



香 港 樹 仁 大 學

中國內地和香港之經濟現況及展望

潘志昌

2008 年 10 月 12 日

經 濟 學 系

Working Paper Series

Economics Department
Hong Kong Shue Yan University

Working Paper Series
October 2008

All Rights Reserved
ISBN: 978-962-8719-87-7
Copyright © 2008 by Hong Kong Shue Yan University

Information on the Working Paper Series can be found on the last page. Please address any comments and further inquiries to:

Dr. Shu-kam Lee
Working Paper Coordinator
Department of Economics
Hong Kong Shue Yan University
10 Wai Tsui Crescent
Braemar Hill Road
North Point
Hong Kong
Fax: 28068044
Tel: 2806-5121
Email: sklee@hksyc.edu

中國內地和香港之經濟現況及展望

潘志昌

(一) 前言

中國內地和香港兩地在80年代初期以後都是處於政治經濟變遷的轉型過程中，無論在內部或外部經濟環境上，曾經歷了嚴峻的和巨大的變動。中國自1978年改革開放迄今的30年間，我們看到「私有制」被接受為經濟體制的一部分、集體所有制企業越來越多、股票市場的建立、個體戶的發展、銀行商業化、企業兼併重組、以及政企分家等改變。透過這些漸進式的經濟體制改革和經濟市場化行為，明顯改善了整體經濟的質量和深化了金融體系，亦大大提高了人民的生活水準。而香港經濟是一個高度依賴國際貿易的自由市場經濟系統，其貿易和投資都與中國內地有密切關係。因為香港缺乏自然資源，幾乎全部消費品及原料均需從外輸入，由於香港的出入口總值遠遠超過本地生產總值（在2007年香港商品與服務出入口總值是GDP的4.04倍），所以是一個小型開放式的經濟體。自從1984年簽訂中英關於香港問題的聯合聲明，尤其在1997年回歸中國以後，香港已開始正式踏上跟中國經濟接軌之路，邁向2047年中港政經合一的目標。

由於中港兩地的政經背景可謂是南轅北轍，截然不同，在政策方面有不協調甚至矛盾之處是在所難免，但利益休戚與共的地方也很多，例如：香港擁有經營和管理市場豐富的經驗和健全的制度，這是中國內地可以借鑒的；香港的市場經濟體制可為中國提供許多融資渠道，如上市、債券發行等；香港和中國內地，特別是廣東，在經濟協作和基建方面可以互倚互助；內地的高科技人材可以為香港的經濟發展提供動力；以及香港作為中國內地引進外資所提供的渠道和窗口。我們承認，中國經濟發展近況將會對香港帶來的機遇和挑戰，所以大家不應把「一國兩制」視為毫不相干的兩個不同制度存在於一個國家之內；我們亦同意：「香港好，中國也好；中國好，香港會更好。」

環看世界，全球經濟增長在2008年下半年將大幅減速，許多國家現正處於艱難的時刻：先進經濟體的金融動盪和內部需求急劇減緩，以及新興和發展中經濟體要面對出口下降和能源與初級產品價格攀升的壓力。國際貨幣基金組織2008年8月份《世界經濟最新展望》估計全球增長將從2007年的4.8%下降到2008年的3.0%，到2009年才有望回升到4.3%。雖然亞洲地區的各項經濟活動仍相當活躍，但鑒於亞洲與美國和歐洲工業先進國家貿易和金融聯繫之緊密，亞洲不可能不受拖累，在2007年底和進入2008年後已漸浮現增長放緩的跡象。由此可見，經濟放緩、金融市場不穩以及通脹的問題已困擾全球多個國家，中國和香港當然不能獨善其身。

在中國內地方面，自 2008 年初以來，消費者處於通脹高企與資產價格下跌的雙重打擊下，為政府在推動內部需求上增添阻力。食品供應的增加和減少食品出口已令通脹問題受到控制，但資產市場的前景仍然未明朗。去年 10 月股價開始下跌，個人投資者把儲蓄存款轉移至股市之勢亦隨之而逆轉。自 2006 年股票市場起飛至今，流入股票市場的居民儲蓄資金大約有 1.4 萬億人民幣，僅佔銀行居民儲蓄總額的 7%。這與內地政府增加個人金融投資的目標大相逕庭。鼓勵消費者把儲蓄轉為投資，振興資產市場仍然是政府的當務之急。此外，稅務和勞動法規的改革亦為企業投資者帶來嚴峻的挑戰。

在香港方面，由於近年中國經濟持續蓬勃增長和美元弱勢有利於商品與服務出口，加上港息跟隨美息持續處於低位，促使內部需求增加，帶動了整體經濟從 1998 至 2003 年因亞洲金融風暴的衝擊及和「沙士」爆發而導致的經濟谷底回升。然而，預期環球經濟增長速度將會放緩，金融市場動盪持續，以及商品價格高企對香港主要出口市場需求所造成的負面影響，可見香港要面對的外圍環境將會比過去幾年更為嚴峻。

禍不單行，尚未踏入 2008 年第四季，在全球經濟增長還未有好轉跡象的環境之下，由美國次按問題和金融信貸緊縮所引發的環球信貸危機已爆發，雖然由美國聯儲局和財政部再聯同各西方先進工業國之中央銀行出手救市，但危機仍未解決。環球貨幣和資本市場的混亂和投資者的恐慌心理仍然未平復，再加上人民幣持續升值的壓力，導致中港兩地出口疲態畢現，而且股市和樓市更出現大幅向下調整。對這一切，計劃進軍中國內地或香港的外來投資者，在決定他們的投資策略之前，必須要對中港兩地經濟發展的動向有所了解，才可確保預期投資收益。本文的研究旨在分析比較兩地當前的宏觀經濟環境，從而向外來直接投資者和金融投資者提出投資部署的建議。

