



中國投資增長減速的得與失

今年首 7 個月，內地固定資產投資增速放緩至 8.1%，較上半年放緩 0.9 個百分點，也是該統計自 1995 年有記錄以來最慢的年度首 7 個月的增幅。單月計算，則 7 月份固定資產投資的同比增幅更只得 3.9%。從利好角度而言，中國調整經濟增長結構，從投資向消費、從製造業向服務業轉型，都要求投資增長不能像以往一樣長年領跑消費乃至整體經濟增長。從利淡角度而言，由於投資依然是中國經濟的重要組成部份和增長動力來源，其放緩最終會影響經濟增長，另外民間固定資產投資的增長低至 2.1%，更是不應忽視的。

早至 2000 年當中國加入 WTO 之初，中國經濟實質增長 8.5%，居民消費、政府消費和固定資本形成各佔經濟的 47%、17%和 33%，經濟增長速度不俗之餘，居民消費的增長比投資為快，在經濟當中的佔比為高，本來是較為理想的經濟結構。之後，在全球化的浪潮下內地的投資增長開始顯著加速，從落後到領跑消費，既帶動了一輪更快的經濟增長，也促使消費和投資結構顯著變化，並帶來了產能過剩、高污染和高能耗等問題。至 2010 年即從金融海嘯中復甦首年，居民消費佔中國經濟的比重降至 36%（顯著低於發達國家一般三分之二的佔比），投資的比重則增至 45%，雙倍於全球平均水平。後在 2011 年至 2015 年期間，在調結構的努力下，GDP 當中的投資增長復又低於消費，它在中國經濟中的佔比溫和回落，對經濟增長的貢獻率也低於包括居民消費和政府消費在內的最終消費，惟 2015 年投資 43%的佔比仍高於居民消費的 38%，調結構仍然任重道遠。

在統計上，月度的固定資產投資與季度的開支法統計的 GDP 當中的固定資本形成其統計口徑是有所不同的，兩者最大的區別

戴道華
高級經濟研究員
Tel:28266187
michaeldai@bochk.com

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

在於固定資產投資包括土地購置費、舊建築物購置費和舊設備購置費，但固定資本形成則不包括這些費用。在內地土地成本不斷增加，土地費用佔投資比重不斷提高的情況下，兩者的差別也越趨明顯。到了 2015 年，固定資產投資總額達到 55.2 萬億元人民幣，而 GDP 當中的固定資本形成總額就只有 30.2 萬億元人民幣。但即便如此，月度的固定資產投資增長最新放緩至 8.1%，低於同期零售 10.3% 的增幅，就同樣顯示調整增長結構、從投資向消費驅動轉型是有成效的。

另外，從投資結構變化來看，從製造業向服務業轉型的結構調整也在持續並頗具成效。在今年首 7 個月固定資產投資整體增長 8.1% 的背後，第三產業投資增長 10.8%，顯著高於第二產業的 3.5%，其中高技術服務業、科教文衛等服務業投資仍以兩成左右高速增長，而六大高耗能行業投資增幅就只有 4.6%。這樣，第三產業投資佔整體投資的比重也增至 58%，顯著超過第二產業投資的 39%；第三產業增加值佔 GDP 的比重也增至 54%，高於第二產業的 39%；在增速更快、比重更大的情況下，第三產業對經濟增長的貢獻率達到 60%，也顯著高於第二產業。因此說中國經濟開始進入服務業而非製造業主導的發展階段並不為過。

不過，整體投資放緩背後民間投資乏力卻值得關注。在 2000 年時，中國經濟當中投資由國有和國有控股企業主導，民間固定資產投資到了 2006 年才趕過國有投資，之後不斷發展，到了 2015 年中佔整體固定資產投資近三分之二。進入 2016 年，其增長突然滑坡，增長率從 2015 年底的 10.1% 顯著放緩至 6.9%，到了 7 月份，其累計增長率更放緩至 2.1%，7 月份單月其實是錄得下跌的。國有投資增長同期卻從 10.9% 顯著加速至 21.8%。這樣，民間投資的佔比較一年前高峰期下降了 4 個百分點至 61.4%。由於民間投資仍然是中國固定資產投資當中最重要組成部份，其增長失速就會拖慢整體投資乃至經濟增長。

