



經貿時事短評

2016年第二十一期(總第199期)

- 中國經濟達標政策轉趨審慎
- 內企債務槓桿高引多方關注
- 去產能見效內地價格指數升
- 特朗普當選增政策不確定性

1. 中國經濟達標政策轉趨審慎

10月底召開的中央政治局會議分析了當前內地的經濟形勢，提出堅持穩健的貨幣政策，在保持流動性合理充裕的同時，注重抑制資產泡沫和防範經濟金融風險。

短評

內地經濟在今年前三季度錄得6.7%的累計同比增速，加上10月份的官方和財新中國製造業PMI指數雙雙回升至51.2，顯示內地經濟逐步企穩，要達成全年6.5%-7%的預定增長目標已無太大懸念。尤其是內地的就業情況在此期間表現「亮眼」，前三季城鎮新增就業1,067萬人，提前一個季度完成了全年目標；9月份公佈的全國31個大城市的城鎮調查失業率更回落至5%以下，為2013年6月以來的最佳成績。正是基於內地經濟走穩所提供的「底氣」，近期中央宏觀經濟政策的重心亦出現微調的跡象，由穩增長轉向防風險，加大力度實施抑制房產泡沫、降低企業杠杆率等帶有緊縮傾向的措施。人民銀行在《2016年第3季度貨幣政策執行報告》中更罕見地多次提及資產泡沫，並首次表示要尋求「穩增長與防泡沫之間的平衡」。從另一個角度看，貨幣政策對內地實體經濟的傳導作用是否有效一直受到質疑，央行為應對經濟下滑而釋放的流動性往往有相當大比例流入了房地產、股票等資產市場以及投資效率低下的國有企業項目，並由此催生和助長了資產價格泡沫、地產庫存積壓、行業產能過剩以及企業債務高企等風險。這些經濟和金融的「脆弱性」環環相扣，更是涉及當前內地經濟整個體制的「軟肋」和隱患；因而中央實有必要從全盤考量來協調推進各項供給側的改革，並利用短期經濟企穩所營造的寶貴「時間窗口」，加緊處理經濟運行中各項錯綜繁雜的結構性難題，為經濟健康發展疏通「筋脈」。

2. 內企債務槓桿高引多方關注

IMF在對中國2016年度「第四條款磋商報告」中，重點談及中國企業的債務問題。

短評

國際貨幣基金組織在報告中以較大篇幅談及中國的企業債務風險以及與之相關的信貸規模膨脹、金融系統風險、資產價格泡沫以及資本外流等問題。從國際比較來看，目前中國的整體債務水準仍低於日本等「債台高築」的發達國家，尤其是在居民和政府部門的債務水準尚屬可控；但企業部門的債務率卻冠絕全球，其中國有企業的負債更是各方關注的焦點。根據國際清算銀行的數據，截至今年第一季，中國非金融部門的整體債務與國內生產總值的比例為254.9%，其中企業部門的槓桿率達169.1%；不僅如此，企業債務的上升速度驚人，在近五年飆升了43.5%。國家財政部的數據顯示，國有企業的負債佔企業部門總負債的比例約七成；可見，如何有效降低國有企業的槓桿率是控制中國企業債務風險的關鍵所在。IMF在報告中為中國政府開出了一劑治理的「藥方」，包括實施嚴格的政府預算約束、分類推動國企破產和重組併購、銀行主動確認和處理問題資產、放寬市場准入及改善資源配置等措施。這些改革建議在一定程度上已獲得中國政府認同，部分更已反映在最近內地政府出台的供給側結構性改革當中。但須指出的是，國企債務攀升除了與自身決策失當、項目回報率低下和管治不彰等有關，另一個特殊的原因是國企作為中國政府宏觀調控的重要一環，在某種意義上長期承

載著政府部門政策性經濟刺激的部分職責，屬於變相的政府加槓桿行為。看來，中國政府要真正實現國有企業去槓桿，除了要統籌兼顧、有序推進多方面的改革之外，更須摒棄過往那種以國家主導式投資來推動經濟增長的發展方式。