(二) 中港兩地整體經濟表現和結構的變遷

國內生產總值和物價指數的年變動率是衡量一個國家或地區整體經濟表現的最好方法。由於中國尚未制訂支出法國內生產總值各構成部份的價格平減指數，為了方便比較中港兩地的整體經濟狀況，我們只好分別比較兩地的名義 GDP¹ 和消費物價指數²。觀察圖 1，可以發現在 1991 年以後，除了中國經濟增長的速度明顯地比香港快很多和兩地經濟循環的相關度愈來愈高之外，我們還發現大家都已從 1998 年東亞金融風暴所導致的經濟谷底爬出，整體經濟漸漸向好。圖 2 展示了中港兩地的消費物價變動狀況，在 1979-1996 期間內中國政府為着要落實價格改革的進程，經歷了很大的價格波動，直至 1996 年，其通脹情況已經跟香港漸趨於一致；這一方面是肯定了價格改革的成效，而另一方面亦反映出香港依靠中國內地經濟的程度已日益加深。有一點是值得注意的，兩地經濟發展的推動力在中短期來看，仍然是外貿和金融兩個環節為

¹ 名義國內生產總值 (nominal GDP) 即是以當期市場價格計算的國內生產總值。

² 由於 1990 年香港統計處才開始編制綜合消費物價指數，所以選用 GDP 中的私人消費支出平減指數作為計算通脹的數據。

主。展望將來，如果沒有外圍經濟風浪的衝擊，我們可以肯定中港經濟是可以平穩地發展的。

圖 1：中國內地和香港按當時價格計算 GDP 增長率：1979-2007

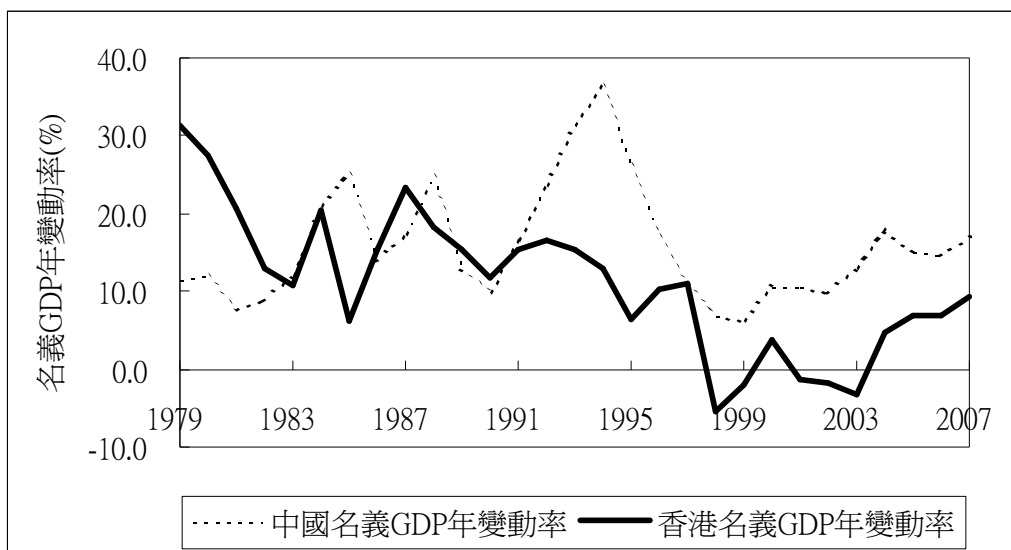
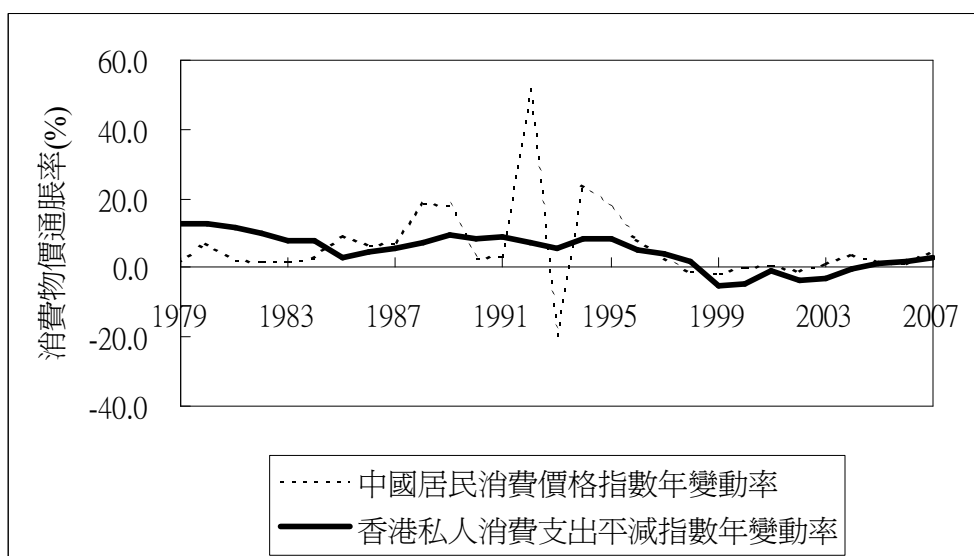


