

東亞銀行經濟研究部編製

## 中國走出經濟失衡之路

相對於其他主要經濟體系，中國率先走出金融海嘯的陰霾。今年首兩個月，中國經濟表現理想，出口不但按年強勁增長 31.4%，升幅更較 2008 年同期高出 3.6 個百分點，即回復到金融海嘯爆發前的水平；期間零售銷售按年增長則加速至 22.1%，優於 2009 年第 4 季的 16.5%。此外，去年中國新增人民幣貸款飆升至 9.59 萬億元人民幣，較 2008 年上升近一倍。市場資金異常充裕，不但迅速刺激內部需求，更有助內地企業渡過金融海嘯的寒冬。

由於經濟狀況逐步穩定，中國政府已採取措施，以退出經濟刺激政策，同時積極處理結構性的經濟問題。然而，經濟政策放寬容易收緊難，要一下子令貸款增長回歸正常，對中央政府來說是一項挑戰。

中央政府希望限制今年新增貸款於 7.5 萬億元人民幣。根據以往第 1 季新增貸款佔全年總額 30% 的比例計算，今年第 1 季的新增貸款應為 2.25 萬億元人民幣。惟該數字在首兩個月已達 2.09 萬億元人民幣，若未來銀行放貸未能有所收斂，今年的新增貸款將有可能大幅超出官方的目標水平。因此，儘管自年初以來，人民銀行已將存款準備金率合共上調 100 點子，但在貸款增長偏快的形勢下，相信當局在未來數月會推出更多措施，以進一步回收市場流動性。

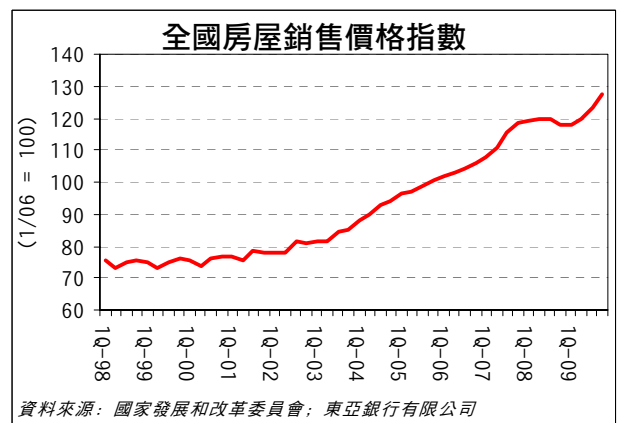
### 中國的地方財政狀況

信貸急速膨脹不但推動經濟增長，更引發銀行壞帳上升的憂慮。雖然 2009 年貸款總額急升，中國銀行業的不良貸款比率卻跌至 1 月份 1.48% 的低位。然而，市場日益關注這些銀行貸款的質素會最終轉差，導致不良貸款比率上升。當中主要原因是有相當部分的新增貸款已投入地方的基建項目，但這些基建項目能否提供足夠的經濟回報，令地方政府增加收入和稅收，以償還龐大的債務，目前來說仍是未知之數。

根據官方數據，地方政府債務在今年 1 月時已上漲至 6 萬億元人民幣，有私人機構更預測該數字可能高達 8 萬億元人民幣。不過，必須指出的是，地方政府資產雄厚，加上估計目前中國政府管理的央企資產約 18 萬億元人民幣，因此中央政府在必要時有能力拯救個別陷入財困的地方政府。

### 房地產市場結構失衡

寬鬆的貨幣政策為中國的房地產市場推波助瀾，才是令人擔憂的地方。2009 年，估計有 20% 的新增貸款流入樓市，導致今年 2 月份內地樓價按年升 10.7%，並因而刺激更多房地產投資。由於接近一半的地方政府財政收入與房地產活動有關，因此樓市的長遠健康發展對地方財政狀況有關鍵的影響。



為防範樓市失控，政府已推出一系列措施，包括限制部分國有企業涉足房地產業務、懲罰發展商囤積土地等。儘管這些措施將對樓市炒賣產生一定的降溫作用，但相信它們未足以解決內地樓市結構失衡的問題。

