

國家簡報

number **06**

星展銀行洞悉亞洲
星展銀行集團研究部 · 2015年4月

中國 新常態的面貌



中國

新常態的面貌

梁兆基
高級經濟師
星展銀行集團研究部
chrisleung@dbs.com

盧明俐
經濟師
星展銀行集團研究部
lilylo@dbs.com

製作：
洞悉亞洲辦公室
星展銀行集團研究部
asianinsights@dbs.com

05 簡介

06 宏觀經濟管理

重新校準貨幣政策

加快財政改革

靈活匯率管理機制

12 社會經濟微觀管理

包容性城市化政策

14 制度改革

恢復信心

16 外交政策

獲取信任、提高影響力

17 總結



簡介

中國在過去超過三十年的經濟迅速增長，成功的關鍵是訂立遠大的目標，並竭力盡快實現。過往的目標是不惜以任何成本，務求推動增長，但現在中國領導人則以「新常態」替代。

「新常態」是指經濟平衡和全方位發展，追求「質」的提升，不惜有「量」的減少，要有增長的同時，亦更重視道德、平等、公義和社會和諧。這些巨變促使中國全面檢討其政策和背後的管理思維。中國境內外的投資者和企業必須明白不少過往的模式已經或快將結束。

自習近平主席兩年多前上任後，已經開始推行重大改革，為蛻變揭開序幕，其中包括放開主要資源能源的價格、推行自由貿易區的試點、修改財政預算法、允許地方政府有條件地發行債券、改革戶籍制度、發展部分國有企業的混合所有制、鞏固法律的基礎、甚至放寬一孩政策。

到目前為止，當局推行改革均是小心翼翼、小步執行，對於中國正改變發展模式，此舉是合理的。此外，雖然外圍局勢極為不穩定，以及國內經濟放緩，但中國改革並無涉及系統性風險，這有利中國的宏觀經濟管理步向良好的方向發展。

考慮到全國人大今年通過的政策，我們將研究四個關鍵領域的變化：

- ✘ 宏觀經濟管理
- ✘ 社會微觀經濟管理
- ✘ 制度改革
- ✘ 外交政策

本報告的目的是解釋在「新常態」不少深入和基本政策的轉變，並概述隨著中國經濟成熟，商業經營和投資方面可能會出現的新方向。 ✘

宏觀經濟管理 重新校準貨幣政策

總理李克強在3月向第12屆全國人大宣布，中國GDP增長目標已經下調至約7%，低於去年約7.5%（圖1）。他此舉明顯指出政府推進結構改革時，願意接納經濟增長放緩。

圖 1：主要宏觀經濟目標

	2015	2014
實際 GDP 增長	約 7%	約 7.5%
CPI	約 3%	約 3.5%
M2 增長	約 12%	約 13%
進出口總量增長	約 6%	約 7.5%
固定資產投資增長	15%	17.50%
零售增長	13%	14.50%
註冊城鎮失業率	不超過 4.5%	不超過 4.6%
財政赤字佔 GDP 百分比	2.3%	2.1%

資料來源：政府工作報告 / 星展集團研究部

通脹目標也由2014年約3.5%下調至約3%。考慮到滯脹的力量增強，今年通脹率預計不會超過1.8%，傳統的觀點認為將有巨大的空間推行更多的貨幣刺激措施。儘管如此，雖然內需放緩，但政府也強調推行「審慎貨幣政策」的重要性。目前貨幣政策的目的不是為了部署V形反彈，而是實現合理的經濟增長幅度，這與中國過去的宏觀經濟管理理念截然不同。

當局處理過度信貸推動增長與所產生債務的問題，所使用的新方法亦與過往大相逕庭。全球金融危機留下的問題是中國地方政府債務龐大、產能過剩和房地產出現泡沫，2014年中國的總債務佔GDP的比重接近250%。北京政府面對當前問題，選擇不以一貫政策應對，而是引入新的宏觀審慎管理措施。