圖 2：中國內地和香港消費物格通脹率：1979-2007



資料來源：1978-2006 年資料摘自《中國統計年鑒 2007》；2007 年資料摘自中華人民共和國國家統計局於 2008 年 2 月 28 日發放之《2007 年國民經濟和社會發展統計公報》。香港 GDP 和私人消費支出平減物價指數摘自香港統計處編印的《Gross Domestic Product 2007》。

儘管在經濟總量來看，中港兩地的增長或變動已漸趨一致，但整體經濟的結構的差異卻非常大。表 1 和表 2 分別展示了在過去 10 年間兩地三級產業的變遷以及他們在整

個國民經濟中所扮演的角色。在中國內地，雖然三級產業依產值排位沒有改變，按次序仍然是以第二產業為首，但觀察他們的變動率，我們發現第一產業 (107.1%) 和第三產業 (302.1%) 的增長率均明顯地比第二產業 (25.4%) 高出很多。基於這個事實，我們可以推論，在沒有明顯的科技創新的假設下，以邊際生產力而言，最高是第三產業，第一產業次之，而最低是第二產業。另外，我們亦相信第三產業的發展已接近邊際生產力的最高點，而第一產業的發展離該最高點尚有一段很長的路程；即是說，第一產業的發展前景將會比第三產業還要好。所以，除非投資者是有某產業專長的背境，否則建議把資金投放的優次是：第一產業，第三產業，第二產業。

表 1：中國內地經濟結構的變遷

	1997			2007 年		
	第一產業	第二產業	第三產業	第一產業	第二產業	第三產業
增加值(億元人民幣)	13,969	96,770	24,033	28,910	121,381	96,628
佔 GDP 的比重 (%)	18.7	49.2	32.1	11.7	49.2	39.1
1997-2007 變動率 (%)	--	--	--	+107.0	+25.4	+302.1

資料來源：1997 年資料摘自《中國統計年鑒 1998》；2007 年資料摘自中華人民共和國國家統計局於 2008 年 2 月 28 日發放之《2007 年國民經濟和社會發展統計公報》。

在香港方面，由於香港地狹人稠，加上勞工成本高，第一和第二產業的經營者已大部份北移，並漸融入了中國內地的經濟體系。從表 2 可見，在 1996-2006 的 10 年期間內，第一產業和第二產業的產值均出現負增長，可說是乏善可陳；而第三產業的 23.7% 的增長率比之於內地，亦見失色。雖然如此，我們知道香港正邁向知識為本以及高增值服務經濟轉型，香港亦能夠維持世界一流水準的營商環境和金融服務中心的位置，而且港澳與珠江三角洲的經濟合作正在如火如荼中進行，相信香港在不久的將來必會進身成為亞太營運中心，是中國內地外來投資者建立企業營運總部的福地。

表 2：香港經濟結構的變遷

	1996			2006 年*		
	第一產業	第二產業	第三產業	第一產業	第二產業	第三產業
增加值(億元港幣)	17.6	1748.1	9536.4	14.2	1239.2	12990.5
佔 GDP 的比重 (%)	0.1	15.5	84.4	0.1	8.7	91.2
1997-2007 變動率 (%)	--	--	--	-18.4	-31.5	+23.7

* 因為香港是採用支出法估計 GDP (不同於中國內地採用生產增值法)，所以「以要素成本計算的本地生產總值」數據公佈要比支出法估計的 GDP 延後一年。

資料來源：《香港年鑒 1998》附錄 6 和《香港年鑒 2007》附錄 6。

中國是一個幅員遼闊的國家，外來投資者在決定進軍中國內地的同時，除了某些投資計劃已有既定選址政策，否則必須要考慮落腳點。當然要決定在那個地區開業，要分析的因素固然很多，而個別行業要斟酌的問題亦各異，但是站在宏觀和普遍性的立場

和如果可以採用現成的統計資料描繪出一幅區域投資藍圖，作為進軍中國內地的指路棒，那又何樂不為。

表 3 是利用中國國家統計局編印「國民經濟核算」資料中之人均地區國內生產總值在 1997 年和 2006 年的數據，首先把全國 31 個地區(包括 22 個省，5 個自治區和 4 個直轄市) 分為中東西 3 個區域，然後按各地區的人均國內生產總值由高向低排序。觀察 1997 與 2006 兩年的地區排序，我們發現有幾點是值得注意的。第一，在東部 13 個地區中，有 6 個地區排序維持不變，3 個地區上升和 4 個地區下降；在中部 8 個地區中，有 3 個地區排序上升和 5 個地區下降；在西部 10 個地區中，有 3 個地區排序維持不變，5 個地區上升和 2 個地區下降。這顯示了中國經濟發展向西傾斜政策的初步成效。第二，處於東南地區的廣東省、福建省、海南省、和廣西壯族自治區的排序下降，而處於東北地區的江蘇省、山東省和內蒙古自治區的排序上升，這顯示了內地區域經濟的發展已漸由南向北移。第三，比較東中西三個區域的人均地區國內生產總值，雖然在 1997 至 2006 期間內，西部的增長率最高(178%)，但該區域的人均地區國內生產總值仍然與東部區域有很大的差異。為繼續縮窄地區差異，我們相信中國政府的經濟發展向西傾斜政策，在未來 10 年之內，應該是不會改變的。基於以上分析，我們建議外來投資者，將較高檔次的投資投放在長江以北的地區，而把檔次較低的投資投放在西北部地區。

