



中國經濟下行及結構性調整分析

高級經濟研究員王春新

近日財新製造業採購經理指數又創新低，工業企業利潤大幅下降，再次引發市場對中國經濟加快下滑的憂慮，國際機構紛紛調低今明兩年經濟預測，OECD把中國經濟放緩列為全球經濟面對的主要風險，IMF總裁拉加德警告印尼等新興市場應提防中國經濟放緩的溢出效應(Spillover Effect)，國際評級機構標準普爾甚至把中國銀行業經濟風險由穩定下調為負面。倘若情況沒有好轉，估計看空行動仍會陸續有來。

從源頭上看，中國經濟下行主要來自全球金融海嘯，迄今已連降兩個台階。金融海嘯發生後，由於外部需求急劇萎縮導致出口大跌，經濟增速從2007年的14.2%急降至2009年首季的6.1%，其後國家推出四萬億大規模刺激政策令經濟止跌回穩，但2008-2011年間平均GDP升幅只有9.6%，雖仍維持在高速增長區間，卻較2003-2007年由外貿高度繁榮帶動的超高速增長(期間GDP年均增幅高達11.6%)下了一個台階。

2012年歐債危機發生後，國際市場需求不足情況更為嚴峻，加上國內房地產市場開始進入調整期，使2012-2014年的經濟增速平均只有7.6%，即再下一個台階，正式步入新常態下的中高速增長區間。今年由於出口負增長和投資繼續下滑，上半年經濟增速又降至7%，第三季度的經濟表現似乎更弱，市場對今年能否保七留下諸多疑問。

儘管目前經濟下行壓力很大，但中國經濟基本面仍未改變，加上近期政府出台一系列穩增長的政策措施，可有效對沖經濟下行的風險，使未來經濟發展可維持相對穩定，以達致新常態下的第一大目標：保持中高速增長。

一. 消費穩定屬最大利好

決定經濟基本面的最大因素是消費，這也是穩增長的首要條件。一方面，中國最終消費開支一直較為穩定，2000-2014年分別拉動GDP增長3.6-5.6個百

分點，平均為 4.4 個百分點，是支撐經濟穩定發展的重要條件。今年上半年拉動 4.2 個百分點，雖略低於本世紀以來的平均值，仍比去年的 3.8 個百分點和前年的 3.9 個百分點為高，說明消費開支對經濟的拉動力非但沒有削弱，反而有所增強。另一方面，自 2011 年起消費就開始超過投資，一躍成為經濟增長的首要動力，上半年消費對 GDP 增長的貢獻率達到六成，創下 15 年以來的新高，鞏固了消費作為第一增長動力的地位，成為新常態下維持經濟中高速增長的基石。

那麼，未來消費增長能否持續呢？從當前實際情況看，答案似乎並不悲觀。具體表現：

一是近期市場零售情況仍保持較快增長，7-8 月份社會消費品零售總額分別上升 10.5% 和 10.8%，高於第二季度的 10.2%，扣除價格因素後也高出 0.2 個百分點，說明消費品市場的總體表現仍比預期為佳，預計未來仍可保持這一穩中有升的基本走勢。

二是雖然近期非製造業商務活動指數有所回落，但與居民消費相關的航空運輸、郵政、住宿、電信和互聯網等行業發展良好，商務活動指數明顯高於臨界點，表明居民服務消費在穩增長中的作用有所加強，股票市場危機對服務消費的影響並不大。

三是民眾收入和就業情況良好，上半年全國居民人均可支配收入同比實際增長 7.6%，持續高於 GDP 升幅，加上 31 個大城市城鎮失業率保持在 5.1% 左右，全國城鎮新增就業 718 萬人，超額完成政府目標，說明服務業吸納了大量就業人口，抵銷了製造業轉移轉型對勞動就業產生的影響，為個人消費維持快速增長提供了重要基礎。

二．穩增長短期靠投資

從需求角度看，投資貢獻率的大幅下降，才是當前經濟下行的真正“禍根”。據統計，上半年投資對 GDP 增長的貢獻率僅有 2.5 個百分點，低於去年的 3.6 個百分點，更比 2008-2011 年高峰期的平均拉動 5.6 個百分點，大幅減少逾三個百分點，這也是現今 GDP 增速下降至 7% 的主因。換句話說，短期內穩增長需要靠穩投資。

