



中國經濟增長模式的改變與去槓桿

今年 5 月，Moody's 把中國本外幣主權評級從 Aa3 調降至 A1 時，其聲明指出降級主要基於中國經濟整體債務持續上升及其風險的考慮。至 9 月份，S&P 則把中國主權評級從 AA-/A-1+ 調降至 A+/A-1，其主要依據為中國持續強勁的信貸增長及其風險。這兩家評級機構的評級決定都出自對中國經濟高槓桿問題的憂慮。對此，中央政府亦早已提出金融去槓桿的目標，並在今年取得進展，通過對銀行表外理財/表外同業業務等加強監管、並持續治理地方政府債務問題等推動金融業乃至非金融業去槓桿。目前，M2 連續三個月同比增長低於 10.0%，8 月份的增幅 9.1% 更是創下新低，M2 相對於 GDP 的比率也停止攀升（6 月份時為 209%，在 G20 當中僅次於日本的 251%）。除了監管措施以外，中國經濟增長模式的持續轉型相信在中長期也會有助去槓桿。

根據 BIS 關於全球 44 個主要經濟體（包括歐元區）的非金融領域借貸統計，中國經濟的整體槓桿率（指包括銀行貸款和債券等在內的總信貸相當於 GDP 的比率）截至 2017 年第 1 季時為 258%，該比率在 44 個經濟體當中居於中游略前的位置，略高於整體和 G20 平均的 238% 和 240%，略低於發達經濟體平均的 268%，但就顯著高於新興市場平均的 189%。具體到政府、家庭和非金融企業，則中國經濟的槓桿問題集中於非金融企業，其槓桿率為 165%，顯著高於整體、G20、發達經濟體和新興市場平均的 94%、93%、87% 和 104%。

中國非金融企業高槓桿的形成主要源自中國經濟的高儲蓄率，經濟增長以往長期由投資驅動，以及銀行體系主導的融資結構。目前，中國的家庭儲蓄率仍然超過可支配收入的三成，中國經濟對內是淨儲蓄，對外是淨債權，高儲蓄仍能支持高投資。另外，中國是銀行體系主導的經濟體，其 M2 在今年 8 月份時為 165 萬億

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



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

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。

元人民幣，為全球之最（同期全球最大經濟體美國的 M2 規模為 13.6 萬億美元），相當於 GDP 的 209%。在 2016 年底，中國銀行業總資產達到相當於 GDP 的 310% 的規模，遠超股市和債市相當於 GDP 的 65% 和 84% 的比率。歐洲的發達經濟體多數也是銀行業主導，惟其股市和債市亦相當發達，例如英國和德國，其銀行業總資產分別相當於 GDP 的 334% 和 249%，惟其股市/債市也分別達到 GDP 的 132%/227% 和 50% 和 100% 的水平，尤其是股市，可有效分擔債務性融資的重擔，有利控制槓桿。

近年來，中國經濟的增長模式逐漸從投資驅動向消費驅動轉型，當轉型達到一定階段，經濟增長對投資的依賴顯著降低，一來非金融企業的投資與借貸壓力會遞減，達到非金融企業去槓桿的目標，二來中國家庭的高儲蓄率可為消費驅動型增長提供資金，無需大幅增加家庭的槓桿率，那麼中國經濟整體的槓桿率便可受控並穩中趨降。

經濟增長從投資驅動向消費驅動轉型有雙重意思，一是指消費貢獻最主要的增長動力，二是指消費佔整體經濟最大的比重。對於前者，目前中國經濟轉型相信離達標不遠，至於後者則仍需更多努力。

在 2016 年，包括私人消費開支和政府消費開支在內的最終消費貢獻了 65% 的經濟增長動力（即 6.7% 的實質 GDP 裏面有 4.3 個百分點來自最終消費），超過投資 42% 的貢獻率，並創下自 2001 年以來的貢獻率新高。但如前所述，最終消費其實是包括私人消費開支和政府消費開支，對於發達和成熟經濟體而言，消費驅動一般是指經濟增長主要由私人消費開支驅動，政府消費開支則分開統計。國家統計局有公佈以當時價格計算的開支法 GDP，但就沒有公佈詳細的以固定價格計算的開支法 GDP，故 2016 年最終消費貢獻的 65% 的經濟增長動力有多少來自私人消費開支就仍需自行估算。根據名義 GDP 統計，最終消費裏面有近四分之三為私人消費開支（73%），另有逾四分之一為政府消費開支，而政府消費開支的增長就略快於私人消費開支（11.7 對 10.0%），以此推算，2016 年中國經濟 6.7% 的實質增長裏面有約 47% 來自私人消費開支，接近一半的水平，因此說離達標不遠。

