

中國內地的宏觀經濟 走勢與展望

公務員事務局公務員培訓處

2004年10月26日

• 曾澍基

• 香港浸會大學經濟系教授

• www.hkbu.edu.hk/~sktsang

大綱

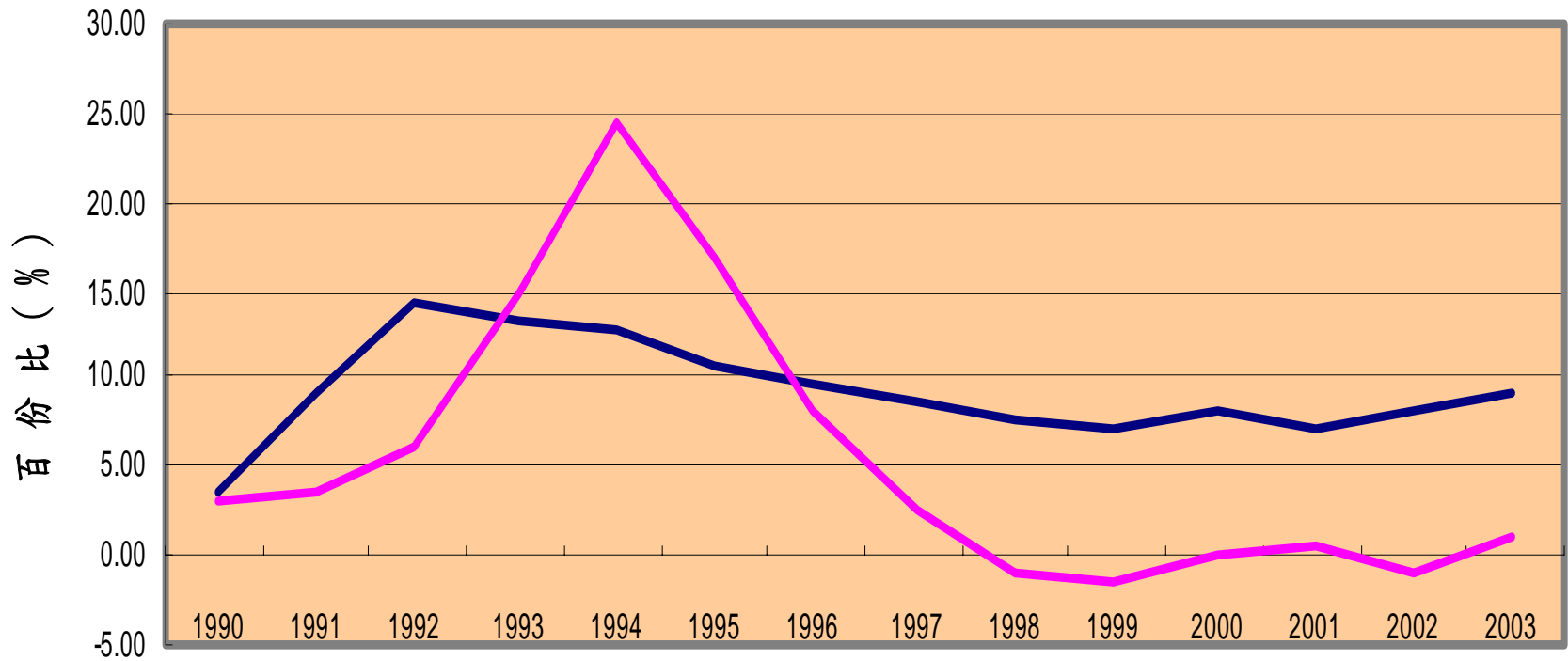
- (1) 內地近來的宏觀經濟走勢
- (2) 中國近來的外在經濟平衡
- (3) 政策選擇及評估
- (4) 對香港經濟的影響
- (5) 較長遠的展望

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 90年代上半葉，內地經濟攀進高增長、高通脹的熱潮；中期因宏觀調控，GDP增長率從高水平回落，物價則出現通縮，反覆延展至2002年。
- 雖有SARS負面影響，2003年GDP升9.1% (最新修訂為9.3%)，超出預期，亦是1997年之後的最高實質增長率。經過幾年通縮後，通脹重來，居民消費價格總水平上漲1.2%。
- 去年下半年開始，通脹壓力有所增強。不少論者認為經濟過熱，需要再次調控，要求加息及人民幣升值的呼聲此起彼落。政府未有如此，但收緊了信貸與貨幣增長。

中國的經濟增長與通脹

— GDP實質增長率 — 消費物價指數



(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 2003年的經濟上揚，主要有兩個因素：一是糧食供求問題，二是投資膨脹。
- 首先，內地糧食播種面積連年減少，由1998年的17多億畝下降至2003年的不足15億畝，為1949年以來最低水平；同期糧食產量連續下降，由10246億斤下降到8614億斤，是1990年代以來的最低水平；人均糧食佔有量大幅度減少，由824斤下跌至668.6斤，為22年以來最低水平。結果，2003年農產品生產價格上升4.4%，高於消費通脹率(1.2%)。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 其次，固定資產投資亦出現增長過猛，新開工過多，在建規模過大，某些行業和地區投資過度。2003年全社會固定資產投資55118億元，比上年增長26.7%，而固定資產投資價格上漲2.2%，高於消費通脹率(1.2%)。
- 這種高速膨脹，帶動了上中游的價格。原材料、燃料、動力購進價格上升4.8%，高於固定資產投資價格的2.2%。工業品出廠價格上漲2.3%。通脹的勢頭及後勁頗令人注目。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 政府乃著手 (包括提高金融機構的存款準備金，通過央行的公開市場操作—發行更多較長期的央行票據和回籠基礎貨幣，以及實行央行對金融機構再貸款(再貼現)加點浮息制度等)收緊信貸銀根，各項貸款的年增長率由超越23%的高峰(貸款餘額2003年底比上年底升了21.4%)下降至2004年9月的13.7%，廣義貨幣供應M2的增長則由高於20%(年末M2增19.6%)減至04年9月的13.9%。
- 政府同時加強了產業政策引導，嚴格市場准入。國家發展改革委會與有關部門先後公佈了鋼鐵、電解鋁、水泥、電石、鐵合金、焦炭行業的市場准入暫行標準。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 鋼鐵、電解鋁、水泥等行業建設專案資本金比例提高了15%，並進行總量控制，扶優限劣。此外，政府還加強對農業、社會事業等薄弱環節的支持，包括對種糧農民的直接補貼制度（2004年上半年國家安排了100億元的直接補貼）。
- 這些措施的效應理論上是滯後的。今年一季度固定資產投資同比又增長了43.0%，增幅之高是多年以來所未見的。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 不過，第二季度投資增幅回落。上半年全社會固定資產投資增幅為 28.6%；1至9月為 27.7%。同時，GDP前三季同比的增長率分別是 9.8%，9.6% 及 9.1% (頭三季比去年同期則增長了 9.5%)，亦有稍為放緩的趨勢。
- 而糧食生產出現改善。播種面積恢復增長，扭轉了連續 5 年下滑的勢頭，2004 全年應會超過 15 億畝。夏糧產量 2021 億斤，增加了 4.8%，秋糧面積擴大，全年糧食產量可望實現 9100 億斤的預期目標，高於 2003 年的 8614 億斤。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 但2004年有新增麻煩。這就是國際原材料及能源價格的大幅上升。內地的外貿依存率(總進出口/GDP)已超過60%，通脹乃面對新的壓力。
- 據統計2003年中國能源和原材料進口大幅度增加。進口原油9112萬噸，比上年增長31.3%；成品油2824萬噸，升38.8%；鋼材3717萬噸，升51.8%；氧化鋁561萬噸，升22.6%；鐵礦砂及其精礦14813萬噸，升32.9%。
- 中國目前是全球第二大的石油進口國。而2004年上半年，中國首次出現農產品的貿易逆差。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 1990年代開始，我國成爲初級產品淨進口國。此後，我國初級產品進口及貿易逆差急劇增加。
- 統計顯示，初級產品進口額1998年爲229.52億美元；2003年爲727.83億美元；2004年上半年高達560.70億美元。初級產品貿易逆差1998年僅有23.5億美元，2000年突破200億美元，2003年爲379.73億美元，2004年上半年更高至378.37億美元，接近上年全年數額。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 實際上，中國內地大量地使用和進口原材料及能源的情況，2003年已很明顯。國家統計局局長李德水今年年初曾指出：「中國去年共消費鋼材兩億六千萬噸，全球二〇〇一年鋼材總產量才七億兩千萬噸；煤炭消費量去年可能達到十五億噸，全球二〇〇一年煤炭總產量不足五十億噸；而去年消費的八億兩千萬噸水泥，則相當於將全世界百分之五十五年的水泥都倒在了中國的土地上。」(2004年1月)