現在的問題是，未來投資能否擔當穩增長的重任？籠統回答恐難令人信服，從投資結構深入剖析方能看到端倪。實際上，由外貿出口和房地產市場下滑導致製造業和房地產投資增長急速放慢，是投資貢獻率銳減的“元兇”，因為今年首八個月與 2008-2011 年高峰期相比，製造業投資增速由 29.1% 大跌至 8.9%，佔全

部投資減速的 45.1%，影響 GDP 增速約 1.4 個百分點；房地產投資增速從 26.5% 降至只有 3.5%，佔全部投資減速的 38.4%；影響 GDP 增速約 1.2 個百分點。兩個合計，共佔全部投資減速的 83.5%，令 GDP 減速 2.6 個百分點。由於目前正處在前期刺激政策消化期和製造業結構調整的陣痛期，期望製造業投資很快好轉是不現實的，未來主要從如下三個方面去擴展投資空間，穩定和提升投資貢獻率：

一是基建投資規模可望進一步增大。1-8 月包括基礎設施投資（不含電力）和電力、熱力、燃氣及水供應業在內的全部基建投資同比勁增 18.1%，對投資增長的貢獻率達到 35%。其中基礎設施投資（不含電力）增長 18.4%，增速比前七個月有所加快，8 月份更勁升 19.4%，比上月加快 4.8 個百分點。尤其是鐵路投資擴張餘地較大，前八個月只完成投資 4061 億元，僅佔全年計劃總投資的一半左右，9-12 月投資額將達到 4000 億元左右，月均投資額將是前八個月的兩倍。如果鐵路投資能順利完成全年計劃，僅此一項就可使 9-12 月份的全部固定資產投資加速 0.68 個百分點，並直接拉高 GDP 增長 0.15 個百分點。與此同時，電力、熱力（供暖）、燃氣及水生產和供應業投資也正在加快，對減緩第二產業投資增長下滑可產生一定緩沖作用。

二是隨著住宅銷售面積和銷售額的反彈，加上深圳等一線城市住宅價格大幅回升，近期全國住宅投資增速有所加快，佔房地產開發投資比例提高到 67.3%。同時全國 8 月份房地產開發景氣指數也回升至 93.46 點，比上月提高 0.43 點。上半年內地投資下滑逾三成是由房地產投資急降引發的，住宅投資增速加快有利於減緩投資下行的壓力。

三是在經濟轉型提升階段，投資質量比數量更為重要。在本世紀初，直接計入 GDP 的固定資本形成總額與全國固定資產投資總額基本一致，但其後卻逐步下降，到 2010 年固定資本形成只佔固定資產投資總額的 73%，2013 年更進一步降至 60.3%，說明大量投資並未形成固定資本，造成嚴重浪費。未來隨著改革的深化，投資質量可望提升，這有助於提升投資貢獻率並促進經濟增長。倘若投資質量能有效提升，未來投資增速只要維持在 10% 左右，就能拉動 GDP 增長 2.5-3.0 個百分點。

當然，穩增長還要靠財政和金融政策的全力配合。當前正在不斷加碼的財政和貨幣政策，以及減少政府行政審批事項、實行負面清單管理、降低投資項目資本金等重要改革措施，也大多指向刺激投資方面。國務院去年底批准七大類基建項目，總投資逾十萬億元，近期又批出更多投資項目，使得 1-8 月施工項目計劃總投資、新開工項目計劃總投資以及固定資產投資到位資金增速均比上半年有所加快，使未來穩投資有了較好基礎。6 月國務院決定出台財政資金統籌使用十項措施，可盤活逾萬億財政資金，同時接連推出地方債務置換計劃，涉及到三萬億元

巨額債務，可減輕地方債務負擔，提升投資能力。同時，貨幣政策也會進一步加碼，不排除再次降準以提升流動性，加大支持投資和消費力度，對沖經濟下行的壓力。

綜上所述，雖然內地經濟下行的壓力較大，但經濟增長的基礎仍較穩固，大幅度滑落的風險不大。預計第三季度 GDP 增幅會略低於 7%，第四季度則可望回升至 7% 左右，全年仍有機會完成 7% 的增長目標。

