選年，預期美國經濟能以 2%左右的實質增長率，好歹挨過去，而家庭消費連帶入口亦將以相似的幅度增長。

歐洲經濟，尤其是歐羅區經濟，目前正受部分經濟體的主權債務危機困擾。不過，一如我在另一篇文章所指<sup>[2]</sup>，歐羅區兩大經濟體德法兩國，捍衛和維持歐羅，是最合乎兩國的最高利益，而它們只要有能力，它們便必定會這樣做——而它們的確有這個能力。然而，為達成想要的最終結果，實現的過程可能複雜而迂迴曲折，因為歐羅區各國有嚴重的政治分歧。但一如美國國會最後不得不調高美國負債上限般，歐盟（除了英國）將最終推出一個可信和可行的計劃，穩住歐羅和歐羅區經濟。故此，歐羅和歐羅區經濟穩定下來，只是時間問題。

關鍵在於歐羅區成員國政府，要採取果斷行動遏止「非理性恐慌」(irrational panic)，在對沖基金及其他投機者的煽風點火下，這種情緒似乎正在歐洲金融市場蔓延。正是這種「非理性恐慌」（以及一些金融機構無限制出售歐洲主權債務的信貸違約掉期 (credit default swap)，驅使歐洲主權債券的孳息創新高。這是因為短期市場預期是有高度的自我實現性：只要投資者預期市場會下跌，他們便會拋售，而拋售又會使市場再下跌。為遏止這種恐慌性拋售，有必要改變大多數(就算不是全部)投資者和潛在投資者的集體預期。這種集體預期的改變需要投資者之間的「協調」，而這只有依靠政府的可信行動才能出現。各政府必須透過自己或其它有公信力的機構，採取果斷行動，向市場發出明確訊號，讓公眾明瞭恐慌確實非理性。恢復信心和扭轉負面的預期是必需的，其中，某種形式的政府干預是絕對不可缺少。<sup>[3]</sup>

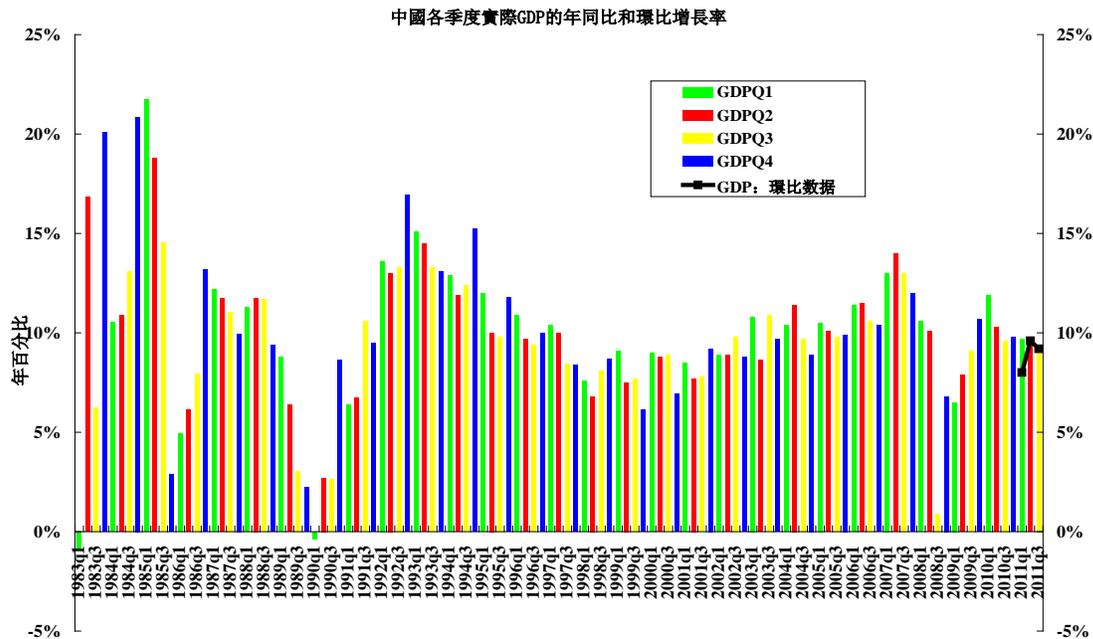
上述長篇大論，旨在解釋，儘管歐洲主權債務危機或會延續得更久一點，可能延續多數個月，但還是會成功解決，歐羅作為一種貨幣亦會長期存在。雖然歐洲整體不可能會快速增長，但歐羅區經濟亦不會陷入混亂。歐洲對來自中國和東亞經濟體的入口需求不可能會增長，甚至輕微下跌，但也不會完全消失。