在 1998 至 2009 年期間，住宅商品房的銷售面積由 1.08 億平方米急升近 8 倍至 8.53 億平方米。私營樓宇需求大增，背後存在多個原因：一、國企改革後員工失去住屋保障。二、期內城市人均每年可支配收入增長 2.5 倍至人民幣 17,175 元，提升了內地居民購買私人房屋的能力。三、80 年代嬰兒潮出生的人口進入婚育期。人口結構改變使每戶城市家庭平均人數減少，令戶口總數上升。每戶城市家庭平均人數由 1998 年的 3.61 人下跌至 2008 年的 2.91 人。

在需求急升之同時，住宅供應也亦步亦趨。目前內地人均總樓面面積由 1998 年的 17.8 平方米上升至 2007 年的 28.0 平方米，但這些數字未能全面反映實況。內地城市居民抱怨目前樓價已超出他們負擔的水平。事實上，根據《中國住房發展報告(2009-2010)》，內地平均樓價已達平均每年家庭收入的 8.3 倍，高於正常的 3 至 6 倍水平。

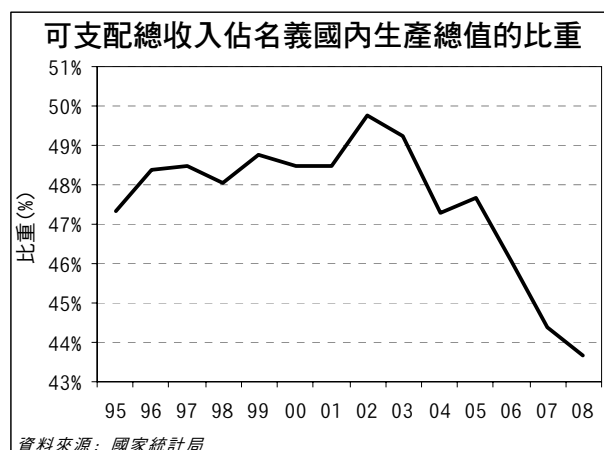
投資需求相信是導致樓市失衡的主因。2007 年的一項調查<sup>1</sup>顯示，65% 的中國富裕族持有房地產作投資用途，反映房地產遠較其他投資選擇受歡迎。過度側重於房地產投資，導致住宅空置率高企，亦促使土地資源向發展豪宅傾斜，一般市民的用家需求卻因此遭受排擠。

為解決問題，政府已收緊第二套房政策，包括提高首期及按揭利率，以壓抑投資需求。此外，總理溫家寶在最新發表的政府工作報告中提出，政府計劃今年興建 300 萬個保障性住房，以照顧低收入居民的住房需要，並增撥土地建造中小型住宅，為市民提供更多可負擔的樓房。

然而，長遠來說，政府必須就引發樓市問題的兩個根源對症下藥。要提升居民的購房能力，便要房價下跌，或工資上升。要防止房價過快上漲，必須先壓抑對房地產的投資熱忱。

正如以上所述，政府已採取措施壓抑樓市炒風，但更需要拓寬投資渠道。透過推出更多金融投資產品及放寬對企業及個人投資海外市場限制等措施，讓內地資金得以分散投資。

與此同時，改善收入分配將有助推動工資增長。1996 至 2003 年間，名義國內生產總值及可支配總收入的平均增長大致相同；然而，到了 2004 至 2008 年，名義國內生產總值平均增長 18.3%，但可支配總收入的平均增長僅為 15.5%，令居民所分享到的經濟成果份額減少，可支配總收入佔名義國內生產總值的份額因此由 2002 年的 49.8% 下降到 2008 年的 43.5%。



為加快收入增長，政府需通過創造就業將資源從政府及企業調回私人領域，例如增加對教育及醫療等社會建設的支出。另一方面，增加各行業的市場競爭有助降低物價及增加需求，亦有助創造更多就業崗位。此外，內地勞動人口的教育水平正不斷提升，正好應付社會需求的增長。今年大學畢業生人數將達 630 萬，遠高於 2000 年的 107 萬。

推動個人消費是國家「十一·五」規劃其中一項重要的內容，但居民消費佔國內生產總值的份額過去數年逐年下降，並不符合經濟規劃的方向。去年大部分貸款主要落入投資項目，亦違背了中央政府刺激個人消費的目標。用家的住房需求被投資需求排擠，正是投資跟消費激烈爭奪社會資源的典型寫照。房地產市場對於維持政府長遠的財政健康尤其重要，如何處理各種購房需求之間的利益衝突將會是中央政府未來數年面對的棘手問題。

<sup>1</sup>匯豐銀行及萬事達卡的『中國富裕族消費者研究(2007)』