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 到4月時，李局長用了更新的數字說：「去年，我國鋼鐵用量達2.7億多噸，相當於美、日、法、德等國的總和；水泥用量達8.3億噸，佔2002年全球總產量的65%；煤炭用量15.7億多噸，佔2002年全球產量的32%。」
- 這種宏觀經濟勢態，就是一些論者所批評的「低效率、高增長」。換言之，基礎並不穩固。
- 加劇這種趨勢的，是中國經濟的發展從「衣食為主」進入以「住行為主」的階段，重工業的重要性再度上升。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 中國近年經濟發展的火車頭產業大多屬於消耗大量油電等基礎能源的行業，不幸地效率頗低。中國的綜合能源利用效率只約33%，比發達國家低10個百分點，而主要產品單位能耗平均比國外先進水準高40%。
- 中國的單位產值能耗雖然在1980-2000二十年間下降了64%(同期世界平均下降了19%)，但目前仍是世界平均的兩倍多。每噸標準煤的產值只有美國的28.6%，歐盟的16.8%，日本的10.3%。不過，這中間牽涉中國的GDP數值是否仍屬大幅低估的問題(有些學者和外國的估算是官方數字的3至5倍)。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 2004年的通脹壓力加重，但走勢有些飄忽。
- 2004年一季度，居民消費價格總水平同比上漲2.8%，漲幅比去年同期上升2.3個百分點。
- 1-6月份總水平比去年同期上漲3.6%。6月份，居民消費價格總水平比去年同月上漲5.0%，但與5月份相比，6月份總水平下降了0.7%。7月與6月比，又下降0.2%。不過，8月與7月比較，則上漲0.7%。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

- 與去年同月相比，8月份總水平上漲5.3%，而1-8月份累計，總水平比去年同期上漲4.0%。9月份同比升5.2%，1-9月份累計則比去年同期上漲4.1%。
- 上中游的壓力一二季之間有所抒緩，其後再加重，最近又緩和與加劇因素混雜。
- 國際間有採用扣除食品和能源計算的所謂「核心通脹率」(core inflation rate)。中國如扣除食品價格(權數為33.6%)，消費物價指數的升幅現時還不到1%。當然，要担心的始終是通脹的後勁問題。無論如何，總體來看，中國還未出現全面性的通脹。

(1) 內地近來的宏觀經濟走勢

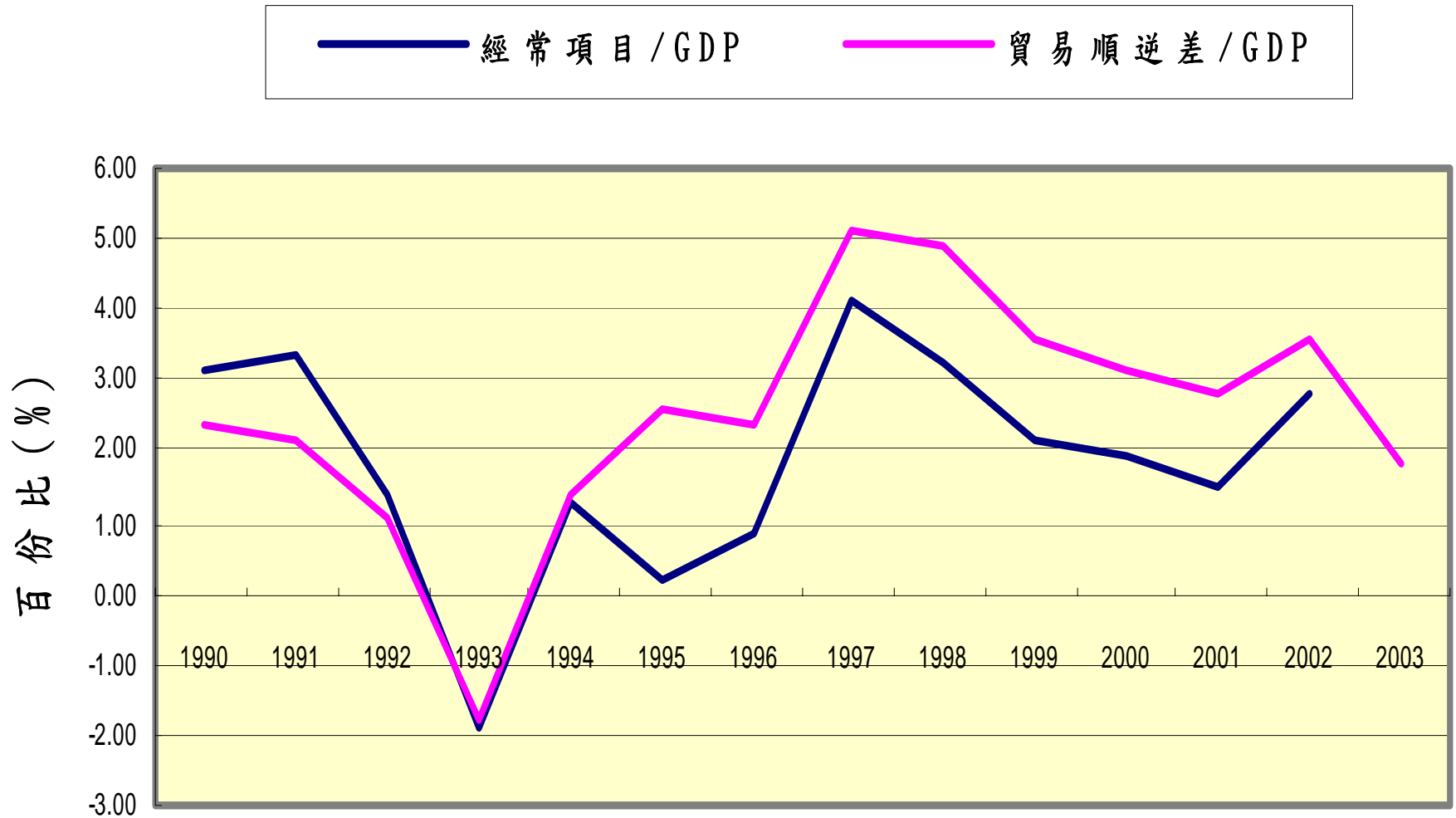
- 內部經濟過熱勢頭頗猛，但基礎不穩固，結構亦不平衡，部份行業可能因出現供過於求，令經濟回落。一些論者甚至認為若國際原材料及油價顯著調整，通縮可能在內地重現。（「近期糧油價格必將回落，謹防中國陷入通貨緊縮」