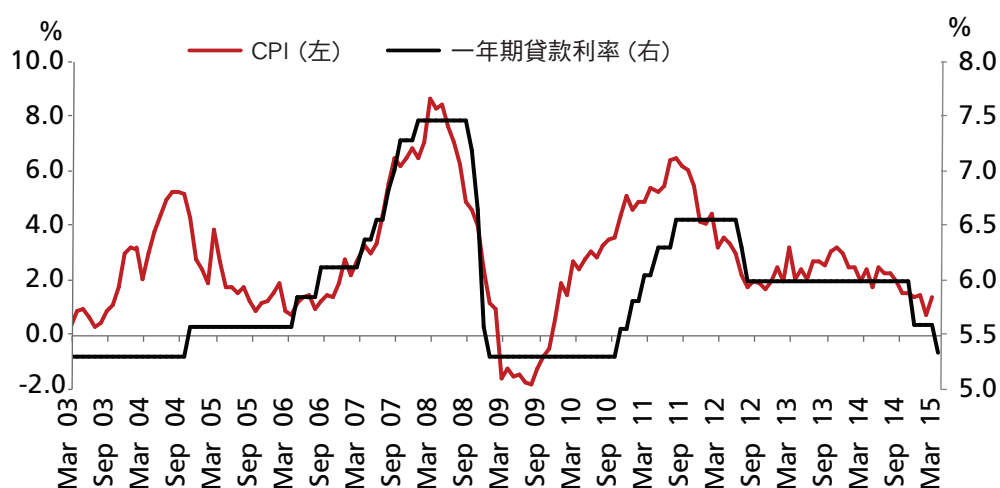
目前貨幣政策的目的不是為了
部署 V 形反彈，而是實現合理
的經濟增長幅度。

自2012年來，中國GDP增長就降至8%以下，2014年為7.4%，可是寬鬆的貨幣政策仍然被限制。中央銀行短期運用公開市場操作、常設借貸便利以及中期借貸便利，抵消了暫時的流動性緊縮。同時，央行還降低了銀行的存款儲備金率（RRR）共150個基點。除此之外，央行降息與提高存款利率上限政策同步進行，進一步加速了利率的市場自由化。我們預期存款利率上限將在今年內全面取消。

這種取向與以往明顯不同。九十年代時期，GDP同比增長由96年第四季度的9.7%下降至97年第三季度的8.0%，基準貸款和存款利率分別下降144和180個基點。1998年3月，GDP增長降至7.2%，中國人民銀行立即將存款儲備金率由13%下調至8%。相比之下，目前的貨幣政策並不寬鬆——2015年4月存款儲備金率下降100個基點後，仍保持在18.5%的高水平。

另一個重大轉變是中國人民銀行應會更加著重房地產價格的變動，多於關注居民消費者價格指數（CPI）的變化。過去，一旦CPI大幅下跌，人民銀行一般會削減利率（圖2）。因此，過去基準貸款利率與CPI之間的變化息息相關，最值得注意的是在2008年，CPI由該年1月份的7.1%急劇下挫至12月份的1.2%，四個月內，人民銀行將利率由7.47%下調至5.31%，累計跌幅為216個基點。

圖 2：過去十年的貨幣政策



資料來源：CEIC / 星展集團研究部

雖然利率的制定在很大程度上取決於通脹形勢，我們仍有理由相信未來政府會更加重視房地產價格。由於房地產行業價值約佔中國GDP的25%，中國諸多債務與房地產掛鉤，因此房地產行業發展放緩將會對整個經濟形勢構成威脅。而現實情況是，自2014年5月以來，中國樓市價格已經持續逐月下降，這也許是造成11月14日和2月5日央行降息的原因。鑑於房地產價格在全國範圍內勢頭持續放緩，預計未來幾個月內還會有一次降息。

中國人民銀行行長周小川在三月份全國人民代表大會上指出2015年中國將可能實現存款利率自由化，以目前形勢，該預言極有可能成為現實。如果實現了存款利率自由化，銀行之間的競爭可能會抬高存款利率。央行可能希望降低資金成本以協助企業發展。不過，在這種情況下，銀行將面臨風險溢價上升，以及融資成本增長，而使貸款實際利率升高。此外，銀行會變得更加審慎，銀行風險意識提高初時會為借款人帶來不便，但長遠來說審慎管理有助提升資產質素。可以說，長期利益會抵銷短期不便。綜合以上因素，中國將2015年的經濟增長目標下調至7%並不出奇。中國所秉承的理念就是在改革中實現經濟的溫和增長，而不是要大幅度刺激經濟。

