



东亚银行经济研究部编制

内地经济改革的方向与挑战

随着新一届中央政府领导层正式上任，内地「十二五规划」下的经济改革亦进入新阶段。然而，内地经济问题正逐渐浮现，新政府需审时度势，权衡轻重，推出适合的措施协助经济摆脱困境。

近月内地经济有所降温，首季增长放缓至 7.7%，制造业采购经理人指数及生产者物价指数在 4 月份纷纷回落，令出口前景蒙上阴影。与此同时，固定资产投资及零售销售在首 4 个月的升幅亦低于以往水平。

部分经济问题只属暂时性。H7N9 禽流感爆发，令内地居民减少进食肉类食品，其影响在疫情消散后应会减退。新政府厉行勤俭节约，冲击高端餐饮及奢侈品行业，但对整体经济的影响相信轻微。另一方面，投资增长减慢是当局转变经济增长模式的结果，相信此趋势将会持续。

展望未来，美国经济逐步复苏，未来数月有望刺激内地出口增长。我们预计今年内地经济增长 8%。

服务业是下一个经济增长点

今年第 1 季城镇居民收入增长 9.3%，为 2009 年以来最慢。根据内地「十二五规划」，个人消费将成为新的经济增长引擎，以弥补投资及出口增长放缓。由于收入上升是刺激消费的关键因素，若有关增长未能重拾升轨，将会拖累内地整体经济改革的进程。

事实上，我们相信居民可支配收入增长已代替经济生产总值成为未来内地经济发展方向的更好指标。

为保持收入稳定增长，未来需要着重发展服务业。服务业是劳动密集性行业，对自然资源的消耗及环境的污染较低，加上内地市场庞大，为

服务业走向高增值发展提供大量空间。简而言之，发展服务业是应对目前内地主要经济问题的良方。在「十二五规划」中，服务业被列为创造就业的重点行业。截至 2012 年底，服务业占内地经济只有 44.6%，远低于其它金砖国家 [印度为 65% (2011 年)，俄罗斯为 60.1% (2012 年)，巴西为 67.2% (2012 年)]，可见内地服务业的增长空间巨大。

为促进服务业发展，当局鼓励农村人口城镇化。内地的城镇化率一直保持上升，在 2012 年底达 52.6%。然而，在 7.1 亿的城市人口当中，接近 2.5 亿是来自农村的农民工。目前他们只能在城市作暂时居留，因此难以完全融入城市生活，对推动城市消费的成效有限。长远而言，准许农民工在二线城市拥有户籍将有助刺激消费服务业的需求。

阻碍居民消费的因素

内地居民的储蓄率位于世界前列，在 2012 年底达 25.9%。社会保障不足被视为储蓄率高企的主要原因。在内地推行国企改革后，居民不能依靠受雇企业提供教育、医疗及房屋服务。家庭积蓄成为唯一可靠的保障。

过去 10 年，内地收入增长每年平均较消费增长高出 1.4%。为刺激居民消费，中央政府扩大在社会保障¹方面的支出，在 2013 年中央政府财政预算中，有关金额达 15,516 亿元人民币，较 2008 年飙升 188.5%，期间占中央政府整体支出则由 15.2% 上升至 22.5%。不过，改变居民的消费观念需要更长时间，因此目前政府的财政刺激措施须假以时日才能收到显著的成效。

另一个阻碍消费增长的因素是投资回报偏低。过去 10 年，内地的实质利率²介乎 -3.8% 至 2.8% 之间。为提升资金回报，内地居民曾尝试其它投资选择，但效果欠理想。其中，内地投资者

¹ 社会保障包括教育、医疗卫生、住房以及社会保障和就业。

² 实质利率 = 1 年期存款利率 - 通胀率

在 2006 至 2007 年股市爆破中蒙受损失，直至目前股市仍然低迷，迫使他们转投房地产市场。近年中央政府推出措施压抑楼价飙升，炒风才有所收敛。现时小投资者将目光转移至风险较高的信托产品，这引起了监管当局的关注。在缺乏稳定及成熟的资本市场下，内地居民未能通过正面的财富效应而增加消费，而物价持续上升更鼓励居民倾向储蓄。当局需要加速金融改革以扭转目前的局面。