<http://www1.cei.gov.cn/dailynews/doc/YBQAA/200410110941.htm>

(2) 內地近來的外在經濟平衡

- 目前，人民幣升值的壓力，主要來自美國，其次是部份歐洲國家。
- 中國的經常項目順差(**current account surplus**)佔生產總值的比率2001年為1.5%，2002年為2.9%，都不算大；而2003年比率應會下跌。目前，中國超過一半的出口源自外資企業。
- 中國對美國有貿易順差，但近幾年對其他大部份貿易伙伴都出現逆差(中國對美國以外的全球根本就逆差)；而2002年美國對中國的逆差只佔它總體逆差的22%，這點是總統首席經濟顧問**N. Gregory Mankiw**也承認的。

中國的對外貿易



(2) 內地近來的外在經濟平衡

- 2003年美國貿易逆差達到記錄的4965.08億美元，中美貿易逆差為1240.68億美元，屬歷史最高水平，中國是美國第一大貿易逆差來源地，但比率仍只有25.0%。
- 另一方面，中國和其他發展中國家輸往美國的廉價貨物，其實有助於美國近年保持低的通脹水平，亦消解了聯邦儲備局減息以緩和新經濟泡沫爆破後果的主要障礙。
- 2004年中國頭幾個月外貿出現逆差，1-9月總體則有39億美元順差。但在WTO的效應不斷顯露下，未來面對持續逆差的可能性很高。

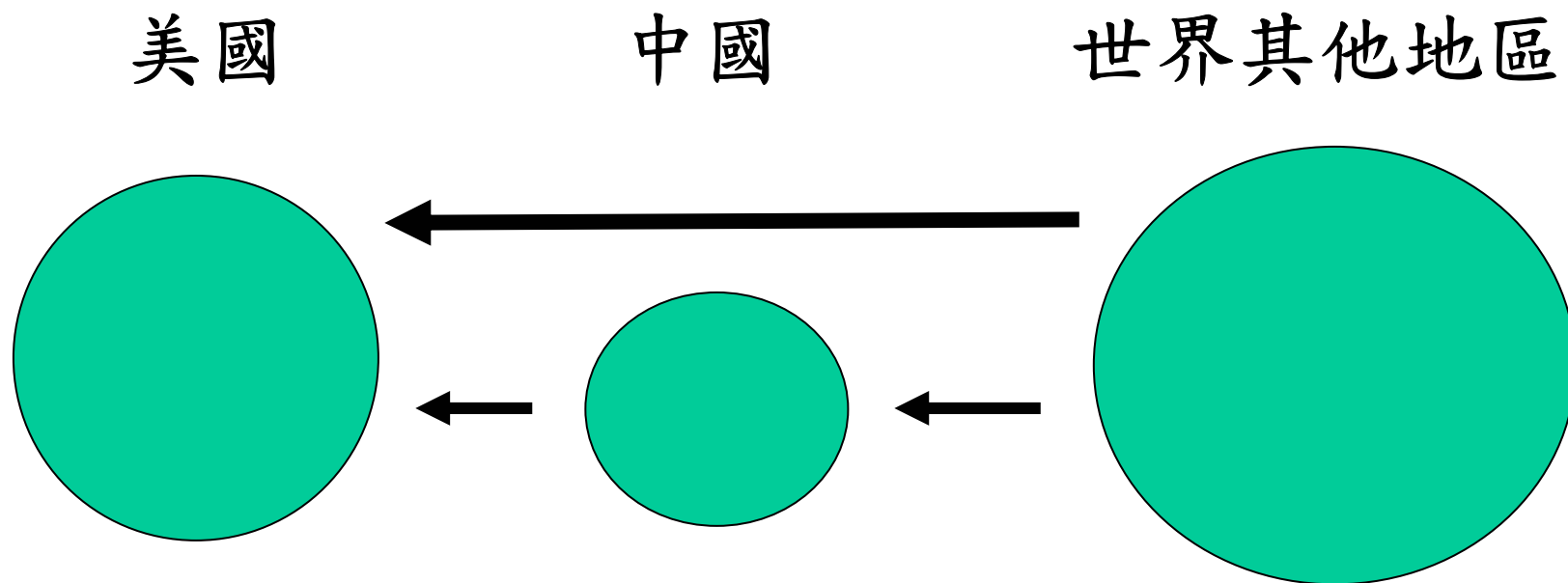
(2) 內地近來的外在經濟平衡

- 2004年1至8月，美國貿易逆差再升至創記錄的4130億美元。中美貿易逆差為988億美元，比率為23.9%。美國與它的15大貿易伙伴，除了列第13及14位的新加坡和荷蘭外，全部出現逆差。最大伙伴為加拿大，逆差447億美元，佔10.8%；中國是第3大伙伴，日本第4，逆差達491億美元，佔11.9%。
- 另外，正如上述，中國除了對美國和部份國家或地區有貿易順差外，對大部份的國家和地區都已經出現逆差，而且是愈來愈大的逆差。

(2) 內地近來的外在經濟平衡

- 例如，2004年1-5月份中國與亞洲國家的貿易逆差為368.4億美元，同比增長82.4%。逆差主要集中在與日本、印度、韓國、東盟和台灣的貿易。2003年，中國對上述貿易夥伴合計逆差達到954.4億美元。
- 事實上，這種趨勢前幾年就露端倪。統計顯示，2000年中國與亞洲的貿易逆差90.2億美元，2002年增長至200.1億美元，而2003年則高達503.2億美元，2004年還會進一步擴大。

(2) 內地近來的外在經濟平衡



(2) 內地近來的外在經濟平衡

- 無論如何，美國進入競選年，政治因素發揮作用，製造業針對中國的廉價貨品。美國的對外貿易逆差及國際收支不平衡不斷增大，一些政客把矛頭指向中國。
- 對外貿易之外，資金流動對中國內地亦十分重要，流入的外資，直接和間接地推動了內地的投資熱潮。
- 近年外資再大量湧入，2003年外商直接投資的合同金額達1150億美元，超越了1993年鄧旋風所產生的高峰(1114億美元)。