總而言之，儘管歐美經濟相對負面的短期發展不利於中國，但亦不可能對中國經濟前景構成重大負面衝擊，因為中國正在繼續轉型為以內需為主導的經濟。

### 三、短期宏觀經濟狀況

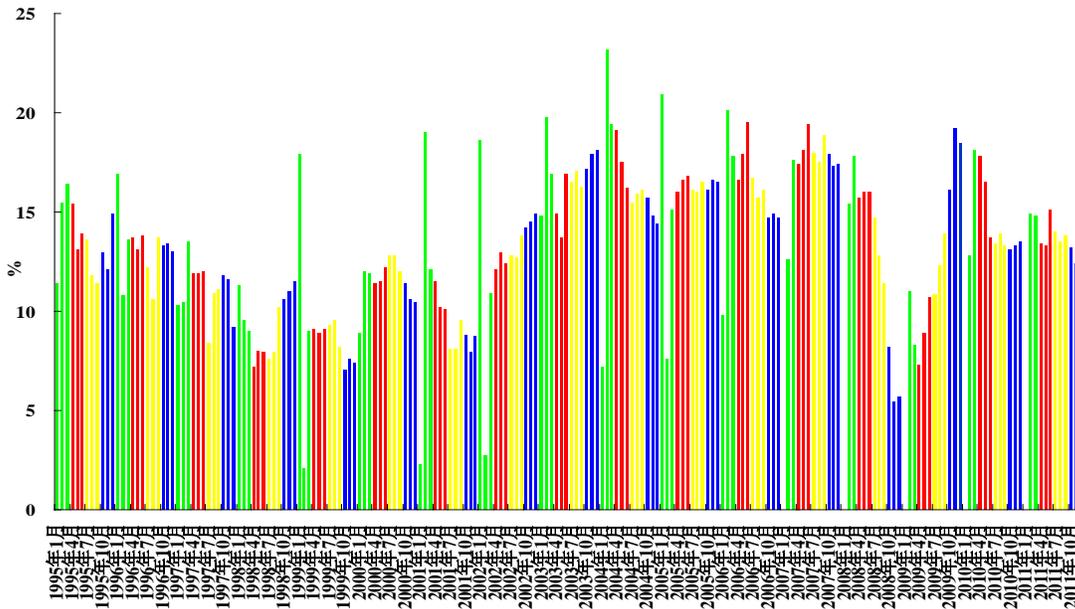
一如上述，中國在 2009 和 2010 年分別增長 9.1%及 10.3%，儘管歐美經濟當時仍在衰退。中國去年首三季經季節性調整後年增長率分別為 8%、9.6%和 9.2%，證實經濟放緩已經開始（請參見下圖）。中國經濟在去年首三季累計按年同比增長 9.4%。去年整體的 GDP 增長率可能略高於 9%。預料今年將逐步放緩，全年實質增長率大

概稍高於 8%，實際上這對於要致力實現「軟著陸」的中國是好事。（請記住，在中國第十二個五年（2011 至 2015 年）規劃中，五年間的目標增長率只不過是每年 7% 而已）。事實上，對中國經濟而言，長期平均增長率處於 7% 至 8% 之間，應被視為很好的表現。



工業實質增加值(real value-add)的增長率，密切反映出 GDP 的增長率。前者最近亦已緩和下來，年同比降至 12.4%，但仍顯著高於實質 GDP 的增長率（請參見下圖）。若內部總體需求不變，工業增長率便不大可能跌至低於 10%，GDP 的增長率亦不大可能跌至低於 8%。

