

東亞銀行經濟研究部編製

內地經濟改革的方向與挑戰

隨着新一屆中央政府領導層正式上任，內地「十二五規劃」下的經濟改革亦進入新階段。然而，內地經濟問題正逐漸浮現，新政府需審時度勢，權衡輕重，推出適合的措施協助經濟擺脫困境。

近月內地經濟有所降溫，首季增長放緩至 7.7%，製造業採購經理人指數及生產者物價指數在 4 月份紛紛回落，令出口前景蒙上陰影。與此同時，固定資產投資及零售銷售在首 4 個月的升幅亦低於以往水平。

部分經濟問題只屬暫時性。H7N9 禽流感爆發，令內地居民減少進食肉類食品，其影響在疫情消散後應會減退。新政府厲行勤儉節約，衝擊高端餐飲及奢侈品行業，但對整體經濟的影響相信輕微。另一方面，投資增長減慢是當局轉變經濟增長模式的結果，相信此趨勢將會持續。

展望將來，美國經濟逐步復甦，未來數月有望刺激內地出口增長。我們預計今年內地經濟增長 8%。

服務業是下一個經濟增長點

今年第 1 季城鎮居民收入增長 9.3%，為 2009 年以來最慢。根據內地「十二五規劃」，個人消費將成為新的經濟增長引擎，以彌補投資及出口增長放緩。由於收入上升是刺激消費的關鍵因素，若有關增長未能重拾升軌，將會拖累內地整體經濟改革的進程。

事實上，我們相信居民可支配收入增長已代替經濟生產總值成為未來內地經濟發展方向的更好指標。

為保持收入穩定增長，未來需要着重發展服務業。服務業是勞動密集性行業，對自然資源的消耗及環境的污染較低，加上內地市場龐大，為

服務業走向高增值發展提供大量空間。簡而言之，發展服務業是應對目前內地主要經濟問題的良方。在「十二五規劃」中，服務業被列為創造就業的重點行業。截至 2012 年底，服務業佔內地經濟只有 44.6%，遠低於其他金磚國家 [印度為 65% (2011 年)，俄羅斯為 60.1% (2012 年)，巴西為 67.2% (2012 年)]，可見內地服務業的增長空間巨大。

為促進服務業發展，當局鼓勵農村人口城鎮化。內地的城鎮化率一直保持上升，在 2012 年底達 52.6%。然而，在 7.1 億的城市人口當中，接近 2.5 億是來自農村的農民工。目前他們只能在城市作暫時居留，因此難以完全融入城市生活，對推動城市消費的成效有限。長遠而言，准許農民工在二線城市擁有戶籍將有助刺激消費服務業的需求。

阻礙居民消費的因素

內地居民的儲蓄率位於世界前列，在 2012 年底達 25.9%。社會保障不足被視為儲蓄率高企的主要原因。在內地推行國企改革後，居民不能依靠受僱企業提供教育、醫療及房屋服務。家庭積蓄成為唯一可靠的保障。

過去 10 年，內地收入增長每年平均較消費增長高出 1.4%。為刺激居民消費，中央政府擴大在社會保障¹方面的支出，在 2013 年中央政府財政預算中，有關金額達 15,516 億元人民幣，較 2008 年飆升 188.5%，期間佔中央政府整體支出則由 15.2% 上升至 22.5%。不過，改變居民的消費觀念需要更長時間，因此目前政府的財政刺激措施須假以時日才能收到顯著的成效。

另一個阻礙消費增長的因素是投資回報偏低。過去 10 年，內地的實質利率²介乎 -3.8% 至 2.8% 之間。為提升資金回報，內地居民曾嘗試其他投資選擇，但效果欠理想。其中，內地投資者

¹ 社會保障包括教育、醫療衛生、住房以及社會保障和就業。

² 實質利率 = 1 年期存款利率 - 通脹率

在 2006 至 2007 年股市爆破中蒙受損失，直至今目前股市仍然低迷，迫使他們轉投房地產市場。近年中央政府推出措施壓抑樓價飆升，炒風才有所收斂。現時小投資者將目光轉移至風險較高的信託產品，這引起了監管當局的關注。在缺乏穩定及成熟的資本市場下，內地居民未能通過正面的財富效應而增加消費，而物價持續上升更鼓勵居民傾向儲蓄。當局需要加速金融改革以扭轉目前的局面。

