

香港信報

專家之言【解牛集】

2016年3月1日刊登

市場動盪中的中國因素

黎麟祥

香港科技大學商學院經濟系教授

前美國達拉斯聯邦儲備銀行高級經濟學家及顧問

最近國際金融市場大幅波動，內地 A 股急遽下跌，而港市、美市和其他地區的股市亦受波及。內地股市和香港股市大瀉，也許可以解釋為內地股市的高度投機性。但全球市場動盪，尤其是美國市場的動盪，似乎不並不反映基本經濟因素，故筆者認為是心理因素的作祟大於基本因素。那為什麼全球股市會出現這種像驚弓之鳥那般脆弱的心理呢？

深入觀察，目前全球經濟狀況，雖然並非理想，但也遠不如 2008-2009 金融海嘯時那麼差。中國經濟增長率去年第四季度 GDP 增長 6.8%，全年 GDP 增長為 6.9%，雖然是 1990 年以來年度 GDP 首次跌破 7%，但仍然非常接近 7% 水平，是全世界增長最快的國家之一，即若未來一年有可能跌至 6% 甚至 5.5% 的水平，仍然是支撐全球增長的重要動力，因它是全世界第二大經濟體。

金融市場反應過敏

另一方面，美國經濟正不斷復甦，失業率已到達反映出『完全就業』的水平，其它宏觀指標也顯示經濟向好，所以中美這兩個帶動世界經濟增長的「火車頭」合起來的表現並非很惡劣。那為什麼有年初的美國股票大跌呢？筆者認為是美國市場是反應過敏，是心理因素作祟。那麼，這種焦慮心理又從何而來呢？綜觀目前全球形勢，筆者認為中國經濟的不明朗是一個重要的因素。

坦白說，對不少外國人來說，對中國經濟發展的真實情況，往往是一知半解，模糊不清的。由於中國對外的透明度不高，當中國經濟蓬勃時，他們就以為中國決策者神通廣大，化腐朽為神奇。但一旦中國經濟下滑，他們就走到另一個極端，往最壞處想。由於資料不足，對於壞消息，如地方政府債台高築，是否走到「財政懸崖」邊緣、甚至中央政府負債實際多少，或者銀行隱藏巨額壞賬是多少等等，也往最壞處想。由於憂慮中國經

濟的下行形勢不知伊於胡底，令市場產生悲觀情緒。

中美經濟好壞「輪流轉」

無可否認，過去幾年，即自從 2008 年爆發的金融海嘯後，繼後所出現的全球經濟下行之勢，中國經濟增長支撐功不可沒。但現今美國經濟復甦，卻輪到中國經濟下行，是不幸的事。因為目前的全球經濟發展，實在需要中美兩個經濟體都發展蓬勃，並行前進，才能夠有力承托全球的快速全面復甦，否則一些經濟體的復甦會比較慢。

誠然，投資市場的虛弱心理因素，除了來自中國經濟下行的深度外界不知有多大之外，還包括一些政治和社會因素。如美國今年的大選問題，究竟奪得總統寶座的是共和黨還是民主黨參選人，有很大的政治不確定性；歐洲的難民潮、伊斯蘭國將發動什麼恐怖襲擊，這種種不確定性使市場虛怯心理蔓延，情緒陷於悲觀。大家欠缺信心，這個心理因素令跌市更容易出現惡性循環，以致金融市場走勢一浪低於一浪。

那麼，來年全球經濟應如何展望呢？

有一些理論指出，雖然第一大國美國的經濟基本因素或基調尚好，然而心理因素亦足以左右實體經濟發展，從而拖累美國經濟增長。因此，若美國商界對發展前景悲觀，普遍看淡，則今年連美國這個全球經濟唯一亮點也會增長緩慢，從而拖累其它地區。那麼，一些脆弱的經濟體如歐元區和日本，真的不排除出現雙底衰退的可能。

上月下旬，國際貨幣基金組織（IMF）更新去年 10 月發布的《世界經濟展望》（World Economic Outlook），再度下調全球經濟預期。IMF 預計，2016 年世界經濟增長率為 3.4%，2017 年增長率為 3.6%，數據較去年 10 月時的預期均下調了 0.2%。過去一年內，IMF 已三度下調全球經濟預期，情況較為罕見，可見全球經濟增長放緩的趨勢。