月度實際工業增加值的年同比增長率

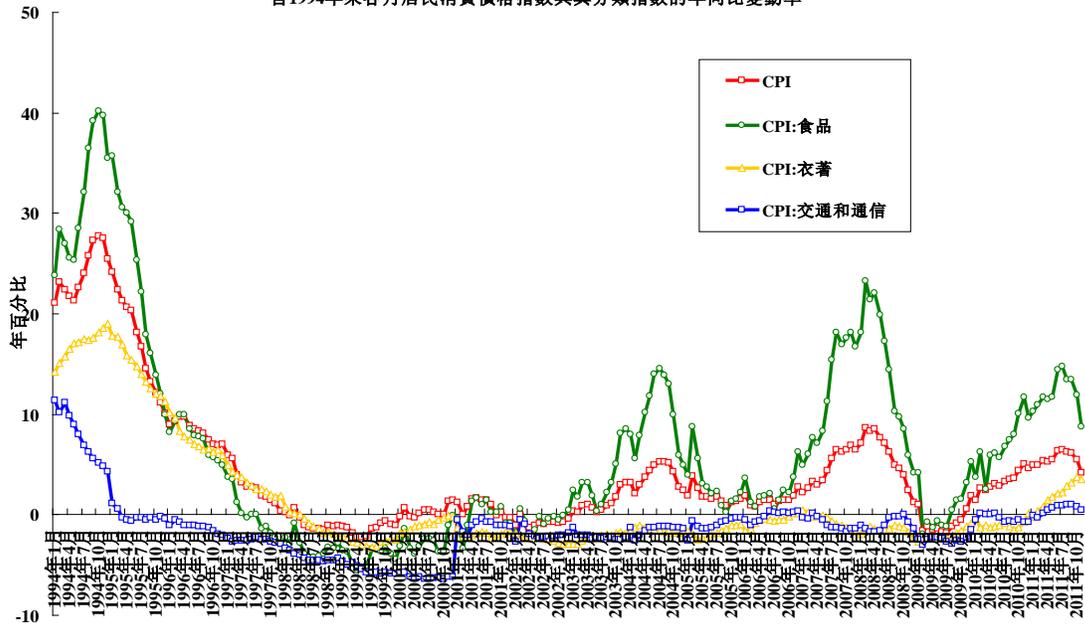


今年出口增長可能持續放慢，因為美國和歐盟成員國等主要貿易夥伴陷入衰退，加上人民幣升值、中國加強執行環保規管，和推行新《勞動法》及最低工資等其他因素的持續影響。然而，中國對全世界的整體貿易盈餘下跌，對中國經濟有利，因為這有助降低外匯（熱錢）流入。假如中國的國際貿易平衡，那麼將幾乎不會有外匯淨流入。此外，沒有貿易盈餘、甚至出現貿易赤字的話，將會改變人民幣持續升值的預期，繼而進一步減少投機性外匯的流入。隨着熱錢流入的減少，甚至完全停止流入，中國將能更好地控制貨幣供應和推行其貨幣政策。不過，即使出口增長放緩，對於中國經濟整體而言，預期「局部脫鉤」的現象將會繼續發揮作用，中國經濟增長將大致不會被歐美衰退等外部事態發展太嚴重影響。