中國吸收外資的狀況

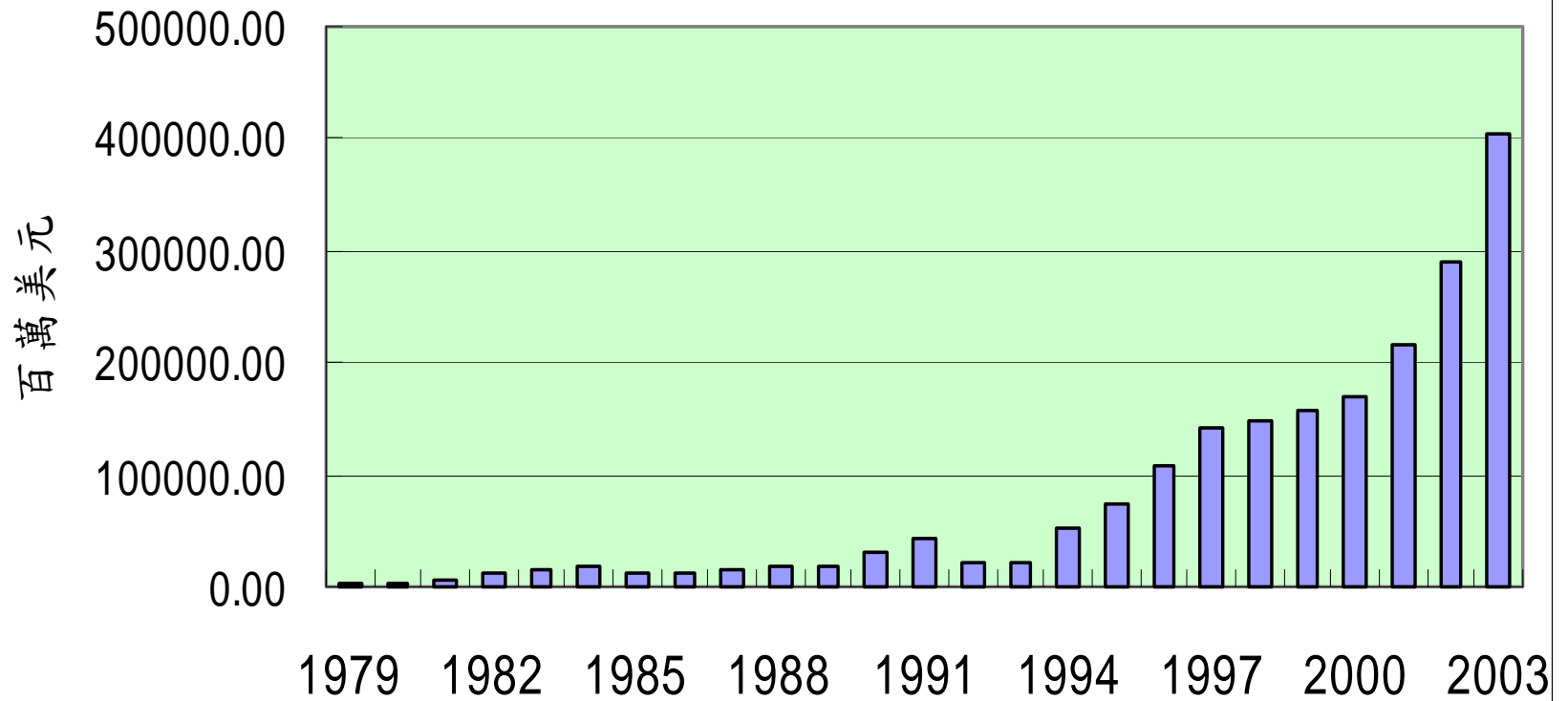
單位：十億美元 Unit: US\$ billion

年份	外商直接投資合同金額	外商直接投資實際使用金額
1979-83	7.742	1.802
1984	2.651	1.258
1985	5.932	1.661
1986	2.834	1.874
1987	3.709	2.314
1988	5.297	3.194
1989	5.600	3.392
1990	6.596	3.487
1991	11.977	4.366
1992	58.124	11.007
1993	111.436	27.515
1994	82.680	33.767
1995	91.282	37.521
1996	73.276	41.726
1997	51.004	45.257
1998	52.102	45.463
1999	41.223	40.319
2000	62.380	40.715
2001	69.195	46.878
2002	82.768	52.743
2003	115.070	53.505

(2) 內地近來的外在經濟平衡

- 據商務部統計，2004年1-8月份，全國新批設立外商投資企業28748家，同比增長11.73%。前三季度，外商直接投資合同金額1074億美元，同比增長35.6%；實際使用金額487億美元，增長21.0%。
- 2004年8月底，全國累計批准設立外商投資企業494025個，合同外資金額10369.21億美元，實際使用外資金額5450.29億美元。
- 在此種形勢下，中國的外匯儲備乃大幅攀升。2004年9月末，國家外匯儲備5145億美元，比年初增加1112億美元。

