

天塌不下來！ The Sky Isn't Falling!

劉遵義 (Lawrence J. Lau)

香港中文大學藍饒富暨藍凱麗經濟學講座教授

與

美國斯坦福大學李國鼎經濟發展榮休講座教授

香港中國金融協會
港島香格里拉大酒店
香港，2023年12月19日

電話: +852 3943 1611; 傳真: +852 2603 5230

電郵: lawrence@lawrencejlau.hk; 網址 www.igef.cuhk.edu.hk/ljl

*內容僅代表作者個人觀點，並不代表作者所屬各機構立場。

**作者衷心感謝浙江大學熊豔豔教授不可或缺的協助。

引言

- ◆ 天塌不下來！我用這一個題目演講，已經很多次了。頭一次是1997年，東亞貨幣危機的時候；第二次是2008年，全球金融危機的時候；第三次是2015年，內地股票市場大跌和人民幣兌美元匯率顯著貶值的時候；第四次是2018年，中美貿易戰開始的時候。每一次，我的目的，就是告訴大家，保持信心，不必恐慌。結果每一次我國經濟都能平安渡過危機。今天我再用這一個題目演講，也就是這個意思。
- ◆ 最近召開的中央經濟會議，提出“穩中求進，以進促穩、先立後破”的原則。我們要明白，在面對重大挑戰的時刻，要大膽邁步前進，才能保持穩定。

引言

- ◆ 我國是一個剩餘經濟體（surplus economy），有充足的剩餘產能，只要有需求，就會有供應，所以我國的境內生產總值（GDP），以及就業總人數，基本上是由總需求決定的。
- ◆ 我國現時面臨的問題，是總需求不足，這也反映在我國的低（甚至負數）的通貨膨脹率。要振興我國經濟，就需要增加總需求。但經過三年多的新冠疫情影響，大部分的企業與家庭，收入與儲蓄都大幅度下降，再加上世界經濟普遍不景，導致近期信心低迷，未來預期負面，對增加投資與消費，無心也無力。
- ◆ 增加總需求，也以內需為優先，作為全球商品出口第一大國，我國要再增加出口，有一定難度，同時對我國整體經濟的效益也不會大。
- ◆ 所以加強人民信心，扭轉公眾預期，是振興我國經濟的重中之重！

如何加強信心，扭轉預期？

- ◆ 預期是有自我實現性的。假使大家都預期經濟會好，大家都會增加投資與消費，經濟自然就會好！加強人民信心，扭轉公眾預期，中央政府，責無旁貸，也只有中央政府有這個能力。
- ◆ 以往中央曾經三次出手，成功扭轉負面預期，振興經濟！

如何加強信心，扭轉預期？

- ◆ 1992年初，我國經濟低迷，鄧小平老先生南巡講話，說“發展是硬道理”。一下子全國信心爆炸，紛紛增加投資，之後數年，經濟是以兩位數年率增加。
- ◆ 1997年東亞貨幣危機，所有東亞經濟體（香港除外）的貨幣，從泰國開始，都大幅度貶值，朱鎔基總理，堅定維持人民幣兌美元匯率不變，穩定國人信心，並採取一系列措施，成功保八，安然渡過難關，更贏得東亞各國的尊敬與感謝。
- ◆ 2008年全球金融危機，歐美經濟大幅度萎縮，溫家寶總理，推出四萬億振興經濟方案，扭轉負面預期，成功維持我國經濟的高速發展。
- ◆ 總結我國成功扭轉預期的經驗，必須由中央領頭，大力推動，協調全國各級政府、企業與家庭，讓他們的預期一致化，才會得到好的效果。

貨幣與匯率政策效力不大

- ◆ 當信心不足，預期負面時，降低利率 不會有太大的正面作用。利率政策像一根繩子，只能用來拉緊，不能用來推動。降低利率，尤其是當境外利率高於境內利率的時候，反而會鼓勵資金外流，雖然我國原則上對資本項目，是有外匯管制的。出口商會儘量把出口所得外匯，留在境外，境內開支，利用人民幣貸款應付，這會令到短期外匯市場供求缺口更大。政府應當不允許出口商如此運作，一發現就強制馬上歸還貸款。降准作用，也不會太大。
- ◆ 現時人民幣再貶值，也不會增加出口量，沒有用；同時我國國際貿易，仍然是有顯著順差，也無須貶值。
- ◆ 人民幣匯率應當維持長期平均值基本穩定，短期有些上下波動，沒有關係。我國應當保持人民幣在國際市場上的平均購買力，同時維持外匯儲備的總水平。假如人民幣兌美元匯率持續貶值，對於民間信心，負面影響極大，也會延遲人民幣國際化的進程。