表 3：1997 年與 2006 年中國內地人均地區國內生產總值的比較

區域	地區	1997		2006	
		人均 GDP(元人民幣)	排序	人均 GDP(元人民幣)	排序
東部	上海	25,750	1	57,695	1
東部	北京	16,735	2	50,467	2
東部	天津	13,796	3	41,163	3
東部	浙江	10,515	4	31,874	4
東部	廣東	10,428	5	28,332	6
東部	江蘇	9,344	6	28,814	5
東部	福建	9,258	7	21,471	9
東部	遼寧	8,525	8	21,788	8
東部	山東	7,590	9	23,794	6
東部	河北	6,079	11	16,962	11
東部	海南	5,698	14	12,654	18
東部	內蒙古	4,691	17	20,053	10
東部	廣西	4,356	22	10,296	27
東部總計		132,765	--	365,363 (增長率 175%)	--
中部	黑龍江	7,243	10	16,195	12
中部	湖北	5,899	13	13,296	17
中部	吉林	5,504	15	15,720	13
中部	山西	4,736	16	14,123	15
中部	湖南	4,643	18	11,950	21
中部	河南	4,430	20	13,313	16
中部	安徽	4,390	21	10,055	28
中部	江西	4,155	23	10,798	24
中部總計		41,000	--	105,450 (增長率 157%)	--

西部	新疆	5,904	12	15,000	14
西部	重慶	4,452	19	12,457	19
西部	青海	4,066	24	11,762	23
西部	雲南	4,042	25	8,970	29
西部	四川	4,029	26	10,546	25
西部	寧夏	4,025	27	11,847	22
西部	陝西	3,707	28	12,138	20
西部	西藏	3,194	29	10,430	26
西部	甘肅	3,137	30	8,757	30
西部	貴州	2,215	31	5,787	31
西部總計		38,771	--	107,694 (增長率 178%)	--

資料來源：《中國統計年鑒》1998 和 2007。

(三) 中港兩地主要經濟領域的現況和特徵

上節所討論的是屬於中長期中港兩地的經濟情況。這些分析對實業投資者是重要的參考資料，但對那些金融投資者來說，相信證券市場的探討對他們更有意義；另外，因為證券市場的動態是整個經濟活動的「同時指標」，能掌握證券市場的動態，整個經濟的表現就可以瞭如指掌。因此，我們選擇集中討論中港的證券市場。大家知道，證券市場一方面讓資金不足的企業直接 (毋須經過銀行) 由資金剩餘者手中取得所需的資金，在另一方面，給小額儲蓄者除銀行存款之外，多一種具有流動性、安全性以及有收益性的金融資產之選擇。另外，一個健全的證券市場可以透過市場機能，提高資金的配置效率和社會生產力，有助於促進經濟成長。中港兩地的股市除了參加者眾、散戶比例高，還有成交值大、週轉率高、外資佔股市總值比例高、大戶炒作之現象多等特性。

由於中國的國有企業需要融資解困而其他企業亦迫切需要這個低成本的融資場所，加上人民群眾的儲蓄率非常高但投資渠道卻有限，這些都是造就一個成功證券市的重要條件。自 90 年代中期開始，內地股市就好像如魚得水一樣，一直蓬勃發展。2006 年隨著中國股票市場股權分置改革的成功推行以及大型 H 股企業返回內地 A 股市場上市掛牌，上海 A 股指數在 2006 年飆升 130.6%。高回報的股市投資令內地居民紛紛將存款從銀行戶口轉移至股票市場，人人熱衷於股市投資，親自看盤交易，耗費的時間與心力，難以估計，甚至有些企業上市的首要任務就是融資收錢而不是專心經營，結果都是因生產力下降而慘淡收場。觀察表 4，我們見到中港兩地股市在過的一年中由於美國經濟衰退而引發的環球金融信貸危機和投資銀行出現困難所影響，香港恒生指數、上證綜合指數、深證成份指數均從去年 10 月最高位到今年最低位分別下跌了 44.3%、68.9%、66.4%。在經歷過多次接踵而來大大小小的市場調整風浪之後，短暫的股市瘋狂最終沉寂下來。

表 4：香港及中國內地證券市場股票指數 2006 年 9 月至 2008 年 9 月之最高及最低值

日期	香港恒生指數 (31/7/1964=100)		上證綜合指數 (19/12/1990=100)		深證成份指數 (20/07/1994=1000)	
	最高	最低	最高	最低	最高	最低
2008 年 (1 月-9 月)	27,615.850 (09/01/2008)	17,632.460 (18/09/2008)	5,497.901 (14/01/2008)	1,895.837 (18/09/2008)	19,141.128 (14/01/2008)	6,563.069 (18/09/2008)
12 個月	31,638.220 (30/10/2007)	17,632.460 (18/09/2008)	6,092.057 (16/10/2007)	1,895.837 (18/09/2008)	19,531.155 (31/10/2007)	6,563.069 (18/09/2008)
24 個月	31,638.220 (30/10/2007)	17,606.530 (03/10/2006)	6,092.057 (16/10/2007)	1,725.039 (27/09/2006)	19,531.155 (31/10/2007)	4,241.946 (27/09/2006)
2008 年 9 月 30 日收市	18,016.21		2,293.78		7,559.27	