#### 四、下降中的通脹

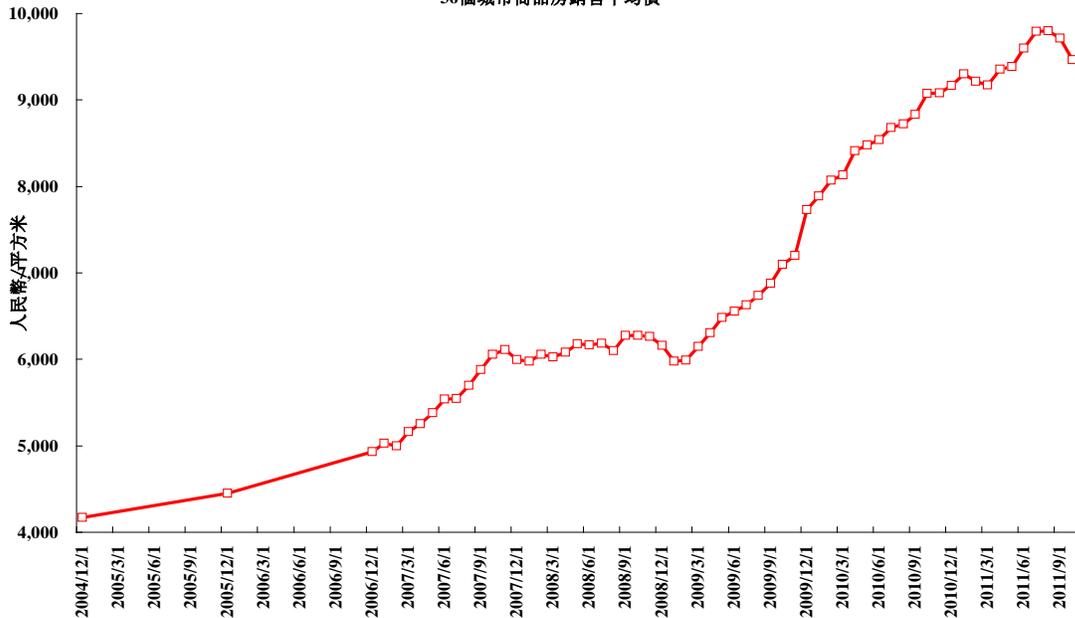
按消費物價指數（CPI）衡量的通貨膨脹率已開始下跌。年同比通脹率在去年7月達到6.5%的頂峰後，增長幅度已穩步降至11月的4.2%，預期將繼續下跌。年同比是滯後的指標，CPI經季節性調整後其實已在下跌。從食品價格指數中亦可見一斑，食品CPI從去年7月年同比增長的14.8%，降至11月的8.8%。（請參見下圖）。食品CPI增幅佔CPI整體增幅約三分之二。但食品價格受天氣及其他農業特有的供求因素影響（例如「豬周期」），所以貨幣政策無法控制食品價格升跌。隨着食品價格穩定下來，甚至下跌，CPI將跟隨下跌，一如之前的通脹周期一般（因為食品價格通脹不大可能持續）。稍為令人更憂慮的是，衣着價格指數自去年初以來的升幅明顯上升，是多年來首次。問題是，這是否因為工資及租金、行銷利潤與服務價格上升所致？