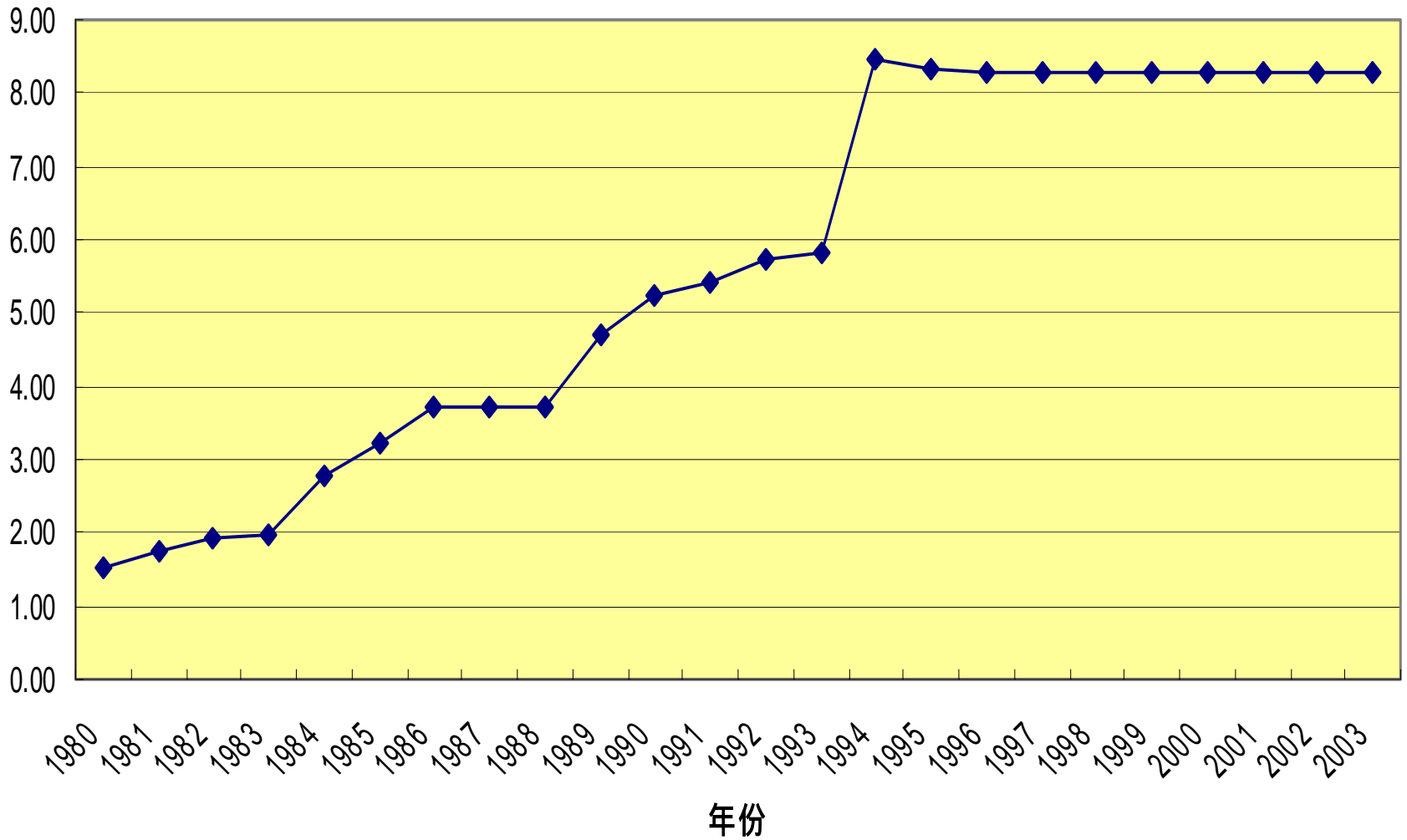
中國的外匯儲備



(2) 內地近來的外在經濟平衡

- 中國國際收支出現順差，美國又針對中美的龐大貿易不平衡，要求人民幣升值的呼聲乃不絕於耳。
- 一部份經濟學家認為，中國經濟出現過熱，主要原因是外資流入，但人民幣兌美元匯率却固定，中國人民銀行作為央行干預外匯市場買入美元，沽出人民幣，結果引致貨幣供應上升。
- 解決方法之一，應把人民幣升值，因為它有助減低進口貨價壓力，以及資本流入，使貨幣供應升速放緩。

人民幣兌美元年均匯率



(3) 政策選擇及評估

- 如何面對內地目前的內外經濟問題？部份論者認為：加息和人民幣升值，缺一不可。
- 我原則上不反對提高存款和貸款息率，但加息幅度很難掌握，太細無用，太大却恐怕令到經濟「硬著陸」。存貸息差收窄影响背負大量不良資產的金融機構的利潤；息差擴潤則會令到它們增加貸款，可能與宏觀調控有所衝突。
- 關鍵之一，正如上述，是這次通脹屬結構性而非全面性。

(3) 政策選擇及評估

- 關鍵之二在於：中國各個經濟部門對利率的反應彈性不一；而通脹上揚主要由糧食供求趨緊和投資熱潮裏的上中游價格所推動。
- 加息對糧食增產（甚或減低糧食需求）並沒幫助，而不少投資主體，與地方政府或其他公共機構有各種的關係，對資金價格---利率的敏感度可能偏低。
- 故此，中央政府除用產業政策外，偏重量（銀根以及信貸額）的調控的而非價格（利率）調控，這是中國宏觀經濟的現實使所使然。

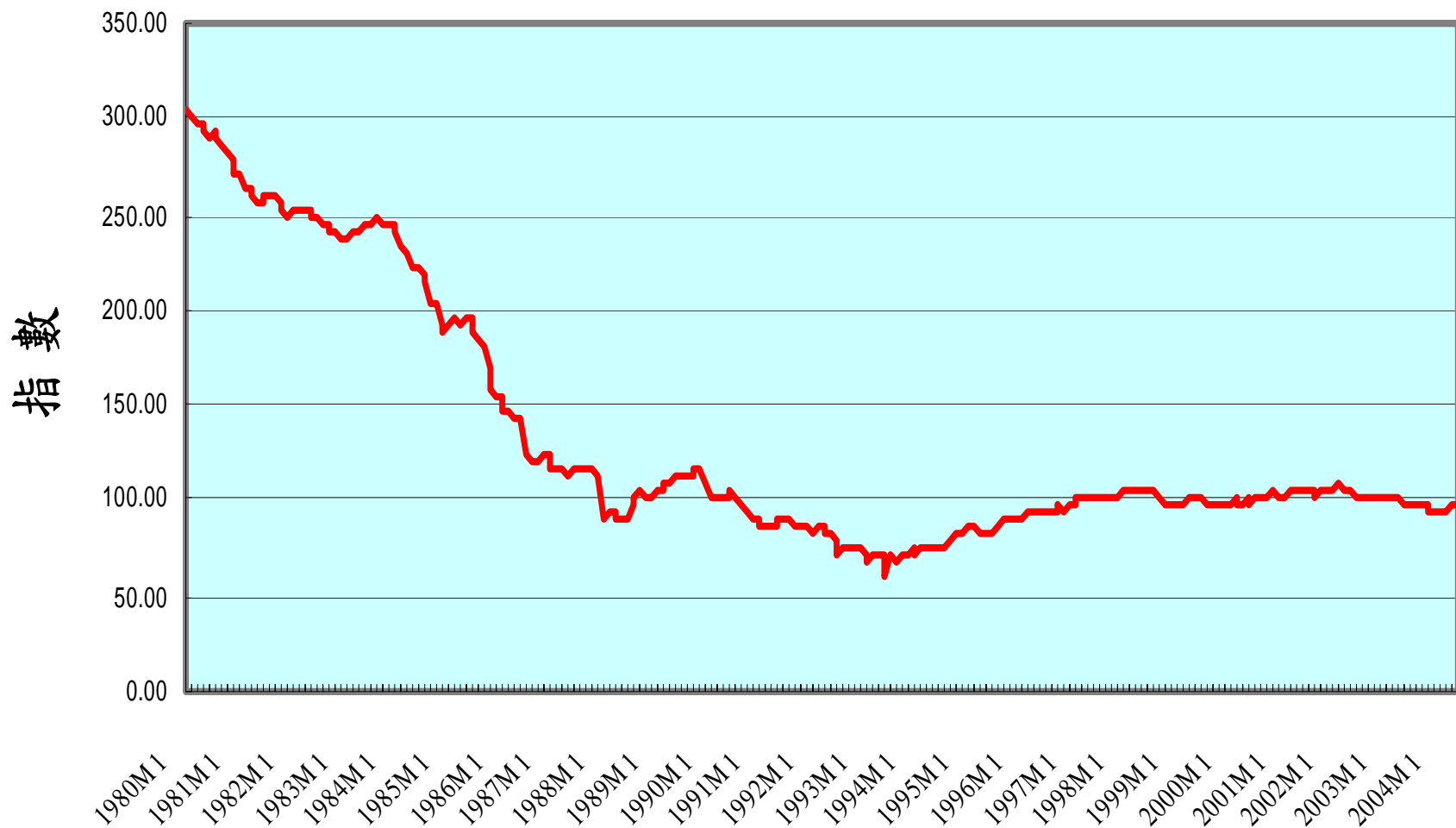
(3) 政策選擇及評估

- 對外經濟方面，美國貿易逆差有深層因素，而對中國的逆差只佔整體的1/4左右；人民幣兌美元就算顯著升值，對美國也無太大幫助。
- 而中國各個經濟部門對匯率的反應彈性分歧，部份(特別是非貿易產品及服務 nontradables)偏低，匯率政策作為宏觀政策工具，與利率一般，不幸地效率不高。