資料來源：香港交易及結算所有限公司

雖然過去一年內地股市比香港股市跌幅大很多，但並不表示香港股市的前景應該會比內地股市好。表 5 顯示，如果一名投資者按指數成份比較作為股票投資組合，自基期開始購入股票，無論是到了 2007 年 10 月份之高點，2006 年 9/10 月份最低點，或是 2008 年 9 月 30 月收市，他在香港的投資年平均回報率都不如在內地股市好。根據這些數據，我們可以向投資者作出投資中國內地股市的建議。

表 5：香港及中國內地證券市場股票指數之年平均增長率³

	香港恒生指數 (31/7/1964=100)	上證綜合指數 (19/12/1990=100)	深證成份指數 (20/07/1994=1000)
由基期至 2008 年 9 月 30 日	12.53%	19.01%	15.54%
由基期至 2007 年 10 月份之高點	14.33%	27.73%	25.69%
由基期至 2006 年 9/10 月份最低點	13.10%	19.48%	12.80%

比較表 6 和表 7，我們可以了解香港及中國內地證券市場在過去一年的變化。上市公司總數在香港交易所由 1,210 家增加至 1,259 家 (上升 4.1%)，在上證和深證交易所由 1,583 家增加至 1,690 家 (上升 6.8%)；總市值在香港交易所由 200,549 億港元下跌至 125,483 億港元 (下跌 37.4%)，在上證和深證交易所由 253,205 億元人民幣下跌至 148,164 億元人民幣 (下跌 41.5%)；市場總成交金額在香港交易所由 1492.1 億港元下跌至 719.19 億港元 (下跌 51.8%)，在上證和深證交易所由 2,071.28 億元人民幣下跌至 973.52 億元人民幣 (下跌 53%)；平均市盈率在香港交易所主板創業板分別由 22.3 和 42.69 倍下降至 8.81 和 10.43 倍，在上海證券交易所 A 股和 B 股由分別由 63.74 和 57.70 倍下降至 18.68 和 14.04 倍，深圳證券交易所 A 股和 B 股由分別由 75.54 和 29.77 倍下降至 18.86 和 8.19 倍。無疑這樣巨大的市場調整無論是對股民或對上市公司都是痛苦的教訓，但這個教訓卻是為建立一個更健全的證券市場所必要付出的代價。

$$^3 \bar{G} = \left(\sqrt[t-b]{\frac{\text{t 年指數}}{\text{基期(b)指數}}} - 1 \right) \times 100\%$$

表 6：2007 年 9 月底香港及中國內地證券市場概況

	香港交易所 (28/09/2007)		上海證券交易所 (28/09/2007)		深圳證券交易所 (28/09/2007)	
	主板	創業板	A 股	B 股	A 股	B 股
上市公司總數 (家)	1,018	192	845	54	629	55
總市值(億元)	HKD 199,040	HKD 1,509	RMB 195,148	RMB 1,346	RMB 55,300	RMB 1,411
總流通市值(億元)	n.a.	n.a.	RMB 55,866	RMB 1,346	RMB 27,018	RMB 1,373
平均市盈率(倍)	22.30	42.69	63.74	57.70	75.54	29.77
總成交股數(百萬股)	86,233	1,249	7,940	123	3,619	108
總成交金額(百萬元)	HKD 148,575	HKD 635	RMB 137,570	RMB 1,242	RMB 67,460	RMB 856
市場總成交金額(百萬元)	HKD 149,210		RMB 138,812		RMB 68,316	

資料來源：香港交易及結算所有限公司

表 7：2008 年 9 月底香港及中國內地證券市場概況

	香港交易所 (30/09/2008)		上海證券交易所 (26/09/2008)		深圳證券交易所 (26/09/2008)	
	主板	創業板	A 股	B 股	A 股	B 股
上市公司總數 (家)	1,078	181	854	54	727	55
總市值(億元)	HKD 124,811	HKD 672	RMB 121,165	RMB 450	RMB 26,066	RMB 483
總流通市值(億元)	n.a.	n.a.	RMB 36,163	RMB 450	RMB 12,926	RMB 477
平均市盈率(倍)	8.81	10.43	18.68	14.09	18.86	8.19
總成交股數(百萬股)	73,952	273	7,791	38	3,426	53
總成交金額(百萬元)	HKD 71,810	HKD 109	RMB 66,488	RMB 173	RMB 26,950	RMB 140
市場總成交金額(百萬元)	HKD 71,919		RMB 66,661		RMB 27,091	
指數	恒生指數 18,016.21 年內變動 ↓9,796.44 (35.22%)		上證綜合指數 2,293.78 年內變動 ↓2,967.78 (56.40%)		深證成份指數 7,559.27 年內變動 ↓10,141.35 (57.29%)	

資料來源：香港交易及結算所有限公司

除了中國內地證券市場在過去幾年的表現會令先進國家的市場人士感到震驚之外，其實中國經濟還有很多地方是一般外來投資者所不了解的。中國自改革開放 30 年以來，其國民經濟的增長的速度令世界觸目，根據最新國際貨幣基金發布的統計資料，中國是全球經濟增長率最高的國家。可能是成長得太快，變化得太大，使到無論在社會的內涵和人民的心理準備遠遠落後於經濟的成就。細心觀察中國內地最近發生的事情和綜合了各海內外中國經濟專家學者們對當前中國經濟的看法，我們嘗試歸納出下列七點看法以供有興趣到中國的投資者作參考。