自1994年來各月居民消費價格指數與其分類指數的年同比變動率



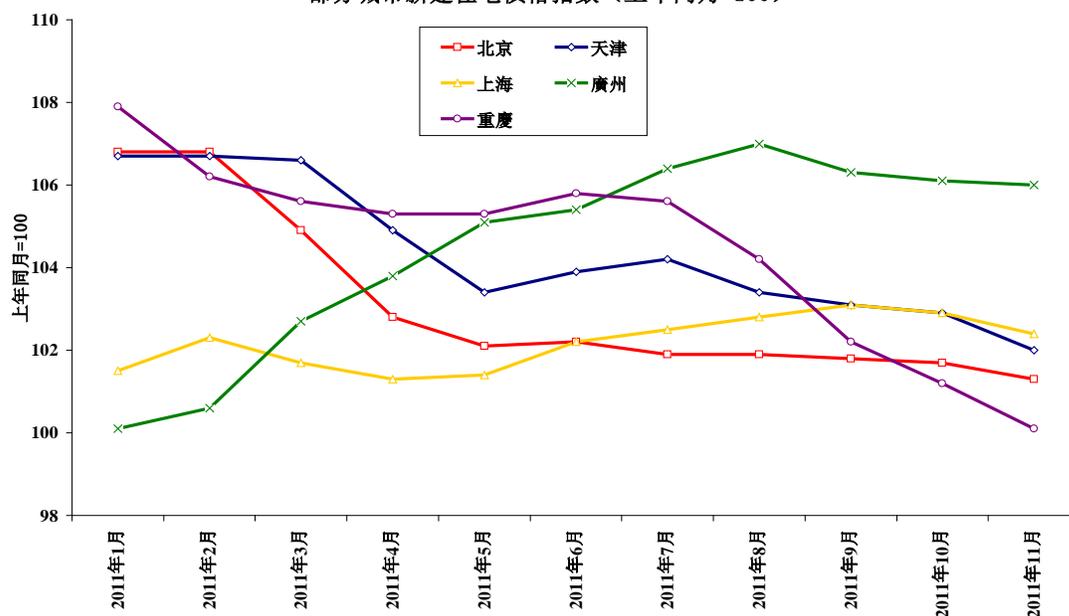
我們轉換角度，來看看住房價格指數，這個指數可被視為平均面積租金(average space rental rate)的反映，以此來檢視租金能否成為中國持續通脹之源頭（請參見下圖）。中國整體平均住房價格經過超過一年的緊縮信貸政策後，自去年 9 月開始下跌。預期住房價格未來數月會再進一步下跌，紓緩通脹壓力，這將容許財政及貨幣政策在有需要時有更大的放鬆空間。住房價格下跌的趨勢同樣可見於各大城市的

36個城市商品房銷售平均價



新房價指數（請參見下圖），中國房價泡沫正開始受抑制。

部分城市新建住宅價格指數（上年同月=100）



去年全年，以 CPI 衡量的通脹率可能會稍超過 4%，預料今年會進一步緩和，因為食品及住房價格會進一步下跌。鑑於全球經濟整體疲軟，石油等天然資源價格不大可能顯著上升，除非中東爆發重大武裝衝突。我因此審慎樂觀認為，中國今年通脹率可以降至 3% 以下。

## 五、維持整體內需

受外部環境的影響，2012 年出口將不大可能大幅上升，甚至可能輕微下跌，因此，目前最重要的是維持或提高整體內需。中國固定投資增長率一直保持在頗高的水平（2011 年 11 月為 24.5%），較之前 24 個月要低，但並不是低很多，而且與 2004 年 7 月到 2009 年 3 月的平均數相若（見下圖）。我們可以假定，這個增長率能夠維持下去，而大部分都會用在基礎建設方面（例如城市地鐵系統）。雖然在汽車銷售量減少的影響下，實質零售營業額增長率不斷下跌（年同比增長在 11 月跌至 10.35%），但仍高於實質 GDP 的增長率，並預料會保持這個趨勢。