中國所秉承的理念就是在
改革中實現經濟的溫和增長，
而不是要大幅度刺激經濟。

加快財政改革

中國地方政府必須有足夠的財力才能有效落實財政政策，然而，大多數地方政府負債纍纍，而且增加收入的自主權有限。在二十年前建立的分稅制下，國家收入由中央政府與地方政府大致平均分配。然而，地方政府需要承擔近八成的公共開支（圖3A和3B）。

地方政府為了彌補資金缺口，唯有依賴中央轉移支付及土地收入，後者往往導致不公平的土地徵用和過度投資房地產的情況。同時，不少地方政府透過地方政府融資平台（LGFV）而債台高築，此情況對中國整體經濟的潛在影響備受關注。

中央政府已經意識到進行改革的迫切需要，尤其是在經濟正在放緩的時候。故此，中央政府努力為地方政府融資引入可持續的新資金來源。2014年中旬，中國財政部在北京、上海、廣東等10個地方政府推行試點項目，批准發行地方政府債券。過去，地方政府被禁止以這種方式直接募集資金，因此，它們通過地方政府融資平台借款或發行債券以避開相關規定。

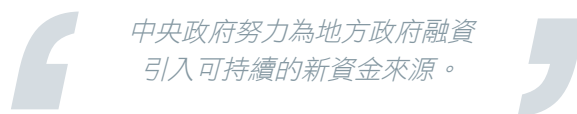


圖 3A：2010-2014 年全國財政收入的平均所佔比例

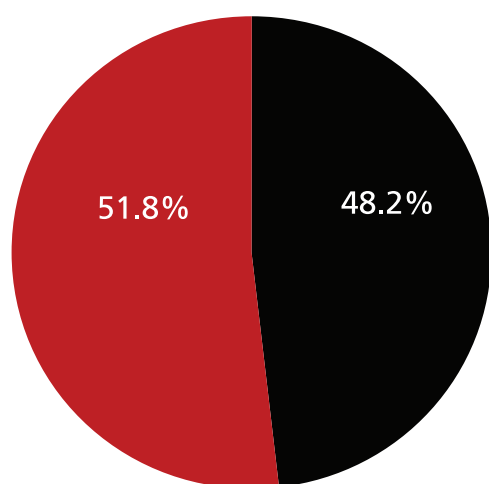
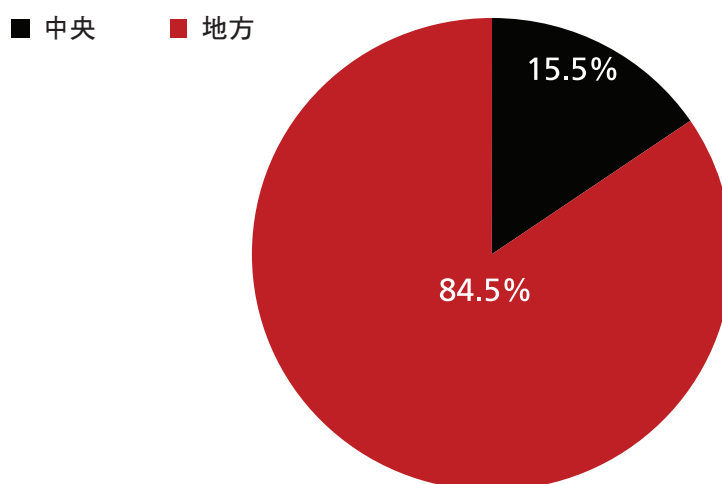


圖 3B：2010-2014 年全國財政支出的平均所佔比例



資料來源：CEIC / 星展集團研究部

為了幫助落實新的債券發行計劃，地方政府的財政預算信息需要更為透明。除保密信息外，所有中央和地方政府機關必須向公眾披露財政預算和財務賬目。此舉的目的是鼓勵官員善用公帑，因此，財政預算透明度和財政自主權/責任有密切的關係。

中央政府還承諾為地方政府找尋最佳的長遠收入分配方法，這可能包括允許地方政府自行徵收地方稅，或提高地方政府可分配到的共享稅。由於這兩個方案均意味著中央下放財政權力予地方政府，故不會在一夜之間實現。