1. 國民經濟和社會發展五年規劃對整體經濟的影響

國民經濟和社會發展“五年規劃”（“十一五”之前稱“五年計劃”）是中國內地國民經濟發展規劃的一部分，主要是對全國重大建設專案、生產力分佈和國民經濟重要比例關係等作出規劃，為國民經濟發展遠景規定目標和方向。觀察中國的經濟循環，我們會發覺每逢五年計劃公布的當年，必會對經濟循環產生某程度的推力或阻力。可見政策變動是投資中國內地的一項重要風險考慮因素。

2. 居民潛在購買力強大

最近幾年中國內地居民就業形勢良好，所得收入和他們在銀行體系內的人民幣存款餘額均快速增長，在物價大致穩定的環境下，再加上人民幣匯價上升的潛力，可想而知這一股潛在購買力是非常強勁。在另一方面，居民的消費品味和模式亦出現了明顯的改變，投資者若果能夠迎合他們的需求，必定會商機無限。

3. 貿易順差增長過快，國際收支不平衡狀況改善不明顯

雖然中國出口主要受到國際上貿易保護主義下重新抬頭和美國經濟的不確定性增大所影響，再加上政府為了改善國際收支不平衡狀況，今年內地政府施行政策力度之大、次數之多均超過前幾年：例如在 2007 年上半年貿易順差增長過快的形勢下，從 7 月 1 日起對 2831 項商品（約佔海關稅則中全部商品總數的 37%）調低了出口退稅率，但在 2007 年仍然錄得 2,622 億美元商品貿易順差。單是中港（主要是轉口）和中美貿易順差已分別達到 1,716 億美元和 1,633 億美元。考慮到當前貿易順差、外國直接投資淨額、以及外國證券投資淨額等影響國際收支的主要因素下，相信在短期內中國外匯儲備增長過快的不平衡狀況仍然沒有辦法改善。

4. 財政政策和貨幣政策實際操作寬鬆，經濟長期在偏快與過熱地運行

近年內地政府明確提出要實行穩健的財政政策和貨幣政策，但實際操作中卻存在穩健不足、實際操作寬鬆的現象。關於財政政策在執行中過於寬鬆，我們可從兩方面看出來：第一是目前中國處於經濟週期中的繁榮階段，從刺激經濟的角度看，目前已經不需要實行赤字財政來刺激社會總需求，但內地政府中央財政仍然保留赤字財政安排。第二是各級財政基本上都是超支大於超收，使地方財政“赤字”規模驚人。貨幣政策在 2007 年中期以前過於倚重準備金率和公開市場操作等數量型手段，利率、匯率等價格型手段力度不足。中國人民銀行統計資料顯示，由 2006 年 8 月至 2007 年 8 月，流通現金(M₀)、貨幣 M₁、貨幣 M₂ 的增長率分別為 15%、22.8%、18.1%，明顯地被調低至 2007 年 8 月至 2008 年 8 月的 10.8%、11.3%、15.9%。但是由於實際利率嚴重偏低和銀行支付系統的改進，導致貨幣流通速度相對加快，抵消了央行控制貨幣供應量增長的效果，未能通過有效調節資金的使用成本來抑制經濟過熱⁴。

5. 資源類價格和稅費改革相對滯後，經濟增長付出的能源資源和環境代價過大

近年來儘管中國有關部門意識到資源類價格調整和稅費改革的重要性，但必要的政策仍然遲遲未能推出，多次錯過價格調整和稅費改革的有利時機，從而導致能耗過高和環境污染增大的局面沒有改觀。例如在 2-3 年前當國際市場油價和居民消費物價相對較低時，內地政府卻錯過了推出徵收燃油稅的時機，令至成品油、電力價格調整力度不夠，不利於節能減排工作的順利推進；另外，因資源稅稅率和礦產資源補償費上調幅度有限，導致資源開採企業存在巨大的盈利空間，出現資源領域過度開採，也間接

⁴ 根據費雪交易方程式 $MV=PT$ 之數學演繹求得 $\frac{\Delta M}{M} + \frac{\Delta V}{V} = \frac{\Delta GDP}{GDP}$ ，我們可以解釋為貨幣供應的增加率加上貨幣流通速度等於名義 GDP 的增加率。

導致高耗能、高污染產業投資出現較快增長。無疑，資源類價格和稅費改革的滯後是助長了一些沒有考慮社會成本的生產行為，這將會大大影響到下一代的生活質素。

6. 資產價格上漲呈現泡沫增大現象，財富再分配擴大收入分配差距

在貨幣流通速度過高的背景下，中國內地股票和房地產等資產價格快速上漲。例如滬市上證綜合指數在 2007 年 10 月 16 日的高點 6,092.057 與 2006 年 9 月 27 日最低高 1,725.039 相比，上漲幅度超過 2.5 倍（見表 4）；2007 年房地產價格上漲幅度亦較 2006 年有所加快，並呈現逐月加快的趨勢，今年 5 月份到 8 月份，全國 70 個大中城市房屋銷售價格與去年同期比較平均上漲 7%，其中新建商品住宅銷售價格與去年同期比較平均上漲 8%。股票和房地產市場的非理性繁榮呈現泡沫增大現象，這種有錢人可以通過股票和房地產市場使財富迅速升值的社會環境，明顯擴大了個人所得分配不均程度，並且累積了因貧富兩極化而產生的社會怨氣。