三．結構優化提升增長動力

從長期看，穩增長需依靠結構調整和技術提升，以達到新常態下的第二大目標：結構邁向中高端。經過幾年的努力，目前經濟結構調整已初步見到一些成效，結構優化的增長動力正在顯現。具體而言：

一是第三產業已成為經濟主體和最大動力。近年來新型服務業正在加快崛起，互聯網、寬帶、雲計算、大數據、物流快遞等正在催生一個全新的服務空間，如網上零售在過去兩年連續高增長的基礎上，今年 1-8 月再急升 35.6%。包括資訊傳輸、軟件和資訊技術服務、租賃和商務服務等新型服務業在內的其他服務項目，在上半年快速增長 8.9%，對服務增長的貢獻達 37%，是服務業發展的最大動力。目前國家鼓勵創新創業的大多是這類服務業，未來發展空間還很大。

隨著新型服務的崛起，第三產業佔 GDP 比重不斷提升，2013 年第三產業佔比達到 46.1%，首次超過第二產業，成為經濟主體；今年上半年進一步提高到接近一半。同時服務業對經濟增長的貢獻也不斷增加，五年前尚不足四成，2013 年就超過第二產業而成為最大增長動力，去年對經濟增長的貢獻率首次超過五成，今年上半年進一步提高至接近六成，中國真正進入服務主導的新時代。

二是消費和投資結構調整取得突破。這一大突破既有消費長期維持穩定增長的因素，但更多是投資增速的大幅下滑的結果。儘管如此，消費取代投資成為主要增長動力，意味著中國經濟已進入消費拉動的新階段。對中國這一正處在結構轉型提升的新興經濟體來說，消費和投資對經濟增長的貢獻佔比維持在 60：40 左右較為合適。基於此，目前消費貢獻率達六成已大致調整到位，但最終消費佔 GDP 比重仍只有一半強，未來仍需進一步提升；而要讓最終消費佔 GDP 比重達到所期望的 60%，在保持消費貢獻率六成不變的情況下，也需要十五年努力才能成功。

三是製造業結構調整不斷加速。今年以來製造業結構調整進入關鍵階段，中低端製造業、尤其是“三高一低”（高耗能、高污染、高成本和低效益）行業生產普遍下滑，1-8 月鋼材、水泥、平板玻璃、煤炭、燒城等工業品產量下降 1.4%-

8.0%，8月份石油和天然氣開採、石油加工、黑色金屬冶煉和壓延加工、煤炭開採和洗選等行業的產品出廠價格大跌15.6-37.9%。與此同時，8月份高技術製造業生產卻勁增10.5%，比整體工業增速高4.4個百分點，其中醫藥製造、電子及通信設備製造、資訊化學製造等行業分別增長10.3-12.6%。當然，由於高技術製造業的佔比仍較小，其快速增長仍無扭轉製造業下滑的整體走勢。

四是一般貿易佔比提速加快。加工貿易在2013年就出現收縮，今年首八個月更大幅下降8.4%；附加值較高的一般貿易卻在過去兩年仍保持雙位數增長，今年以來雖跟隨外圍下滑，但也錄得2.8%的小幅增長，儘管它仍不能對沖加工貿易大跌的影響。一般貿易出口佔全部出口比重在今年1-8月升至54.3%，比去年大幅提高2.9個百分點，加工貿易出口佔比則進一步降至34.4%，比去年下降3.3個百分點，兩者提降速度都比過去幾年加快逾倍。按照這一速度，到2020年一般貿易出口佔比將提升至三分之二左右，加工貿易出口佔比則將降至兩成以內，中國貿易結構將回歸常態化；如果未來外貿出口能恢復正常增長，那麼，常態化的貿易結構將更加有利於經濟成長。

五是收入結構得到改善。一方面，上半年居民人均可支配收入實際增長7.6%，比GDP升幅高0.6個百分點，說明國民收入持續向居民傾斜，居民收入在國民收入中佔有更大的份額；另一方面，上半年農村居民人均可支配收入實際增長8.3%，也比城鎮居民的6.7%升幅為高，城鄉收入分配差距進一步縮小。收入分配的改善，有利於增強整體消費能力，最終將提升經濟增長水平。