增加總需求的可能方向

- ◆ 增加公共與家庭消費
 - ◆ 增加公共物品供應，包括環境保護，公眾捷運，公共衛生，醫療與養老服務；
 - ◆ 保障已付款買樓花人民的權益；
 - ◆ 健全社會安全網；
 - ◆ 加速薪酬按年資調整機制，增加家庭人力資本財富，從而促進消費。
 - ◆ 大幅度降低個人所得稅率的遞進率，增加家庭可支配收入，從而促進家庭消費。
- ◆ 增加投資
 - ◆ 領先發展與預先防備的基礎設施建設（百年一現的洪水，可能已變成三年一現了，要好好修復基礎設施）；
 - ◆ 要增加公共物品供應，也需要增加基本建設投資；
 - ◆ 增加人力資本投資--推動十二年全民義務教育（可解決部分青年就業問題，延遲青年加入待業隊伍，增加校舍與宿舍的基建需求）；
 - ◆ 維持營造業與建材業的平穩發展，創造它們的需求，包括增加公共物品供應和十二年國教所需要的基本建設。鼓勵機構投資者投資租賃住房，促進保障性住房建設與城中村改造等等。
 - ◆ 科技研發

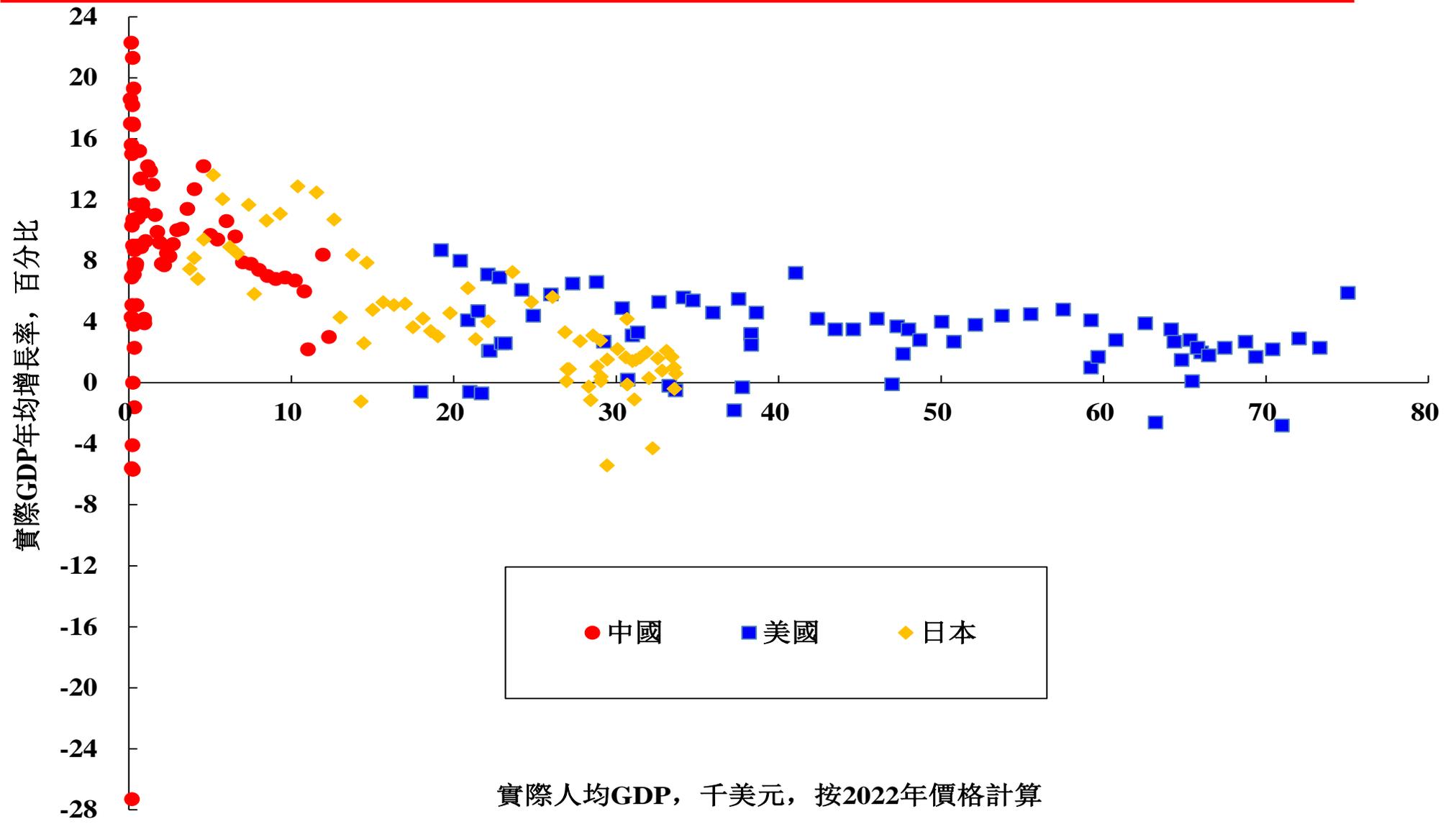
增加總需求必須利用財政政策

- ◆ 扭轉預期，必須由政府領頭！增加基礎設施投資，更需要各級地方政府全面配合。但三年新冠疫情下，民勞財傷，很多地方政府，已負債纍纍，中央政府宜設法代為處理現存地方債務，讓地方政府能有一個新的開始，可以重新發力向前走！反對這樣做的人，理由都是說會鼓勵道德風險。但我們需要認知，三年疫情，並非地方政府所引發或做出來的。從長期來說，我國需要替地方政府創造新稅基，但可以等下一步再進行。
- ◆ 新的投資，錢從何來？建議中央政府，發行（人民幣浮動利率）永續債券 (perpetual bond)，每年只付利息，無需還本。十二年義務教育是對我國將來的投資，造福百世，成本適宜由以後世世代代的國民分擔，每一代人只需要付利息，不需要還本。綠色債券，與三年疫情之下纍積的地方政府債務，也可以用同樣的方式處理。

中國大陸經濟的長期預測