(3) 政策選擇及評估

- 1997-98東亞金融風暴時，人民幣並無跟隨其他貨幣貶值，替國際金融穩定作出了貢獻。根據IMF的統計數值，自1994年人民幣按實質匯率指數計算升值了約40%，2002年後始隨美元弱勢而下降，但近來的通脹又令它有所回升。
- 中國外匯儲備全球第二大，其實不算太多，而且大部份投資於美元資產——出現所謂左手入右手出的問題。

人民幣實質匯率指數(月份)



(3) 政策選擇及評估

- 內地外匯制度改革方向與目標基本上十分明顯：(1)最終實現資本項目可兌換以至人民幣完全自由兌換；(2)匯率水平應從行政規限轉向由市場供求或宏觀政策所決定。
- 問題是改革的速度、次序與套配措施等細節。
- 改革並非賽跑——越快越好，請參考我與其他學者和作者合著的一篇文章 **“The Full Convertibility of Renminbi: Sequencing and Influence”**, HKIMR Working Paper No.9/2002, **Hong Kong Institute for Monetary Research**, April 2002)。

(3) 政策選擇及評估

- 中國的匯率制度不應因短期壓力而隨便更改變動，因為高速增長背後，內地經濟面對兩大主要難題：(1)就業不足與人口老化的吊詭(paradox)；(2)金融改革與發展的挑戰。要有效處理它們，匯率最好不要出現太大波動(特別是大幅升值)。
- (1)就業不足與人口老化的吊詭：一方面農民須大量轉移，中國要變成世界工廠，但另一方面人口出現「未富先老」，勞動年齡人口的絕對數量，在2020年左右就會開始下降。

(3) 政策選擇及評估

- 人口增長放慢好像是好事。但步伐太快使人口紅利(demographic dividend)過急地消失，加重了社會扶養的負擔，特別是中國還未進入全面工業化的階段。這是「未富先老」的意思。解決這個吊詭，必須同時保持競爭力和提高效率。
- (2) 金融改革與發展：
 - 銀行壞帳與資金外流；
 - 証券(股票及債券)市場的發展。

(3) 政策選擇及評估

- 中國的不良資產問題非常嚴重。1999年，政府成立了四家金融資產管理公司(AMCs):華融、長城、東方、信達來處置大國有銀行不良貸款。
- AMCs收購了14000億元呆壞貸款之後，四大國有商業銀行的不良貸款問題依然持續，2003年底金額仍達16000億元。四大銀行在醞釀上市，但它們的資本充足率和不良貸款比率並不合乎國際標準與機構投資者的要求。按官方數字，四行的平均不良貸款比率2003年底為16.8%。

(3) 政策選擇及評估

- 故此，內地對國有銀行進行注資。2004年1月初中國政府公布，已運用外匯儲備向中國銀行與中國建設銀行各注資225億美元。有報導謂中國農業銀行及中國工商銀行亦可能分別於2006年前獲注資350億美元和400億美元；果如是，總額會達1200億美元，佔外匯儲備的比例不容輕視。

(3) 政策選擇及評估

- 除銀行改革的挑戰外，1994年至今的軟掛鉤方便了外資的穩定流入，以及金融市場(中國最弱的一環)的發展。長期資本市場需要相對穩定的匯率及利率環境，以吸引投資者，克服發展中國家缺乏籌集資金能力的所謂「原罪」(original sin)問題。
- 總言之，中國沒有足夠的實力和基礎，把人民幣大幅升值，或者短時期內推行人民幣的自由兌換。

(4) 對香港經濟的影響

- 內地宏觀經濟的走勢以至調控政策受香港特區的影響很少。但反過來，香港受內地的影響則愈來愈大。
- 內地經濟於2003年能夠迅速克服SARS的衝擊，並脫離通縮，令到CEPA、自由行以至9加2等加強內地與特區連繫的措施更有效地開展，香港經濟因而有了額外的助力。

(4) 對香港經濟的影響

- 未來的情況，主要視乎內地經濟可否在過熱與硬著陸之間，繼續高速但平穩地增長，以使那些連繫措施的效應更強。
- 另一方面，若能高速但平穩地增長，改革便不會受到阻延，步代可快一點，香港作為中國對外開放的重要窗口，將有更大益處。金融、商業與專業服務是最明顯的例子。

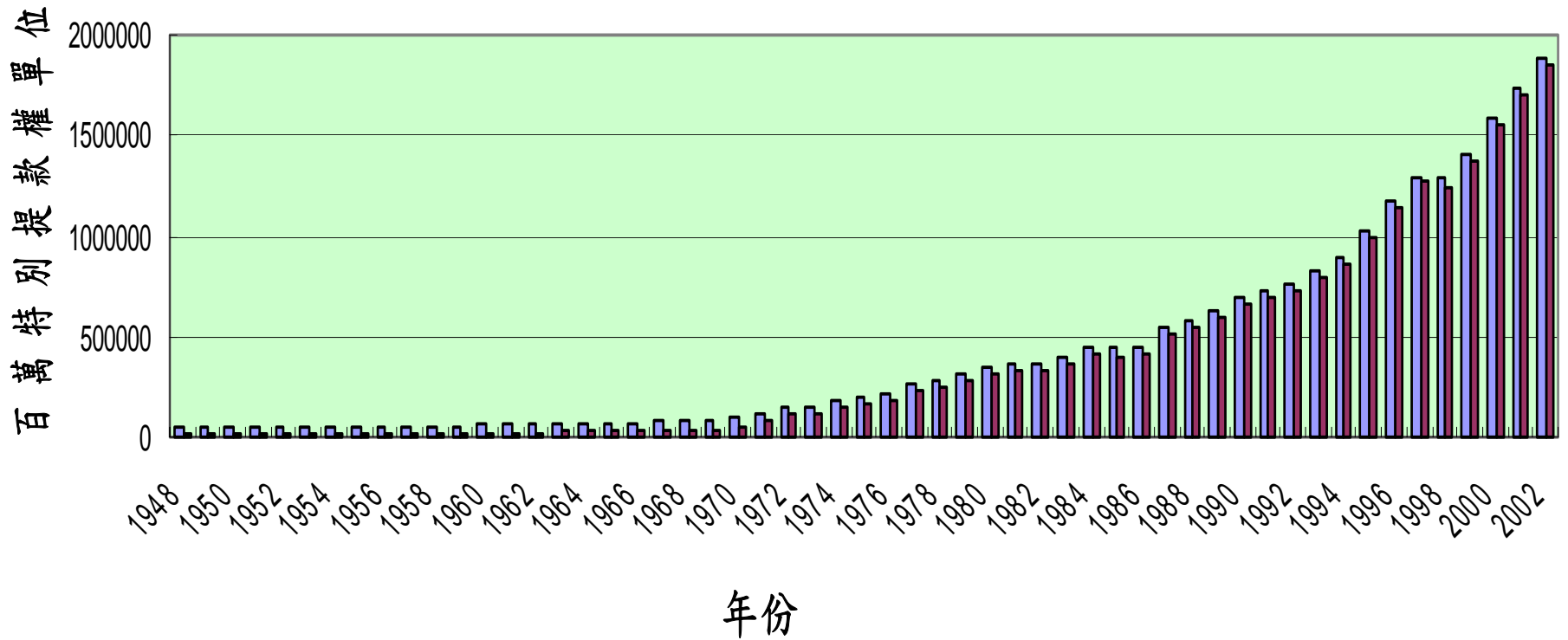
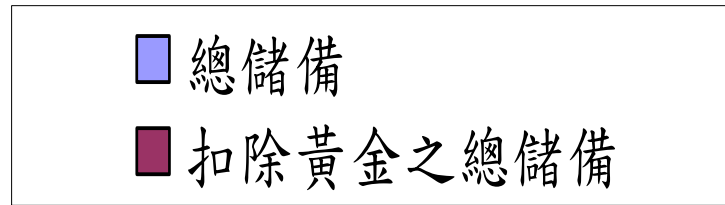
(4) 對香港經濟的影響