此外，中央政府正採取果斷措施，務求使地方政府的債務問題受控。財政部在3月允許地方政府將高達人民幣1萬億元的高收益債務（總額為人民幣17.9萬億元），轉換為較低收益的地方政府債券，以減少地方政府的利息負擔，並減輕信用風險。貨幣過度寬鬆和缺乏財政自主是地方政府層面債台高築的主要成因。前者的處理方法是持續推行穩健的貨幣政策，後者則是加快財政改革，自習近平主席上任後，當局已加大推動上述兩種措施的力度。

靈活匯率管理機制

不斷變化的宏觀經濟形勢已促使中國降低利率和存款儲備金率。人民幣也隨之小幅走弱。縱觀歷次經濟危機中的匯率行為，目前中國的匯率管理政策明顯與過去截然不同。中國過往面對危機時堅決保持人民幣兌美元穩定（圖4）。

以1998年亞洲金融危機為例子，中國的出口增長由1997年的21%下跌至1998年的0.5%，但人民幣匯率仍然保持穩定，這可能是因當時中國的勞動力成本非常低，出口仍具有競爭力。因此，中國沒有透過貶值貨幣來刺激經濟增長，儘管當時出口約佔GDP兩成。

圖 4：人民幣匯率在出口增速下降時的表現

亞洲金融危機	
1997	21.0%
1998	0.5%
波動	20.5%
RMB/USD	0.0%
美國科技泡沫破滅	
2000	27.9%
2001	6.8%
波動	21.1%
RMB/USD	0.0%
全球金融危機	
2008	17.4%
2009	-16.0%
波動	33.4%
RMB/USD	0.0%
歐洲主權債務危機	
2011	20.3%
2012	7.9%
波動	12.4%
RMB/USD	1.0%
近狀	
2013	7.8%
2014	6.0%
波動	1.8%
RMB/USD	-2.4%

資料來源：CEIC / 星展集團研究部



習李當政以來，匯率管理手段顯著改變。

在其後出現的經濟危機，中國亦沒有貶值匯率以抑制出口增長的巨大跌幅，如2008年的全球金融危機及2012年的歐洲主權債務危機。在兩次危機中，政府僅僅使用匯率政策來鞏固市場對中國經濟表現的期望和信心，而非用來激經濟增長。

然而，這政策在2014年第一季度出現轉折點，當時人民銀行安排人民幣貶值和消除市場對人民幣只升不跌的預測。雖然人民幣在2014年第三季度靠穩，但在11月的減息使市場預期人民幣在2015年會進一步貶值，而事實上，人民幣在2015年第一季度曾一度走軟。

在沒有外部危機的情況下，中國仍然允許人民幣貶值。這顯然與之前中國在以往經濟危機中的匯率管理手段大相逕庭。原因有以下幾個：

1. 中國希望透過貶值匯率減輕經濟增長放緩的影響。因自全球金融危機後，過度信貸留下龐大債務，對財政和貨幣政策構成巨大限制。自習近平主席上任後，對於執行寬鬆的貨幣政策，更為謹慎。
2. 許多貨幣兌美元貶值，包括日圓和歐元，主要由於央行進行新一輪的量化寬鬆政策，因此，人民幣在2014年兌其他貨幣按貿易加權的匯率上升6.2%。此外，中國自加入世界貿易組織後，勞動力的成本大幅上漲，這些趨勢均不利國內工業，而外部環境脆弱，已使利潤非常微薄。
3. 中國政府已經做出承諾增加匯率彈性機制。一個更加自由的以市場為導向的匯率機制是中國金融改革的一部分。2014年3月人民幣交易區間從1%擴大至2%。在當前貨幣貶值大潮下，中國祇是遵守其承諾，允許貨幣價值由市場反映。

習李當政以來，匯率管理手段顯著改變。只要財政政策和貨幣政策的制約仍然存在，匯率貶值就會被用來暫時緩解經濟下行風險。然而中國並不打算是要到達到V型反彈的效果，所以由人民幣貶值引起的匯率波動幅度也會很小。匯率管理改變的意義也正是遵循結構改革的承諾，使匯率更加市場化。在不可預見的外圍經濟衝擊面前，甚至內部經濟蕭條面前，保持匯率絕對穩定將會是不現實的假設。 ❌

社會經濟微觀管理 包容性城市化政策

三十年前，在中國城市和城鎮居住的人口不到2億，但現在，城市居民人數已達到約7億。中國城市化帶來人類歷史上其中一個最大的遷移過程，並為中國以往以出口拉動的經濟模式提供龐大的城市勞動力。