7. 勞動合同法做成僱主與僱員的矛盾

自 1994 年開始，中國已經着手為完善市場經濟的推行而立法，首先施行的是公司法和勞動法。到了 2007 年，內地政府一改過往的施政主要是考慮企業資方立場的作風，趁著經濟發展已踏入平穩階段，便嘗試從維護勞動群眾作為出發點而立法。「人大」在 2007 年 6 月 29 日通過《勞動合同法》，並規定在 2008 年 1 月 1 日起施行。這套法例主要是為了完善勞動合同制度，明確勞動合同雙方當事人的權利和義務，保護勞動者的合法權益，以及構建和發展和諧穩定的勞動關係。於是勞動市場由放任式變為規範化，這個改變對於有規模和經營利潤豐厚的企業來說是很容易適應的，但對於那些正在瀕臨被淘汰的夕陽企業或初成立的中小企業，卻是當頭棒喝。雖然有勞動合同期限可以減低員工的流動率有利於節省培訓支出，但要他們承擔僱員的三保（社會保險，醫療保險、以及養老保險）費用，實在使到他們的經營倍感吃力。

(四) 中港兩地的經濟展望

中國在 2008 年上半年，投資、消費、出口增長相對均衡，內部需求特別是消費需求對經濟增長的拉動作用有所增強，居民收入、企業利潤和財政收入持續增長，國民經濟朝著宏觀調控預期方向發展。上半年，國家統計局資料顯示，實現國內生產總值（GDP）13.1 萬億元，比去年同期增長了 10.4%；居民消費價格指數（CPI）上漲 7.9%。2007 年末全國就業人員 76990 萬人，比上年末增加 590 萬人。其中城鎮就業人員 29350 萬人，淨增加 1040 萬人，新增加 1204 萬人。年末城鎮登記失業率為 4.0%，比上年末下降 0.1 個百分點。

雖然國民經濟克服重大自然災害衝擊和國際經濟金融環境不利因素，保持平穩較快發展，但中國整體經濟已有回軟跡象。而且受到環球商品價格上漲和金融市場外圍信貸危機的影響而導致原料和資金成本提高，再加上海外需求疲弱，令出口商難以把商業成本轉嫁給海外消費者。所以，目前解困的焦點在於內地政府是否會調整匯率政策以

緩解出口商的壓力。前「人大」副委員長成思危先生於本年 9 月初接受英國《金融時報》訪問時指出人民幣不斷升值導致外資企業匯兌損失增加、利潤減少，人民幣升幅的不確定性，是困擾企業經營的突出問題，維持匯率基本穩定至關重要；因此，若人民幣升值階段性不可避免，就要盡快一步到位，一次性升值至某個市場接受的均衡匯率水平，以消除匯率的不穩定性。

在香港方面，整體經濟在 2008 年第二季以溫和的步伐擴張，實質本地生產總值（GDP）增長 4.2%，香港經濟在經歷長時間的快速擴張後，增幅在第二季有所減慢（第一季則有 7.3% 的強勁增幅），這顯示了西方工業先進國家的經濟增長放緩，以及金融市場繼續動盪已日漸對包括香港在內的亞洲區的經濟增長構成壓力。在這個具挑戰性的貿易環境下，整體商品出口在第二季整季仍錄得溫和增長，而包括離岸貿易及訪港旅遊業的服務輸出亦表現強勁。可是，全球金融市場持續動盪對各種金融服務活動的負面影響則越見明顯。內部需求的增幅在第二季亦有所減慢，消費開支的增幅在經歷一段長時期異常強勁的表現後放緩；雖然勞動市場狀況穩健仍為支持消費開支的因素，然而股票市場調整、通脹攀升以及全球經濟前景變得較失色等很可能已打擊消費意欲。

9 月下旬爆發的美國信貸危機，可以說是一個金融界大騙局或者是小投資的金融大陷阱⁵。引發這次災難的禍根主要是源於那些金融創新市場系統容許各金融機構把一些非市場流通或非貨幣市場的資產從賬面上在市場出售來套取資金，結果這些原本屬於沒有市價之賬面上資產立即變成了投資者的資產，並因此而要面對市場價格波動的風險。同時很不幸地，近年西方工業先進國家的會計制度採用了所謂“公平市值會計原則”要求對有市價之金融資產以“按市價計值”入賬。無疑，投資銀行和各金融機構在市場好景時當然沒有問題，但當處於市況不景氣之時，金融資產將會出現急速和全面性的大跌價。

由美國次按和迷你債券詐騙觸發的金融海嘯巨浪湧來香港，本地一間經營出色的老牌銀行東亞也受到衝擊，一度出現兩天的擠提潮，需由香港政府及多位富豪出面辟謠以及提供流動資金的支持，才平息事件。由此可見，令社會大眾重拾信心的才是渡過金融危機的最佳方法。除此以外，香港金融管理局於 10 月 2 日開始實施五項臨時措施為銀行提供流動資金以促進市場資金有效流通。這些措施包括擴大接受持牌銀行以美國國庫債券等認可美元資產，作為貼現窗借貸的抵押品；如持牌銀行提出要求，貼現窗借款期限可由隔夜延長至 3 個月；持牌銀行運用超過 50% 限額的外匯基金票據及債券作為抵押品，通過貼現窗借取流動資金，可免除在基本利率以上再加 5% 的罰息；可與持牌銀行進行不同期限的港元與美元掉期交易；以及在持牌銀行向金融管理局提供信貸質素為其認可的抵押品（包括樓按）的情況下，向銀行提供最長達 1 個月的有