2008 年金融海嘯餘波未了

事實上，目前全球經濟與金融市場的「亂局」，可以說是 2008 年金融海嘯的餘波。為什麼會餘波未了？筆者回想起來，金融海嘯後，美國經濟出現八十年來最大衰退。這場金融災難，令美國吸取了教訓，積極完善金融市場的監管工作，包括進行令市場運行秩序能夠更加穩定，包括重整金融秩序的《多德-弗蘭克法案》（Dodd-Frank Act）〔《多德-弗蘭克法案》全稱《多德-弗蘭克華爾街改革和消費者保護法》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act）〕。如今，美國金融市場的監管和操作已相當周密和穩定，不虞重蹈金融海嘯的覆轍。過去幾周，美股跌勢相當凌厲，但市場運行穩定，即可見其一斑。

在金融海嘯時，全球經濟不振，中國當然也難獨善其身，因而中國政府投入四萬億元投資刺激內部經濟，保持 9% 以上增長，使全球經濟得到有力的支撐，並且逐步走出危機，包括美國也在喘定之中，經濟慢慢恢復元氣。

但中國的四萬億元人民幣的財政刺激，造成如今內部產能過剩的後遺症，更拖慢經濟結構性改革。現在，靠投資拉動經濟增長走到了盡頭，而增長率也不能保持了。反觀美國，如今經濟開始穩定增長，可謂「世界輪流轉」。事實上，美國是現今全球經濟的唯一亮點。但如今缺少了中國這個第二大經濟體的幫助，單靠美國，實難支撐全球快速的復甦。若美國的增長因悲觀情緒影響而下滑，則全球經濟相信也難以在來年有好景。

中國可考慮的四大措施

但目前全球經濟下行風險來源，中國的不明朗因素至為重要。筆者認為，中國政府可以作出一些措施，去緩和市場的悲觀情緒，並恢復外界對中國經濟發展的信心。

第一，要維持人民幣的幣值穩定，不要讓人民幣大幅貶值。事實上，人民幣貶值對刺激中國經濟也沒有太大的好處。透過人民幣來刺激淨出口不會很有效。因為中國的出口也需要大量中間產品的進口，而貶值只會增加生產商進口中間產品的成本，不利出口。

第二，政策加強對外的透明度，包括加強匯率和貨幣政策的透明度，讓外界知悉中國的政策意圖和未來發展的方向，減少不必要的負面猜測和突如其來的震撼。去年 8 月中旬，人民銀行出人意料地宣佈下調人民幣兌美元的中間報價，一次過把人民幣貶值近 2%，引起國際市場震動，人民幣離岸市場大幅波動，種種猜測與傳聞四起，令人民幣跌勢加劇、幣資金加速外流，這就是一個政策對外缺乏有效溝通與透明的例子。因此，中國必須加強與海外的有效溝通，提高政策的透明度，清楚闡釋政策的意圖，讓外界一定程度掌握政策的未來發展方向。

財政刺激勝貨幣刺激

第三，形勢發展到這個地步，中國經濟似乎更需要有財政政策的刺激，單靠貨幣政策恐怕無濟於事。誠然，我們觀察中國政府的財政狀況，可以從兩國層面來看，一是中央政府財政和地方政府財政。雖然地方政府已債台高築，但中央政府的財政狀況仍然有實力進行凱恩斯主義式的財政刺激。

據李揚、張曉晶及常欣等學者的統計(見《中國國家資產負債表 2015》一書，中國社會科學出版社，2015 年 7 月，頁 6, 總報告)的資料，2014 年中國主權資產總計 223.7 萬億元(人民幣·下同)，主權負債 124.1 萬億元，資產淨值為 103.2 萬億元。無論從寬口

徑或窄口徑匡算，中國主權資產淨額均為正，意味中國政府有足夠的主權資產來覆蓋其主權負債，反映在較長時期內，中國發生主權債務危機的機會不大。因此，中央政府有進行凱恩斯主義方式的財政政策的底子。例如在教育、醫療保健、科研、創新等領域進行投資，相信有助刺激中國經濟增長。

再者，財政政策會令匯率上升，有利匯率穩定，與貨幣政策的效果相反。

第四，在結構性改革方面，筆者認為，中國經濟走到目前形勢，結構性改革已走到非加速進行不可的地步。由於中國的生產資源，包括資金、鋼鐵、鐵路、通訊等，均為國營大企業所壟斷經營，不利市場競爭，而缺乏市場競爭，往往無法釋放出民間以至整體社會的潛力。因此，國企改革和金融市場改革如今已到了很急切的地步。若中國政府始終舉棋不定，恐怕錯失良機。當前，中國政府也許需要以改革的行動來恢復世界對其發展的信心。

美國方面，料美聯儲對加息都會抱審慎態度。目前聯邦基金利率為 0.375% 水平。下次議息會議，很可能不會加息。而直到年底，加息幅度估計多不會超逾 0.625% 水平。