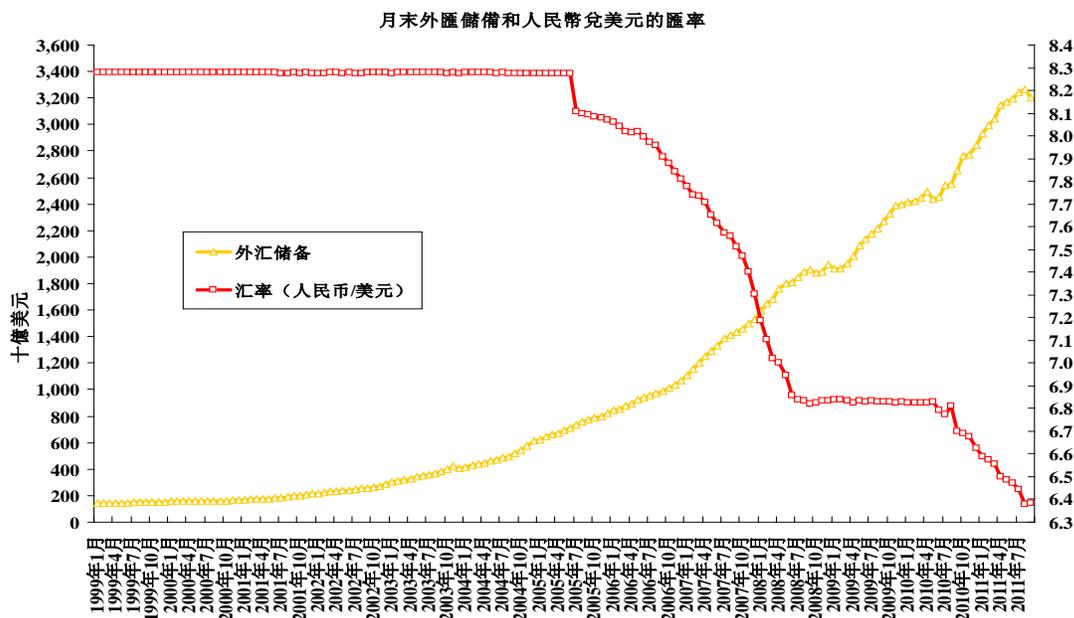


隨着房市泡沫開始爆破，新建住房落成速度將大幅放緩，與住房發展相關的內需將大大減少，例如鋼鐵、水泥、玻璃、家電、傢俱等產品和服務。未來一年的真正挑戰是可以補替多少從這方面失去的內需。

幾乎可肯定的是，替代的內需也來自住房，不過是不同種類的住房。根據「十二·五」，中國將在 2011 年至 2015 年間興建 3600 萬套平民可負擔住房。對尋求利潤的地產商來說，這種住房不符合他們的利益。因此，中央政府必須確保各部委、各省市和各地方政府緊密合作，保證這些住房可以及時規劃和興建。如果成功的話，那可以補替因私人住房發展放緩而下跌的整體內需，而如果內需能夠維持在較高的水平，對很多工業和部門都正出現產能過剩的中國經濟應該會有很大的幫助。其它內需增長則可來自公共項目，例如環境清理與保護、教育和醫療，包括興建相關的設施，此類公共項目需求龐大，而且距離飽和點甚遠。

## 六、穩定的人民幣

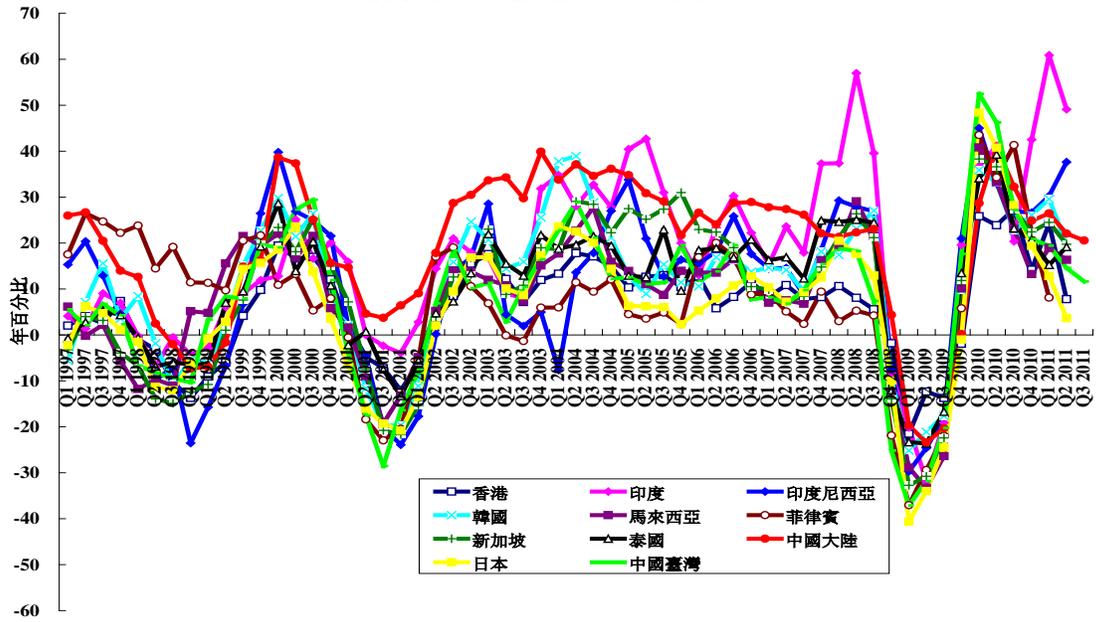
由 2010 年中開始，人民幣兌美元匯價再次穩定上升，速度大概為每年 4% 左右。中國相對全球的國際貿易盈餘下跌得頗快，預料到 2011 年底會跌到 GDP 的 2%。隨着貿易盈餘的消失，人民幣進一步升值的壓力便會下降。最近，外匯炒家開始打賭人民幣貶值。不過，我相信人民幣在 2012 年會表現穩定，甚至輕微對美元升值。中國政府正在推行，在自願基礎上，更廣泛地把人民幣用作跨境交易結算貨幣。人民幣要作為跨境交易結算貨幣，匯率穩定是非常重要的。因此，中國需要抗衡炒家要求人民幣大幅升值或貶值的壓力。中國有絕對充足的外匯儲備（3.2 萬億美元），讓所有外國投資者可以無限量地以現匯率把在中國的投資換回本土貨幣（見下圖）。