綜上所述，雖然目前中國經濟下行的壓力甚大，但由於消費相當穩定，加上政府穩增長的措施將陸續有來，有助於對沖經濟下行的風險。要保持經濟中高速增長，短期靠增加投資，長期要靠結構優化和技術創新；由於結構調整本身就存在很強的增長動力，邁向中高端的經濟結構反過來可帶來中高速增長，從而使未來十年中國經濟保持6-7%的增速。可以預見，新常態下致力於“保持中高速、邁向中高端”的中國經濟，在可見的將來仍會是世界經濟增長的最大引擎。

主要經濟指標 (Key Economic Indicators)

一. 本地生產總值 GDP	2013	2014	2015/Q1	2015/Q2
總量 (億元) GDP(\$100 Million)	20,961	21,446	5,736	5,662
升幅 (%) Change(%)	2.9	2.3	2.4	2.8
二. 對外貿易 External Trade	2013	2014	2015/8	2015/1-8
外貿總值 (億元) Total trade(\$100 Million)				
港產品出口 Domestic exports	544	553	42	323
轉口 Re-exports	35,053	36,175	3,031	23,139
總出口 Total exports	35,597	36,728	3,073	23,462
進口 Total imports	40,607	42,190	3,323	26,420
貿易差額 Trade balance	-5,010	-5,463	-251	-2,958
年增長率 (%) YOY Growth(%)				
港產品出口 Domestic exports	-7.6	1.7	-21.3	-15
轉口 Re-exports	3.8	3.2	-5.9	-0.8
總出口 Total exports	3.6	3.2	-6.1	-1.0
進口 Imports	3.8	3.9	-7.4	-2.4
三. 消費物價 Consumer Price				
綜合消費物價升幅 (%) Change in Composite CPI(%)	4.3	4.4	2.4	3.4
四. 樓宇買賣 Sale & Purchase of Building Units				
合約宗數 (宗) No. of agreements	70,503	81,489	5,197	56,171
年升幅 (%) Change(%)	-29.9	15.6	-34.2	9.1
五. 勞動就業 Employment			2015/5-2015/7	2015/6-2015/8
失業人數 (萬人) Unemployed(ten thousands)	11.84	14.95	13.4	13.7
失業率 (%) Unemployment rate(%)	3.4	3.2	3.3	3.3
就業不足率 (%) Underemployment rate(%)	1.5	1.5	1.4	1.4
六. 零售市場 Retail Market			2015/8	2015/1-8
零售額升幅 (%) Change in value of total sales(%)	11.0	-0.2	-5.4	-2.2
零售量升幅 (%) Change in volume of total sales(%)	10.6	0.6	-0.2	1.5
七. 訪港遊客 Visitors			2015/8	2015/1-8
總人數 (萬人次) arrivals (ten thousands)	5,430	6,077	561	3,987
年升幅 (%) Change(%)	11.7	11.9	-6.6	-0.1
八. 金融市場 Financial Market			2015/7	2015/8
港幣匯價 (US\$100=HK\$)				
H. K. Dollar Exchange Rate (US\$100 = HK\$)	775.4	775.6	775.2	775.1
貨幣供應量升幅 (%) change in Money Supply(%)				
M1	9.7	13	11.2	17.6
M2	12.3	9.5	5.1	6.0
M3	12.4	9.6	5.0	5.9
存款升幅 (%) Change in deposits(%)				
總存款 Total deposits	10.6	9.7	7.0	8.2
港元存款 In HK\$	5.1	9.3	9.8	10.8
外幣存款 In foreign currency	16.2	10.1	4.3	5.7
放款升幅 (%) in loans & advances(%)				
總放款 Total loans & advances	16.0	12.7	6.9	6.4
當地放款 use in HK	13.8	12.1	3.2	4.0
海外放款 use outside HK	21.4	14.2	15.9	12.2
貿易有關放款 Trade financing	43.8	-1.4	-16.6	-16.9
最優惠貸款利率 (%) Best lending rate (%)	5.0000	5.0000	5.0000	5.0000
恆生指數 Hang Seng index	23,306	23,605	24,636	21,671