城市化一直是政府的重點政策，當局希望在2020年將城市化率提升至60%。這是非常艱鉅的目標，因為需要將每年平均城市化比率增加1.1%，而1978至2013年的平均增長率為1.0%。

過去城市化進程快速，很大程度上是得益於城市就業機會和城鄉工資差距較大等拉動因素，但是工資差距在最近幾年已經縮小。由現在開始，推動因素需要發揮更重要的作用，其中包括眾多不同的社會經濟因素。例如，在農村居住的好處，包括農田分配，有時候所得的好處超過遷移城市居所帶來的得益。在2014年8月，四川省統計局發表的《2014年年四川省進城務工人員現狀調查報告》指，90%的農民工希望保留農村戶口，而不想轉換城市戶籍。這是可以理解的，因為根據現行法律，農民工就算已遷移往城市居住，亦不可轉讓或出售其在農村的土地承包經營權等，故並沒有太大的金錢誘因或財政資源進城。

此外，過去不少城市人口太多，不能承受大量農民工湧入。三大城市的居民佔全國人口14%，但土地面積不足全國的3%，導致公共資源緊張，社會問題深化，貧民區和城市在沒有周詳規劃下擴張。佔城市總人口約三分之一的農民工由於受到的待遇不平等，不滿情緒日增。在戶籍制度下，對於有農村戶口的農民工，無法享有與「城市」戶籍居民同樣的社會福利。由於沒有社會福利的保障，這批新的城市人口需要增加預防性儲蓄應付不時之需，故拖低其消費購買力。居住條件嚴峻，亦打消部分農村居民遷移至城市的意欲。

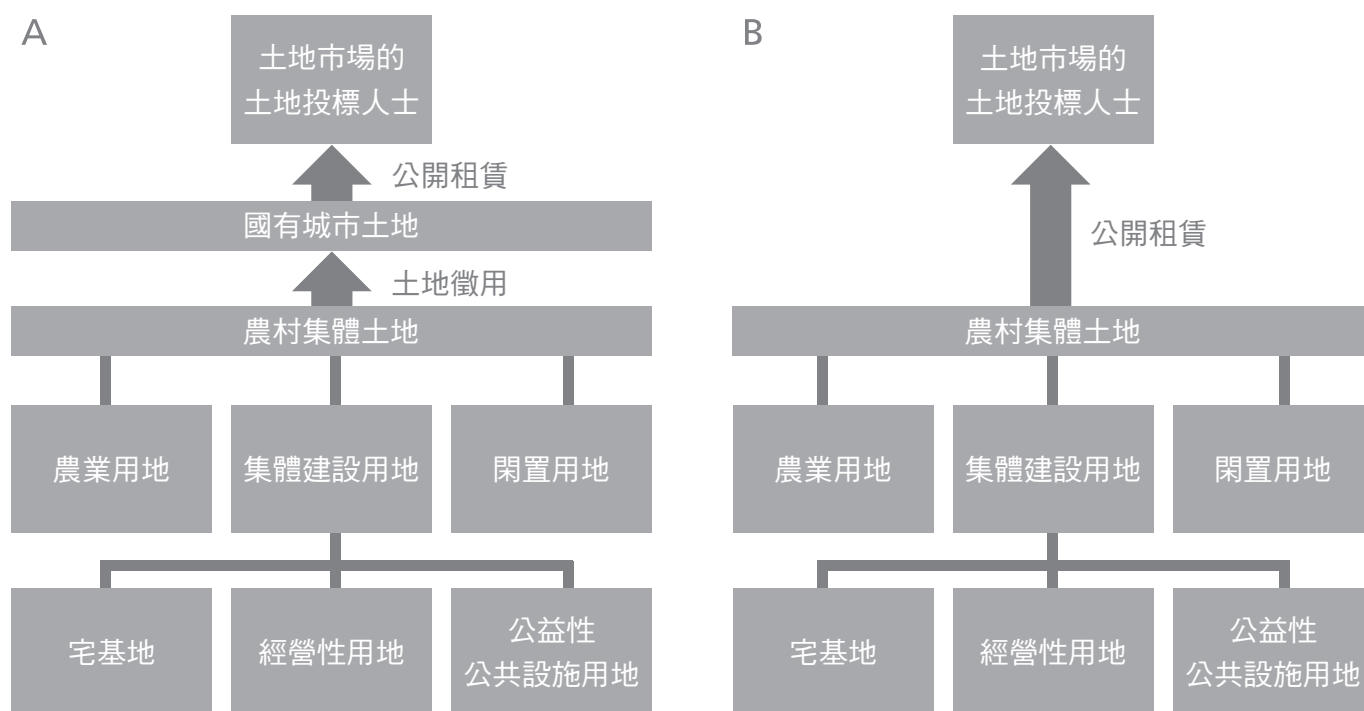
上述各種問題均不利經濟增長。因此，新常態下的城市發展必須更加重視效率和平等，特別是通過戶籍和土地改革方可取得成效。