究其原因，一是在中國經濟從製造業向服務業轉型、服務業投資佔主導的大環境下，民間投資的轉型沒有跟上。目前它於第二產業的投資仍佔多數（50%，高於其第三產業投資 46% 的佔比），增長也仍快於第三產業投資（2.2% 比 0.9%），受出口市場復甦乏力、PPI 仍未止跌、工業企業利潤受壓、產能過剩等影響，有關的投資回報不佳，遂抑制了投資意願。另外，民間投資主要靠自籌資金，與國有投資相比，其融資難和融資貴的問題更加突出，也

不利於追加投資。

二是民間投資進入服務業的門檻不低。目前，中國服務業整體處於上升週期，其經營情況較佳，上市公司盈利情況較好的服務業包括衛生和社會工作、水利、環境和公共設施管理業、文化、體育和娛樂業等，而這些有公共服務性質的服務業本來就是國有投資的主營行業，其投資額數倍於民間投資。加上財政政策刺激進一步帶動有關的國有投資，民間投資與之相比就處於競爭劣勢，準入的難度高，從而影響其增長。

還有一個原因可能是技術性的。從民間投資的具體分類來看，集體企業、股份合作企業、聯營企業和其他企業在 2015 年底的投資分別增長 1.7%、-10.6%、3.3%和 23.8%，但自今年 1 月份起便大幅逆轉，至 7 月份時逆轉為-41.3%、-49.4%、-39.9%和 -26.6%，這有可能是統計上對企業分類進行了調整、令原來的民間投資歸入國有投資所致。2015 年一個工作重點是地方融資平臺整理和地方政府債務重組，或會令有關統計出現上述變化。果真如此的話，其實不能消除民間投資存在的隱憂，因為民間投資可能在更早之前就已經陷入困境。據此，國務院下達的關於進一步做好民間投資有關工作的通知是有的放矢的。

近期報告

- | | | | |
|-----|------------------------------|-------------|-------|
| 1. | 香港財資中心機遇下，銀行業發展大有空間 | 劉逸飛 | 08.17 |
| 2. | 深港通提升兩地市場互聯互通並為香港國際金融中心注入新動力 | 鄂志寰、蘇傑 | 08.17 |
| 3. | 匯率貶值下人民幣國際化重新上路 | 戴道華 | 08.17 |
| 4. | 二季度香港經濟勝預期 | 蔡永雄 | 08.12 |
| 5. | 中資企業境外發債重拾動力 | 羅羽庭 | 08.08 |
| 6. | 香港保險業將迎來 InsurTech 新時代 | 何國樑 | 08.08 |
| 7. | 匯豐香港中期業績倒退 | 劉逸飛、黃靜萍、羅羽庭 | 08.05 |
| 8. | 英倫銀行放寬貨幣政策應對經濟下滑壓力 | 鄂志寰、蔡永雄 | 08.05 |
| 9. | 香港交易銀行業務前途無限 | 王鎮強、劉逸飛 | 07.28 |
| 10. | 英國脫歐後其歐元結算會否被收回？ | 戴道華 | 07.27 |
| 11. | 迎難而上，香港創新科技路在腳下 | 蘇杰 | 07.26 |
| 12. | 香港首次集資活動動力猶存 | 蘇杰 | 07.26 |
| 13. | 香港資產管理業務發展前景仍然樂觀 | 李明揚、譚愛璋 | 07.25 |
| 14. | 香港電子支付市場蛻變中迎來新景象 | 關振球 | 07.25 |
| 15. | 人民幣資產熱漸起境外機構增持人民幣債券 | 張朝陽、應堅 | 07.21 |
| 16. | 脫歐公投後香港住宅樓市走勢再評估 | 蔡永雄 | 07.20 |
| 17. | 上半年內地經濟增長亮點凸顯，下半年仍有壓力 | 鄂志寰、王春新 | 07.15 |
| 18. | IFFO 有望助力香港打造亞太區基建投融资中心 | 黃金嬋 | 07.13 |
| 19. | 預計二季度內地經濟保持平穩增長 | 鄂志寰、卓亮 | 07.12 |
| 20. | CIPS 系統為香港人民幣業務發展增加動力 | 張朝陽、孔玲 | 07.11 |