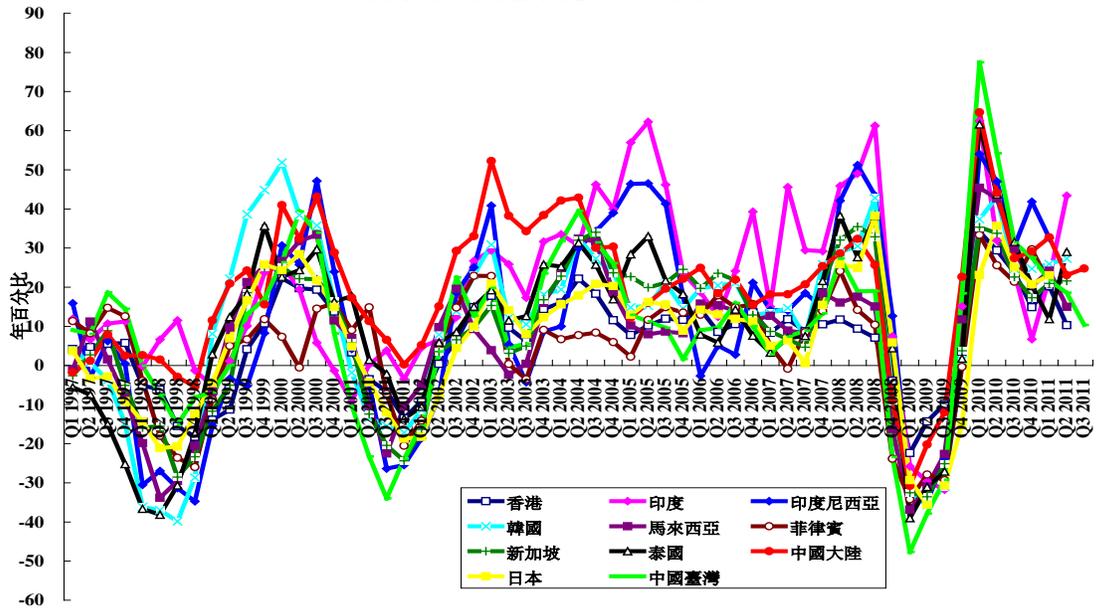
## 七、結語

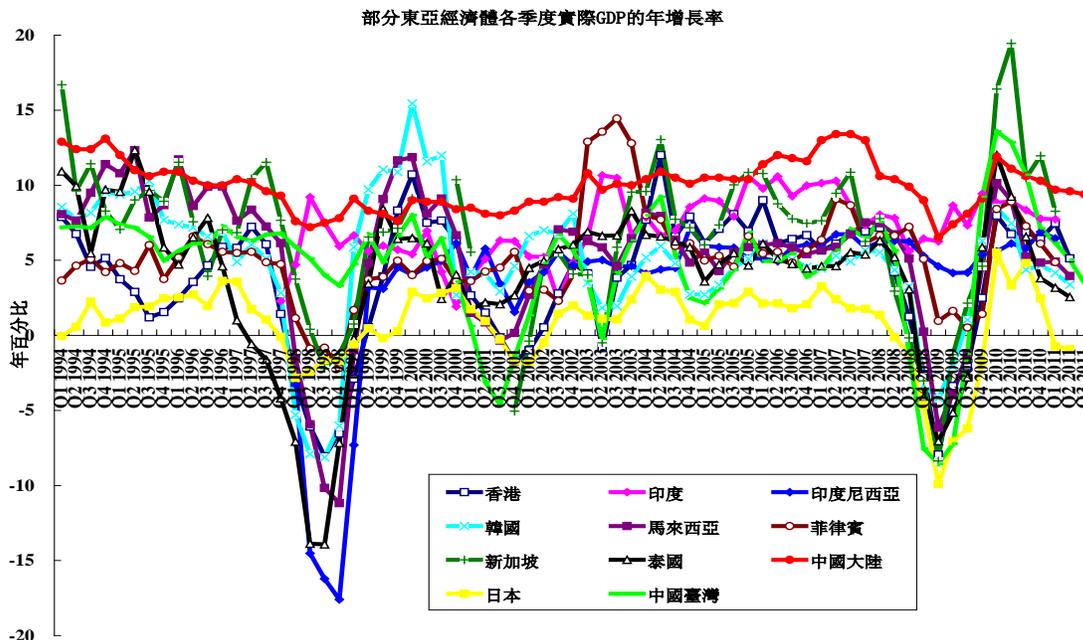
中國在 1998 年金融風暴期間面對的挑戰，遠較目前更嚴峻，因中國政府當時的資源比現時少得多（例如，外匯儲備只有 1,000 億美元左右），但中國經濟表現出色。在 2008 年，中國政府擁有更多的資源和工具來應付外來衝擊，推出總值 4 萬億人民幣的兩年振興經濟方案，讓中國經濟在全球金融危機中仍能繼續增長。今天，中國有更高的外匯儲備，龐大並不斷增長的財政盈餘，以及一個有效的社會安全網。而且，內需已變成中國經濟的主要動力。不少人似乎忽略一點，那就是中國經濟不太需要依賴外部資源。作為與美國一樣的大型大陸經濟體，中國相對地能自給自足，不容易受其它國外地方動盪的影響。下面三幅圖勝過千言萬語。儘管中國進出口增長率與其他東亞經濟體一樣波動很大，但中國實質 GDP 的增長率卻相對穩定，與其他東亞經濟體不一樣（見下列關於東亞經濟體進出口及實質 GDP 的增長率）。

以美元計算的各季度商品出口額的年增長率



以美元計算的各季度商品進口額的年增長率





自 2007 年全球金融危機爆發以來，歐美經濟陷入衰退，復蘇得非常緩慢，而中國經濟一直都能以每年平均 10% 左右的速度增長，進一步證明了中國經濟至少與世界其它經濟體能局部脫鉤，尤其是與歐美。

如果中國經濟未來幾年繼續以 7% 至 8% 的速度增長，香港經濟也會不錯。儘管歐債危機尚未解決，而且美國經濟呆滯，我相信，今年中國將有約 8% 的增長，而香港亦將增長約 4%。天塌不下來！

---

註：[1] 劉遵義是香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授，第十一屆全國政協委員。作者感謝劉麥嘉軒女士給予文章極有幫助的評論，但強調文中任何錯誤都是作者的個人責任。

註：[2] 《信報》，2011 年 10 月 17 日, A20 頁

註：[3] 政府成功干預滙市的例子包括：1983 年香港政府把當時自由浮動的港元以 1 美元兌 7.8 港元的水平掛鉤；1993 年人民幣的「調節滙率」，也是由中國人民銀行按 1 美元兌 8.7 元人民幣的水平來支持。

---

香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授、第十一屆全國政協委員劉遵義撰文