在戶籍制度改革方面，政府已建立積分落戶制度，外地人民要符合一定條件才可申請本地居民身份，城市規模越大，要求越嚴格。此舉旨在減少大量人口湧入大城市，並促進中小型城市的發展。在未來幾年，預計將會有更多的地方政府取消區分城鄉戶口的措施。推行統一城鄉戶口登記制度，將使民眾得以更公平地獲享社會福利，並提高城鄉勞動人口的流動性。在2014年7月，國務院要求取消自1958年一直執行的城鄉區分戶籍制度。於2014年11月，河南、黑龍江、河北，以及新疆已明確提出取消農業戶口與非農業戶口性質區分。

當局將會推行試點計劃，以減少土地徵用和逐步提高縣和縣級市的集體經營性農村建設用地。在此之前，部分城市試行非官方的產權轉讓試點，而深圳已在公開市場進行集體擁有農村土地交易，此將作為未來數十年土地改革的榜樣（圖5）。 ❌

新常態下的城市發展必須
更加重視效率和平等。

圖 5：雙軌制土地交易系統的農村土地交易程序（A）和
深圳市突破性土地交易系統（B）的比較



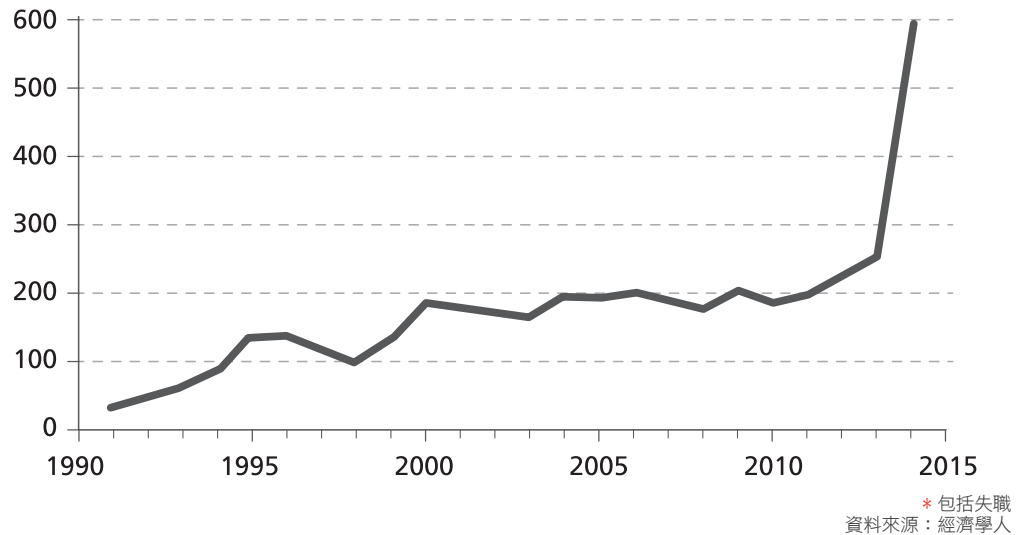
資料來源：Zou, Yonghua, Wanxia Zhao, and Robert Mason. 'Marketization Of Collective-Owned Rural Land: A Breakthrough In Shenzhen, China'. Sustainability 6.12 (2014): 9114-9123. Web.