- ◆ 今年1月，我個人曾經預測我國2023年增長率為6%。3月兩會時，政府公佈年增長目標為5%。但年中受種種極端氣候影響，實際值可望能達5.5%左右。
- ◆ 按照經驗性的規律，隨著一個經濟體的實際人均GDP上升，其實際經濟年增速會下降。在下圖中，我們顯示了中國（紅色）、日本（黃色）和美國（藍色）的實際經濟年增長率，相對於各自的實際人均GDP的經驗。
- ◆ 我國經濟不可能再像1978年至2022年期間那樣以每年平均9%的實際速度增長，但以其2022年實際人均GDP僅為12,309美元，仍然處於可以達到每年年均6%左右的實際增速的範圍內（見圖）。高質素增長，不會影響年增速超過0.5%。美國的2022年實際人均GDP高達76,414美元，過去20年年平均實際增速在3%左右。
- ◆ 也許當我國實際人均GDP達到30,000美元（預計在2035年之後的十年左右）時，我國年均實際經濟增長率將會下降到5%上下。

實際GDP年增速與實際人均GDP水平的關係：中國、日本與美國



中國大陸經濟的長期預測

- ◆ 未來十年，我國經濟的增速仍將超過北美和歐洲，儘管三者的經濟增速都將放緩。我個人預測，到2033年，按市場價格計算，中國大陸的實際GDP將達34.2萬億美元（2022年價格），略高於美國的33.8萬億美元。即使如此，我國的實際人均GDP仍將不及當時美國實際人均GDP的四份之一。
- ◆ 其實我國GDP哪一年會趕上美國GDP，跟人民幣兌美元匯率很有關係。人民幣兌美元升值，就會早一些；人民幣貶值，就會晚一些。上面的預測是基於2021年末與2022年末人民幣兌美元匯率的平均值。長期來說，我覺得人民幣兌美元升值的機率，大於貶值的機率，所以我國GDP，按市場價格計算，有可能在2033年之前就超過美國GDP。

中美實際和預測GDP的水平與年增速的比較 (萬億2022美元與百份比)

中美两国实际GDP的实际和预测水平和增长率 (万亿2022美元)