3. 去產能見效內地價格指數升

國家統計局公佈數據顯示，10月PPI錄得按年增長1.2%的佳績；而10月CPI亦按年上漲2.1%。

短評

PPI(工業生產者出廠價格指數)與CPI(居民消費價格指數)分別反映生產環節和消費環節的物價水平；物價的波動往往始於生產領域，再透過產業鏈向下游擴散，最後波及消費品。由於這種傳導效應，PPI與CPI的走勢理論上應該亦步亦趨；但近年內地的PPI與CPI卻出現「背道而馳」的現象。自2012年起，CPI保持平穩，徘徊在1.5%到4.5%之間；PPI則滑落到負數區域，更曾低見負5.95%，直至今今年以來跌幅才逐月收窄，並於9月結束了長達4年的負增長。近期PPI轉跌為升或與石油等大宗商品價格上漲有關；無獨有偶，中國官方製造業PMI下的細項「主要原材料購進價格」指數亦從今年1月的45.1%持續攀升至10月的62.6%。另一方面，不少分析指出，隨著「供給側」改革的推行，部分過剩產能得到緩解，有效推升了生產材料價格及工業企業利潤。若按行業看，10月煤炭開採和洗選業的出廠價格按年上漲15.4%，黑色金屬冶煉和壓延加工則上漲13.1%；幾個「領漲」的行業均被認為是「去產能」的重災區。PPI終於踏入正增長，在一定程度上增強了對CPI走勢的支撐，有助於紓緩市場對中國可能出現通縮風險的憂慮；但須看到，此次PPI回升的主因可能是「去產能效應」，未必是需求回暖所帶動。鑒於「去產能」是道阻且長的艱巨工程，內外市場的需求仍然疲弱，首10月以美元計的中國進出口總值仍按年下跌7.6%；加上過往內地CPI與PPI走勢經常呈現歧路分離，此次PPI的改善是否會透過傳導作用為內地的通貨膨脹「添油加火」，仍有待觀察。

4. 特朗普當選增政策不確定性

特朗普以289對218張選舉人票大勝希拉莉，當選美國新總統，引發環球金融市場震蕩。

短評

特朗普爆冷獲勝，環球金融市場特別是亞太區的股市出現強烈震蕩；港股亦未能倖免，恒指曾大挫951點。特朗普以「黑馬」姿態跑出，成為繼英國脫歐公投後又一「黑天鵝」；除了選舉結果出人意料之外，更是因為特朗普參選以來的言論、政綱乃至媒體披露的人物性格均給人予激進、非正統和難以捉摸的觀感，令市場擔心其當選後將引發美國甚至世界政經格局「大變天」。例如，特朗普在國際經濟政策上表現出貿易保護主義和反全球化傾向，揚言要退出TPP等自貿協定、把中國列入貨幣操縱國以及對中國和墨西哥的商品實施高關稅等。不過，甚具戲劇性的是，環球金融市場大多在選舉翌日迅速反彈；再次印證突發性事件一般只會對金融市場帶來短暫性衝擊，亦反映市場重歸於冷靜，開始更客觀地評估特朗普執政的潛在風險。事實上，特朗普的經濟政綱並非一無是處，其建議的大幅減稅、增加基建及擴大就業等的政策，若真能實施，將有利美國經濟增長；至於其「語出驚人」的對外經貿主張，可能亦不足為懼。一來現今環球各國的經濟密不可分，美國與主要經貿夥伴之間更是一種相互依存的關係，退回閉關鎖國的年代並不可行。例如，2015年中美雙邊貨物貿易額達5,981億美元，佔美國全部進出口額的15.7%；若對中國產品施以重稅，美國未必可在國內生產替代產品，更會引發物價上升和其他嚴重後果，危害經濟民生。二來美國的國家管治體系完善，總統的權力受到國會眾議院、參議院、聯儲局等的制衡；更何況在美國歷史上，總統競選時的口號和政綱與執政時的真實做法大相徑庭的例子比比皆是。當然，對特朗普政府日後的政策路向，還須「聽其言，觀其行」；這仍將是未來一段時間困擾環球經濟的一個不確定性因素。

以上資料由香港中華廠商聯合會秘書處編寫，內容僅供內部參考；如有任何查詢，請聯絡政策研究部。

電話：2542 8611；傳真：3421 1092；電郵：research@cma.org.hk