



東亞銀行

東亞銀行有限公司

經濟分析

2009年8月

東亞銀行經濟研究部編製

金融海嘯中迎難而上的中國經濟

環球金融市場於 09 年第 2 季開始顯著反彈，為亞洲出口商帶來盼望，憧憬市場對貨品的需求亦會隨之恢復過來。事實上，有跡象顯示出口商已增加採購原材料和半製成品，以迎接訂單上升，相信這是近月內地入口表現有所改善的主要原因，內地入口跌幅已經由今年首 5 個月平均 28.1% 收窄至 6、7 月的平均 14.1%。

香港方面的出口數據亦有類似的發展。香港輸往內地的出口總額(其中製造業採購佔相當部分)跌幅由首季的 23.5% 收窄至第 2 季的 5.4%。這反映在海外訂單回升的預期下，本地製造業活動再度活躍起來。

全球正處於補充存貨的週期，因此內地出口在未來數月將顯著受惠。然而，由於現時消費者較以往謹慎，所以並非所有消費項目的需求都能出現復甦。經濟衰退對消費耐用品的銷量打擊最大，而日常消費用品的需求則保持穩定。由去年 9 月至今年 6 月期間，美國的電子產品零售銷售金額按年下跌 7%，但雜貨項目的銷售額則上升 1.5%。中國製造的貨品價廉物美，對精打細算的消費者來說甚具吸引力，相信憑着低成本優勢，未來中國廠商可爭取更多海外訂單。

然而，在補充存貨週期過後，我們對美國的消費需求能否維持仍有保留。近月美國經濟數據轉好，很大程度跟其推出的刺激經濟方案有關，但當地經濟的基本因

素仍未穩固。縱使 7 月美國的就業情況較預期為好，但失業率仍有機會在年底前攀升至雙位數，而薪金升幅亦已顯著減慢。此外，房地產市場持續疲弱是另一個值得關注之處。美國負資產個案在第 1 季升至超過 2,000 萬宗，佔美國家庭總數的 22%。事實上美國個人儲蓄率在第 2 季升至 5.2%，反映美國家庭正為減債而增加儲蓄。所以當刺激經濟方案的效力消退後，個人消費動力可能會減弱。

中國需要維持內需

今年 7 月，中美雙方舉行戰略與經濟對話高峰會，會後的結論是，中國需要減低對出口的依賴，並刺激內部需求。這正是中國今次金融危機當中所採取的策略，並成功通過維持內需幫助經濟渡過難關。

中央政府在去年 11 月推出 4 萬億元人民幣刺激經濟方案，當中主要涉及基建和建築項目，令相關行業如水泥、中型和大型拖拉機等工業生產均錄得雙位數升幅。此外，政府為每個農村家庭提供最多 5,000 元人民幣的汽車購置津貼，以支持汽車業的發展。這項政策令汽車生產於首 5 個月按年上升 12%。

與其他經濟體系比較，中國的個人消費增長可謂一枝獨秀。零售金額在今年首 6 個月按年平均上升 15%。在各行業中，醫藥品、玩具、傢俬和衣服錄得雙位數字的增長，內銷暢旺，為彌補海外需求萎縮起關鍵作用。

經濟分析所表達的論點，並不一定反映本銀行管理層的立場。各方如有轉載本報告的全部或部分內容，均須註明資料來源。如有任何查詢，請電：3608-5020，傳真：3608-6171，或郵寄香港郵政總局信箱 31 號經濟研究部。

按年變動%	出口		零售銷售	
	2008	2009 (1-5月)	2008	2009 (1-5月)
醫藥品	13.3%	-10.4%	14.8%	17.6%
玩具	1.8%	-14.0%	22.6%	13.5%
傢俬	21.5%	-8.4%	22.6%	27.0%
衣服	4.1%	-8.1%	25.9%	17.3%

資料來源：中國統計月報

然而，在經濟不景下保持個人消費增長，需要用上非常手段。內地製造業估計聘用了 28.8% 的勞動人口，所以，自去年底出口急挫不單打擊製造業，亦嚴重影響內地就業。結果，消費信心指數由金融海嘯前的 93-94 點水平下滑至今年上半年的 86-87 點之間。這導致內地出現通縮，通脹率由年初至今一直在 -1.5% 水平徘徊。

為防止個人消費滑落，內地銀行在政策鼓勵下大幅增加貸款以刺激經濟，促使今年首 7 個月的新增貸款飆升 7.73 萬億元人民幣，廣義貨幣供應在 7 月份按年上升 28.4%。強大的貨幣寬鬆政策刺激內地商業活動，部分流動性資金更流入房產和股票市場，帶動資產價格上升，對個人消費產生正面的財富效應。

資產泡沫的風險正在上升

然而，無論在任何地方，採取信貸寬鬆政策都需要付出代價。西方國家由於金融系統無法暢順運作，中央銀行需要採取非常手段填補資金供應大幅收緊所形成的空隙。而目前隨着金融體系的運作逐步回復正常，致使中央銀行有需要為抽走市場上過剩的資金作準備。與此同時，當局在金融調控方面需要格外留神，低息環境維持太久將會刺激通脹升溫。

中國的情況跟西方國家不同，其金融系統運作順暢，銀行增加借貸，刺激國內的經濟活動，以彌補出口下滑。所以當出口在未來數月好轉時，減慢信貸增長將成為退出政策的主要策略。由於 6 月份核心通脹指數仍處於 -1.4%，整體通脹升溫的風險仍然遙遠。反觀資產通脹才是現時需要迫切處理的問題。在目前環球超低息的環境下，中國較高的增長潛力對國際資金甚具吸引力。第 2 季流入內地的資金估計約有 880 億美元，加上政府的刺激經濟方案為市場注入大量資金，這些因素令上海 A 股指數由去年 11 月低位至今年 8 月中飆升近八成，亦較去年 9 月中金融海嘯前上升近五成。

不過，若 2010 年中國出口復甦的步伐未如期望般理想，實體經濟表現跟資產市場水平的差距將會擴大。在這個情況下，資產市場將無可避免出現調整，進而為經濟帶來嚴重傷害。加上今年上半年貸款金額顯著上升，壞帳惡化的潛在風險是中國另一個需要面對的挑戰。

結論

為防禦金融海嘯對中國經濟造成災難性的破壞，當局採取非常手段，在環球經濟衰退之際加快貸款增長。儘管現在外圍環境穩定下來，新的威脅卻在中國浮現。目前國家加快推行金融改革，若出現資產泡沫將對改革進程極為不利。所以內地政府有需要迅速採取行動，令金融市場發展更切合環球經濟緩步復甦的實況。隨着外圍環境在未來數月轉好，收緊信貸以協助資產市場軟着陸乃當局現時需要優先處理的工作。