提升商业服务的效率

在过去追求经济较快增长的年代，商业服务的发展侧重于协助经济扩大生产力规模，营运效率成为次要的考虑。不过，随着经济急速发展，由此引发的樽颈及其它结构性问题变得日益严重，经济所付出的代价亦因而不断上升。以物流业为例，目前内地的物流成本占国内生产总值约 18.1%，接近美国的两倍，物流效率偏低令每年内地易腐食品的损失率达 30%，该比例在多数发达国家只有 5%。因此，如何提高商业服务效率是当局需迫切解决的问题。

改革成功的关键在于增加竞争，而引入经验丰富的海外企业参与尤为重要。市场竞争的压力迫使企业提升本身的效率和质素，不但有助促进行业的扩张，更可为整体经济降低成本及提高效率。

其中，金融业改革对经济的影响最为深远。过去，内地金融业所扮演的角色是为国企提供低成本的资金，以支持经济发展。不过，这种发展策略引致资金运用效率偏低，窒碍经济进一步发展，单靠银行业实难以满足社会整体的融资需要。加上近年内地政府抑制银行借贷，银行贷款的主导地位已逐步减退。与此同时，正如上文所述，内地股票市场仍未完善发展。因此，银行贷款增长占整体社会融资增长的份额由 2008 年的 73% 下降至 2013 年首 4 个月的 52%，而股票市场的份额则只有 1%。

内地社会融资净增长				
期间	占总量比重(%)			2008-12 百分比变动(%)
	2008	2012	2013 (1-4)	
银行贷款*	73%	58%	52%	79%
委托贷款	6%	8%	9%	201%
信托贷款	5%	8%	13%	310%
银行承兑汇票	2%	7%	11%	887%
企业债券	8%	14%	12%	307%
股票	5%	2%	1%	-25%
社会融资总量	100%	100%	100%	126%

* = 人民币+外币贷款
资料来源：中国人民银行

为填补资金缺口，不少企业选择通过发行信托产品筹集资金，因此近年信托贷款增长占整体社会融资增长的比重逐渐增加。截至 2013 年 3 月，财富管理产品规模达 8.2 万亿元人民币，占银行存款的 8.4%。其中零售投资者买入相当数额的财富管理产品，然而他们却难以评估产品发行人的信贷风险，价格定订在讯息不足的情况下无法有效进行。金融中介机构欠缺效率，令资金不能以最低成本满足市场需求。这个樽颈问题不但阻碍经济增长，同时增加整体金融系统的风险。

为解决问题，中央政府已实行一系列改革。人民银行提高存款利率上限至基准利率的 1.1 倍，较之前高 10 个百分点。同时下调贷款利率下限至基准利率的 0.7 倍，较之前低 20 个百分点。长远而言，息差收窄将激发银行减少向低风险客户借贷，从而增加向中小企业贷款，以提高利息收入。与此同时，监管当局收紧对财富管理产品的规管，限制商业银行对财富管理客户资金投资非公开交易信用资产，同时阻隔财富管理业务对银行的营运风险。

股票市场方面，改革措施包括提高财务报告的质素及上市公司申请的透明度、加强机构投资者的角色，以及改善上市公司退市机制。这些措施不会瞬间解决问题，但政府在改革金融业方面不遗余力，是值得鼓舞的。

香港可担当更重要角色

在促进内地金融改革方面，香港可在融资方面作出贡献。香港的银行业及股票市场一直是内地的集资中心。合格境外机构投资者计划成为海外资金打入内地的管道。此外，离岸人民币业务的发展，让在港的人民币资金有更多机会回流内地。随着资本帐开放步伐加快，香港在缓解内地金融体系融资压力方面可以作出更多贡献。

面对加快服务业发展的迫切需要，中央政府可以考虑采取「两条腿走路」的策略：持续推动本地市场改革，同时加大香港的参与度。香港是一个先进的服务型经济，内地可以藉着引进香港产业运作的模式以加快本身服务业的发展。不过，这需要内地进一步向香港服务业开放市场。香港与中央政府已同意在 2015 年实现服务贸易自由化，未来的发展重点应放在如何让计划切实执行。