提升商業服務的效率

在過去追求經濟較快增長的年代，商業服務的發展側重於協助經濟擴大生產力規模，營運效率成為次要的考慮。不過，隨着經濟急速發展，由此引發的樽頸及其他結構性問題變得日益嚴重，經濟所付出的代價亦因而不斷上升。以物流業為例，目前內地的物流成本佔國內生產總值約 18.1%，接近美國的兩倍，物流效率偏低令每年內地易腐食品的損失率達 30%，該比例在多數發達國家只有 5%。因此，如何提高商業服務效率是當局需迫切解決的問題。

改革成功的關鍵在於增加競爭，而引入經驗豐富的海外企業參與尤為重要。市場競爭的壓力迫使企業提升本身的效率和質素，不但有助促進行業的擴張，更可為整體經濟降低成本及提高效率。

其中，金融業改革對經濟的影響最為深遠。過去，內地金融業所扮演的角色是為國企提供低成本的資金，以支持經濟發展。不過，這種發展策略引致資金運用效率偏低，窒礙經濟進一步發展，單靠銀行業實難以滿足社會整體的融資需要。加上近年內地政府抑制銀行借貸，銀行貸款的主導地位已逐步減退。與此同時，正如上文所述，內地股票市場仍未完善發展。因此，銀行貸款增長佔整體社會融資增長的份額由 2008 年的 73% 下降至 2013 年首 4 個月的 52%，而股票市場的份額則只有 1%。

內地社會融資淨增長				
期間	佔總量比重(%)			2008-12 百分比變動(%)
	2008	2012	2013 (1-4)	
銀行貸款*	73%	58%	52%	79%
委託貸款	6%	8%	9%	201%
信託貸款	5%	8%	13%	310%
銀行承兌匯票	2%	7%	11%	887%
企業債券	8%	14%	12%	307%
股票	5%	2%	1%	-25%
社會融資總量	100%	100%	100%	126%

* = 人民幣+外幣貸款
資料來源：中國人民銀行

為填補資金缺口，不少企業選擇通過發行信託產品籌集資金，因此近年信託貸款增長佔整體社會融資增長的比重逐漸增加。截至 2013 年 3 月，財富管理產品規模達 8.2 萬億元人民幣，佔銀行存款的 8.4%。其中零售投資者買入相當數額的財富管理產品，然而他們卻難以評估產品發行人的信貸風險，價格定訂在訊息不足的情況下無法有效進行。金融中介機構欠缺效率，令資金不能以最低成本滿足市場需求。這個樽頸問題不但阻礙經濟增長，同時增加整體金融系統的風險。

為解決問題，中央政府已實行一系列改革。人民銀行提高存款利率上限至基準利率的 1.1 倍，較之前高 10 個百分點。同時下調貸款利率下限至基準利率的 0.7 倍，較之前低 20 個百分點。長遠而言，息差收窄將激發銀行減少向低風險客戶借貸，從而增加向中小企業貸款，以提高利息收入。與此同時，監管當局收緊對財富管理產品的規管，限制商業銀行對財富管理客戶資金投資非公開交易信用資產，同時阻隔財富管理業務對銀行的營運風險。

股票市場方面，改革措施包括提高財務報告的質素及上市公司申請的透明度、加強機構投資者的角色，以及改善上市公司退市機制。這些措施不會瞬間解決問題，但政府在改革金融業方面不遺餘力，是值得鼓舞的。

香港可擔當更重要角色

在促進內地金融改革方面，香港可在融資方面作出貢獻。香港的銀行業及股票市場一直是內地的集資中心。合格境外機構投資者計劃成為海外資金打入內地的管道。此外，離岸人民幣業務的發展，讓在港的人民幣資金有更多機會回流內地。隨着資本帳開放步伐加快，香港在緩解內地金融體系融資壓力方面可以作出更多貢獻。

面對加快服務業發展的迫切需要，中央政府可以考慮採取「兩條腿走路」的策略：持續推動本地市場改革，同時加大香港的參與度。香港是一個先進的服務型經濟，內地可以藉着引進香港產業運作的模式以加快本身服務業的發展。不過，這需要內地進一步向香港服務業開放市場。香港與中央政府已同意在 2015 年實現服務貿易自由化，未來的發展重點應放在如何讓計劃切實執行。