- 更具體的，是內地資本項目的進一步開放以及人民幣走向自由兌換。香港銀行開辦人民幣存款業務是一個里程碑，未來發展潛力還有不少。
- 人民幣離岸中心，屬重要(但理論上非必要)的一步。香港特區和上海，會否有雙贏局面？
- 關鍵自然是中國經濟較為長遠的發展。它將受到內部與外部的因素所左右。

(5) 較長遠的展望

- 內地與美國的政治經濟關係，是外在因素中最重要之一。
- 美國經濟的外在不平衡基本上並非由中國造成。它源於美國1990年代的擴張性宏觀政策以及新經濟泡沫的爆破。
- 另一深層因素，是以美元為主導的國際金融制度在美元本位制(The Dollar Standard)於1970年初崩潰後，缺乏紀律，致令美國可以長期依靠外來資金。

全球之國際儲備：1948-2002



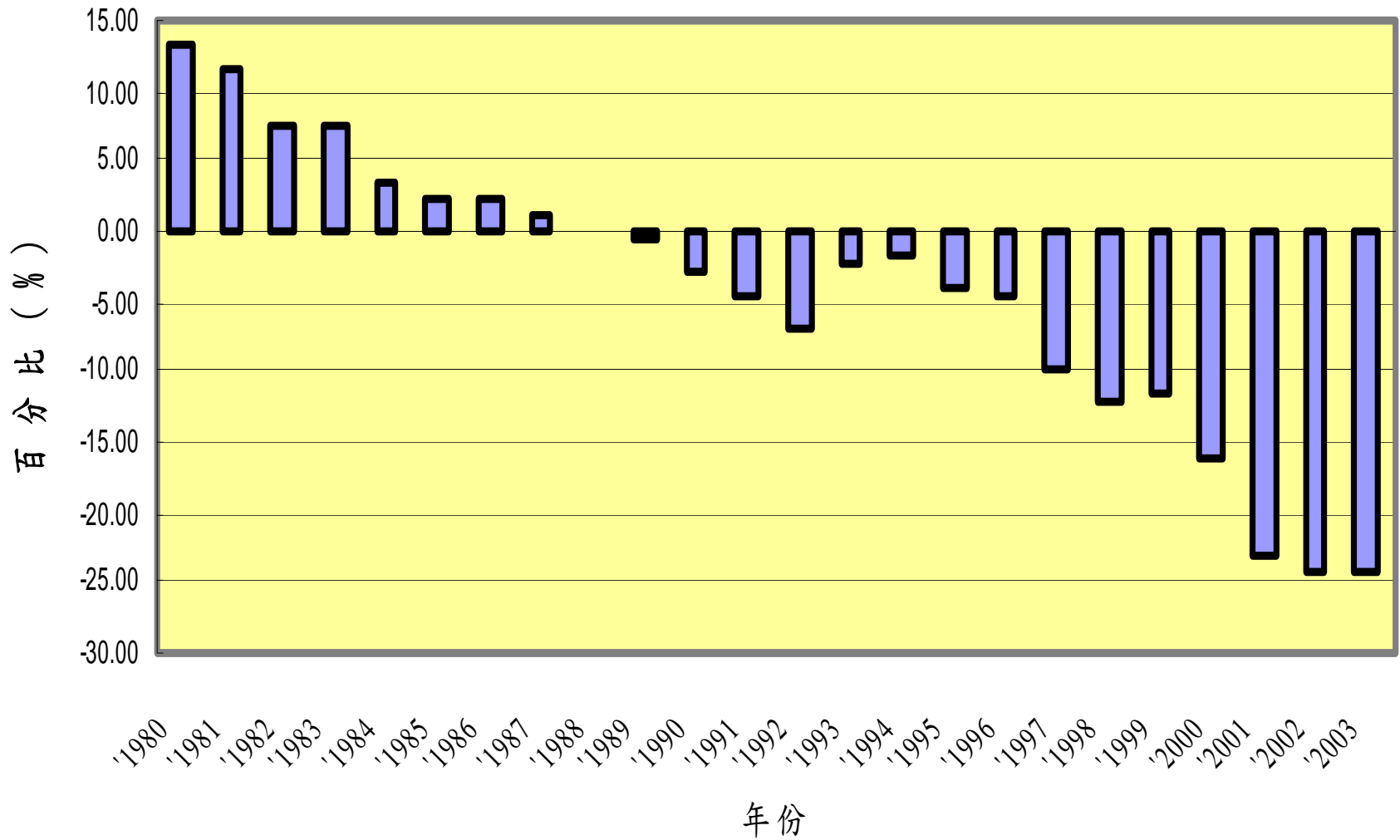
(5) 較長遠的展望

- 實際上，美國對外經濟愈趨失衡，經常項目逆差擴大，2002年等如GDP的4.5%，是個歷史紀錄，2003年更升上至4.8%。
- 美國20世紀80年代後期由全球的債主變為欠債者，國際負資產(負債)不斷膨脹，現時乃世界上最大的欠債國。2002年的國際淨投資對生產總值(international investment position/GDP)比率為-24.1%。歐元區的比率是-4.1%，日本作為最大的資金輸出國，比率自然屬正數：**+36.8%**。

外部經濟不平衡：美歐日

	經常項目 /GDP%		國際淨資產 /GDP%
	<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2002</u>
美國	-3.8	-4.5	-24.1
歐元區	-0.2	+0.8	-4.1
日本	+2.1	+2.8	+36.8