各個開支成分對經濟增長的貢獻度取決於兩個變量，一是其本身的增長率，而是其佔整體經濟的比重。在 2016 年，中國私人

消費開支的名義增幅(10.0%)連續第6年超過資本形成總額(5.4%)，但若以規模而言，則投資仍佔整體經濟的42.7%，超過私人消費開支的39.2%，在該領域轉型的空間仍大。對於發達和成熟經濟體，無一不以私人消費開支為主，大至美國和日本經濟，其私人消費開支分別佔其整體經濟的69%和57%，小至香港經濟，其私人消費開支亦佔整體經濟的66%。值得指出的是在美國、日本和香港經濟裏面，投資的佔比分別為17%、5%和22%，均顯著低於中國經濟的42.7%，尤其是日本，體現了投資回報低造成的惡性循環。另政府消費開支各佔美國、日本和香港經濟17%、20%和10%（中國經濟當中的政府消費開支佔比則為14%），顯示香港是典型的小政府市場經濟。

展望未來，只要中國經濟當中的私人消費開支繼續以比投資更快的速度增長，假以時日，就可以佔整體經濟過半的比重，而且貢獻最多的經濟增長動力。不過，代價是發達經濟體的歷史都顯示消費驅動的經濟增長率要較投資驅動為慢。此外，發達經濟體的經驗是即使在消費驅動之下，高槓桿的情況可以繼續存在。美國經濟的整體槓桿率為251%，較中國經濟的258%略低，中國的高槓桿問題集中在非金融領域，美國則集中在政府領域，其槓桿率相當於GDP的99%（公認的安全綫為60%）。另外美國家庭儲蓄率低，消費驅動的結果必然是美國家庭的槓桿率要高於中國家庭（79%對46%）。日本的情況有所不同，其整體經濟的槓桿率高達373%，由高負債的日本政府213%的槓桿率引領，而日本家庭的槓桿率則為58%。據此，在GDP增長率放緩之下，中國要達到去槓桿的目標，關鍵還要嚴格控制債務和信貸的增長速度。

近期報告

- | | | |
|----------------------------|-----|-------|
| 1. 國務院重提定向降準 貨幣政策彈性增加 | 劉雅莹 | 09.29 |
| 2. 獨角獸市場中美稱雄, 香港角色亟待彰顯 | 蘇傑 | 09.27 |
| 3. 縮表過後, 4大貨幣短線走勢分析 | 何國文 | 09.22 |
| 4. 縮表擔大旗 加息難急進 | 卓亮 | 09.21 |
| 5. 美國聯儲局縮表對港元息率和樓市的影響 | 蔡永雄 | 09.21 |
| 6. 環球去現金化經驗對香港的啟示 | 張文晶 | 09.18 |
| 7. 多重因素提升境外機構對人民幣債券熱情 | 劉雅莹 | 09.15 |
| 8. 從統計看香港的國際投資回報 | 戴道華 | 09.15 |
| 9. 人民幣匯率走勢將以穩中偏強為主基調 | 應堅 | 09.13 |
| 10. 長息低企對美國貨幣政策的啟示 | 卓亮 | 09.13 |
| 11. 美國收緊貨幣政策對東盟主要債券市場的影響 | 黃思華 | 09.08 |
| 12. 承前啟後, 金磚合作邁向下一個“黃金十年” | 蘇傑 | 09.06 |
| 13. 人行新規接連出臺 同業存單屬性進一步明確 | 劉雅莹 | 09.01 |
| 14. 新股通一為兩地資本市場聯通升級 | 孔玲 | 08.31 |
| 15. 從細節看美國貨幣政策正常化的執行 | 戴道華 | 08.31 |
| 16. 美國加息週期會否導致亞洲新興市場另一場危機? | 戴道華 | 08.29 |
| 17. 數字貨幣融資方興未艾, 機遇與風險並存 | 蘇傑 | 08.29 |
| 18. 有效控制「一帶一路」倡議推進中的地緣政治風險 | 柳洪 | 08.24 |
| 19. 混改去產能重組並進, 內地國企改革砥礪前行 | 蘇傑 | 08.24 |
| 20. 印尼次季增長穩定 央行短期無需減息 | 黃思華 | 08.14 |