制度改革 恢復信心

中國未來的表現將取決於範圍廣泛和複雜的制度改革。最終的目的是要提升管治的信心和深化互信。

習近平主席目前在中央層面致力反腐敗運動，過去的打擊行動，執行時間短暫，且目的只是清除政敵和鞏固權力，有別於此，目前的運動是持久執行。在過去的兩年中，計劃已打倒「老虎」（高級幹部）和「蒼蠅」（低級官員）。有報導指，中國有近20萬名腐敗官員被逮捕、降職或辭退。習近平主席在1月表示，反腐敗運動沒有上限，只為鞏固中國共產黨的合法性。該運動最近加大力度，根據《經濟學人》報章，當局在過去28個月逮捕共69位高級官員，超過以往國家領導層反腐敗行動逮捕人數的兩倍。在過去約7個月，最少有24名部級官員因貪污而被拘留。⁽¹⁾

圖 6：高級官員因腐敗受檢察院調查的人數 *



改革的另一個大浪是簡化官僚結構，當局過往已嘗試過，但成效不大。中國自80年代後已經歷七次重新組織官僚政治（即大部制改革），但是，部級機構的數量一直大致維持不變，在1982年有73個部級機構，2013年則有74個。習主席目前已取消中國鐵道部，並併入交通運輸部，同時廢除國家人口和計劃生育委員會，不過，要進一步深化改革進程將不止於取消或合併部委和部門。

深入的制度改革要求國家放棄積極控制經濟活動，還需要徹底改變一些根深蒂固的思想。例如，在2013年11月召開中國共產黨第十八屆中央委員會第三次全體會議，領導人宣佈國有企業仍然是中國特色社會主義的支柱和基礎。雖然國有企業股權私有化並不罕見，但國家仍保留其實際控制權。根據保爾森基金（Paulson Institute）的研究報告⁽²⁾，在中國，所有權和控制權並不一定對稱，而中國國有財產的控制權較其國有財產所有權更為廣泛。

如果國家願意放棄部分控制權，將會帶來更多有形利益。過去多個例子可以印證，在1996年至2003年間出現滯脹和通縮，中國允許許多低效率的國有企業關閉。當國家終止直接補貼，並勒令企業自負盈虧，國有企業的數目由1996年的262,000家，下降至2003年的146,000家。根據財政部，餘下國有企業以股本回報率反映的業績明顯改善，由1998年的0.4%上升至2003年的6.7%。然而，於2003年後，政府再沒有輕易容許國有企業出售或結業。因此，許多低效率的國企因銀行不理會所涉及的風險而持續借貸，而得以存留。這解釋了何自2008年起，國有企業的業績一直走下坡。 ❌

外交政策

獲取信任、提高影響力

國家領導習近平重整中國的經濟政策，同時大力推動其外交政策。多年來，中國在國際事務中普遍被視為旁觀者，似乎無意幫助解決全球問題，亦即所謂的「韜光養晦、善於守拙、決不當頭」的外交政策。

然而，中國現在希望成為具影響力的國家，不僅是在經濟方面稱雄。這需要通過運用經濟和軟實力，在整個國際社群建立信任。中國有潛力與其他國家共同合作，解決環境挑戰、網絡安全和恐怖主義等威脅。

北京已經開始運用其經濟實力來實現外交政策目標。這種方法包括興建大型的國際基礎設施和推廣其發展理念「一帶一路」，其目的是在整個歐亞大陸的「絲綢之路經濟帶」興建公路、港口、鐵路等。於21世紀規劃的「海上絲綢之路」也展現相似的抱負，發展面向南海、南太平洋與印度洋。

「一帶一路」的策略旨在沿著整遍亞洲大陸建立「經濟利益共同體」。中國將是「一帶一路」項目的最大出資者。參與國家可能會視此為雙贏局面。為實現目標，中國籌建亞洲基礎設施投資銀行（AIIB）作為開發項目的多邊貸款機構。

在建設過程中，中央政府通過發展成為經濟大國，現時擁有着重大的外交影響力。多個位於亞洲和歐洲的國家（當中部分長久以來與美國為盟友）、還有俄羅斯和印度，均簽署成為AIIB的成員國。儘管數十年來一直佔主導國際發展貸款領域的美國政府最初對此極度憂慮。但是卻連美國的反對聲音也逐步減弱。於3月31日，美國財政部長雅各布·盧（Jacob Lew）表示，「隨時準備歡迎」AIIB，前提是要求AIIB尊重及輔助現有機構，如世界銀行和國際貨幣基金組織。