美國國際淨資產對生產總值的比率

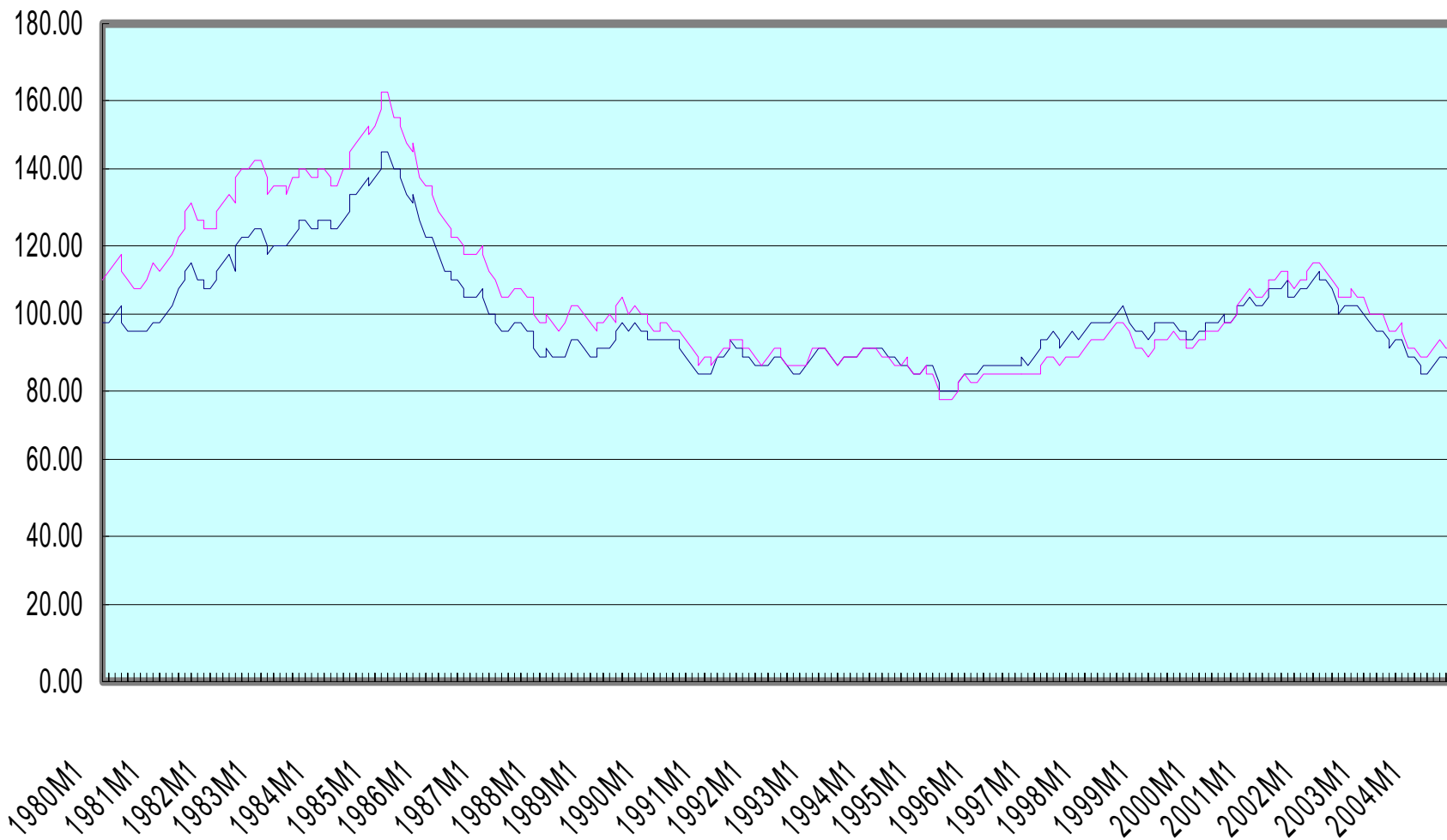


(5) 較長遠的展望

- 中國的外匯儲備，亦大量地投資在美元債券。人民幣若大幅升值，儲備有可能急降，中國資金便要從美國調走。美國會贏了貿易，輸了投資！這個矛盾不少客觀的評論家都有指出。
- 在布殊減稅的情況下，克林頓年代的財政盈餘迅速變成龐大赤字，內部其他債務又在攀升。若不改善，這將危及美元的地位。換句話說，現實是美元的弱勢，多於歐元、日元、澳紐加元、以至貴金屬的強勢。

美國的月份名義及實質匯率指數(1980/1-2004/7)

—— 名義匯率 —— 實質匯率



(5) 較長遠的展望

- 無論如何，對人民幣大唱升值和加快自由兌換的調子雖然缺乏經濟理據，但政治壓力似乎不容易消失。
- 從中國的角度審察，按根本的分析，要回應美元的走勢，人民幣雖然有升值的空間，特別是美元大跌的話；不過，中國政府不應把人民幣隨便地升值或浮動，而須制訂一個對策計劃 (game plan)，因為壓力看來不屬短期或者一次過的性質。
- 實際上，中國的外貿形勢不算很有利，外匯儲備亦要部份用以注資國有銀行。

(5) 較長遠的展望

- 向前展望，人民幣將漸進式地趨向自由兌換，波幅可能擴闊；或者改與一籃子(basket)貨幣掛鉤，以避開美國的直接政治壓力。中國的最重要貿易伙伴之中，歐盟(最近比重16%)、美國(15%)、日本(14%)分別列頭三位。故此，包括三者貨幣在內的一籃子掛鉤應更符合經濟原則。
- 國際慣例是一籃子貨幣的加權公式並不公開，例如新加坡。而且中國的籃子所反映的有效匯率指數(effective exchange rate index)，看來不會代表人民幣的顯著升值。

(5) 較長遠的展望

- 返回中國內地的自身經濟問題，長遠關鍵在於通過改革，建立資源及資金更合理地流動與分配的市場經濟體系，增加投資主體和消費者的對價格的反應；其時政府才可真正地從以量的調控為主轉移至以價格調控為主的宏觀經濟政策。
- 另一方面，內地這次的過熱現象，背後反映的是所謂「低效率、高增長」的特殊發展勢態(mode)或模式(model)。這能否持續？能夠持續多久？外在形勢是否會長久地對中國有利？方便中國大量進口和吸納國際資金？

(5) 較長遠的展望

- 中國人口全球最多，但「未富先老」，人均資源卻顯著地低於世界平均，例如據估算人均耕地只有世界平均三分之一，人均水資源只有世界平均四分之一。2000年，人均石油可採儲存量為2.6噸，人均天然氣可採儲存量1074立方米，人均煤炭可採儲存量90噸，分別只有世界平均值的11.1%、4.3%和55.4%。
- 中華民族要復興，中國要和平崛起，列於世界強國之林，不可能靠佔用資源，效率是絕對重要的。
- 這些問題，中國人需要深思。

中國內地的宏觀經濟 走勢與展望

- 完了。謝謝！