籌建AIIB的另一個外交目標，就是加快人民幣國際化的進程。首先，中央政府為了就興建基礎設施開支進行融資，可能鼓勵中國的銀行以人民幣借貸予項目參與者。其次，「一帶一路」將會推動中國的海外直接投資（ODI）。預計該海外直接投資中，以人民幣計值的比例將會越來越高，其中接受國可以用人民幣購買來自內地的機器、資本貨物、建築材料和服務。這些資金的循環性質將會進一步促使中國出口貨品以人民幣結算。最後，各國與中國的貿易和商業關係更緊密，會增加對人民幣的需求。如果這個計劃成功，中國在亞洲區內的影響力將大幅擴大。

建立軟實力的重要性也不容忽視。中國擁有豐富的歷史和文化，在過去多個世紀對亞洲影響深遠，並延續至今。軟實力也可以根據促進現今中國人民所追求的價值觀。例如習近平主席正在推行的反腐敗計劃，致力提倡平等、誠信和公義。如果世界各地均看到中國能夠始終如一地堅持這種價值觀，其通過軟實力的影響將隨之增長。 ❌

總結

由於中國推行長期改革，世界對中國的觀點也必須改變，必須摒棄舊有假設，接納「新常態」。金融市場需要考慮中國釐定貨幣政策所依據的新管理理念，而憂慮地方政府債務龐大的人士，應該更加關注財政改革及能確保長遠財政可持續性的相關措施。以往對人民幣「只升不跌」的預期已經過時。而且，若迎來另一場金融危機，仍然假設人民幣匯率絕對穩固並不明智。

對於企業來說，要衡量經濟穩定與否，需要綜觀更全面觀點。高頻數據僅能反映短期增長勢頭，而無法反映長期經濟穩健所需的結構性改革過程。例如，在城市化方面，新人口政策集中於擴展城鎮，且最終將促使中國經濟持續增長，而土地和戶口制度改革是其不可或缺的一部份。

體制改革進展緩慢，尚需要採取更多行動。政府將會繼續執行反腐敗計劃。投資者不應再假設國有企業受國家保護，或其主管將免於審查和不會面對起訴。這意味著業務規劃需要更審慎，對投資者信心也帶來一定影響。

中國希望成為具影響力的全球強國，而非僅僅是經濟大國。中央政府已經勾畫出「一帶一路」的概念，目的是製造龐大的經濟機會，包括人民幣國際化。其籌建AIB，並獲國際鼎力支持，也顯示中國可以利用其經濟實力來實現其外交政策目標。

歡迎來到「新常態」，從現在開始，在中國營商的模式將會有重大的轉變。 ❌

注釋

1. 《經濟學人》，2015年3月28日，“The devil, or Mr Wang”，pp 34-35
<http://www.economist.com/news/china/21647295-chinas-second-most-powerful-leader-admired-and-feared-devil-or-mr-wang>
2. <http://www.paulsoninstitute.org/think-tank/paulson-policy-memoranda/2014/making-ownership-matter/>



免責聲明和重要通知

本文件中的信息由星展銀行有限公司(“公司”)發布。本文件是基於從資料來源獲得的認為可靠的信息製作，但公司不對內容用於任何目的的準確性、完整性、及時性或正確性作出任何聲明和保證，無論是明示的，還是暗示的。文件中所表達的觀點可能會發生更改，恕不另行通知。任何本文件中所包含的建議不與具體的投資目的、金融狀況和某一讀者的特定需求的相關。

本文中的信息只提供給讀者參考，不可以代替讀者的判斷。讀者應獲取獨立的法律或財務建議。使用本文件信息(包括任何錯誤、疏漏或錯誤陳述，無論由疏忽還是其他原因造成)或任何與此有關的進一步溝通所引起的任何直接、特殊、間接、後果性和/或附帶的損害或者任何種類的任何其他損失或損害，即使公司或其他人已經被告知其可能性。

本文件中的信息不可被視為對任何有關出售、買入任何債券、期貨、期權或其他金融工具，或提供任何投資建議或服務的要約邀請。公司及其關聯公司、主管、管理人員和/或員工可以在本文中所提及的證券中持有頭寸或有存在其他利益，也可以為其他公司提供中介、投資銀行和其他銀行和金融服務。

本文件中的信息不是為了分發，或為其他在不允許分發此類文件的司法轄區的國家的個人或實體所使用，或用於違反法律或法規的要求的情況。

星展銀行  DBS
帶動亞洲思維