⁵ 美國第四大投資銀行雷曼兄弟因負債高達 6,130 億美元，在收購談判失敗及美國政府無意接管的情況下，終在九月十五日申請破產保護，結束其長達 158 年的歷史。雷曼兄弟是華爾街的百年老店，其倒閉消息傳出後，不但令美國股市一夜之間蒸發了 6 千億美元，也同時觸發了一場席捲歐、亞金融市場的災難性環球金融海嘯，對全球經濟造成重大衝擊。

期貸款。我們相信這些措施將會紓緩這次金融海嘯對香港金融行業以至整個經濟產生的傷害。

經過美國政經領袖反覆多次磋商與修訂，美國眾議院最終在 10 月 3 日通過華府歷來最大的 8,500 億美元救市方案，透過購入銀行和主要金融機構的不良資產而為備受信貸緊縮困擾的金融市場挹注資金。除此以外，因在七國央行聯手減息救市後，環球信貸緊絀情況和未能恢復社會大眾對金融機構的信心，歐亞多國中央銀行亦向境內銀行體系注資救市⁶。可惜，各地金融機構出事仍然是接踵而來，令全球股市在 10 月 10 日再出現大跌市。從表 8 可見環球股市在 10 月 3 日至 10 日一周內的跌幅非常凌厲，雖然各股市下跌幅度有些差別，但這正好反映出金融全球化涵蓋範圍之廣、內容複雜程度之深、以及波動傳遞速度之快。

表 8：環球四大股市場股票指數過去一年和一周的跌幅

指數	2007 年 10 月 3 日 收市	2008 年 10 月 3 日 收市	2008 年 10 月 10 日 收市	2007 年 10 月 3 日 至 2008 年 10 月 10 日 跌幅 (%)	2008 年 10 月 3 日至 10 日 跌幅 (%)
美國杜瓊斯指數	13,968.05	10,325.38	8,450.19	39.50	-18.16
英國富時指數	6,535.20	4,980.30	3,932.10	39.83	-21.05
日本日經指數	17,199.89	10,938.14	8,276.43	51.88	-24.33
香港恒生指數	27,479.94	17,682.40	14,796.87	46.15	-16.32

資料來源: <http://finance.yahoo.com/>

大家都知道美國已飽受歷年的財政及外貿「雙赤」所蹂躪，國家儲備已枯竭，救市基金的來源就只有依靠發鈔或發債了。救市方案雖然等於用全球美國債主的錢去挽救美國瀕危的金融機構，但由於美國金融市的興衰固然會影響全球金融體系的正常運作，也會直接或間接地涉及很多國家實質的經濟活動，因此他們都會無奈地接受。中國內地和香港都擁有巨額美元資產，美國倒下來固然會使兩地美元資產持有者蒙受巨額賬面損失繼而出現某種程度的金融市場動蕩，而在長期來看，亦不利於中港兩地的出口；簡而言之，假如美國經濟呈現衰退，中港兩地和香也難以倖免。所以中港兩地也被逼間接參與美國救市行動。根據經濟理論推算，在當前的情況下，美元美債供給的增加，正意味著美國通脹將會明顯地比在美國信貸危機前所作的預期為高，美元匯率下滑，和美元市場利率波動頻率增加，甚至有出現滯脹的機會。考慮到港元和人民幣匯率在某程度上是與美元掛勾和兩地與美國緊密的經貿關係，在美國救市方案落實初期，美國政府收購不良金融資產會有助披露金融機構的虧損程度和可以換取足夠時間去找出導致今次信貸危機的禍源和根除該禍源的方法，相信這是有助進一步鞏固整個

⁶ 截至 10 月 10 日，歐亞多國中央銀行分別計劃向境內銀行體系注資：歐盟約 2,000 億美元、加拿大約 210 億美元、英國約 4,000 億美元、荷蘭約 270 億美元、日本約 300 億美元、澳洲約 17 億美元。而新興國家如俄羅斯和印度的中央銀行亦分別向其銀行體系注入 860 億美元和 122 億美元資金救市。

環球金融體系的運作模式、理順金融機構借貸擔保體制和重新定位金融業在環球經濟活動的角色。

展望將來，2008 年國際經濟的首要不確定因素是美國次債危機究竟會對美國和世界經濟產生多大影響。如果美國次債危機對美國和西方主要工業國家經濟產生較大影響，那麼難免會對中港兩地出口甚至整個經濟產生較大負面影響。2008 年世界經濟的主要有利因素，第一是由於 2007 年世界糧食豐收，根據國際糧農組織的初步預測，2007 年世界糧食產量增長 4.8%，2008 年世界糧價進一步上漲的空間不大，有可能出現高位趨穩甚至小幅回落的態勢，這將有利於世界各國消費價格的穩定。第二是新興市場經濟體增長強勁，不同於以往幾次金融動蕩，新興市場實質經濟部門在次級債按危機中應該不會受到如歐美先進工業國家那麼沉重的衝擊，經濟運行將較為穩定。總體來看，雖然次級債按危機的爆發增大了世界經濟前景的不確定性，但中國內地和香港的經濟前景仍然是樂觀的。我們預期中港兩地股市短期會非常波動，但經過一段鞏固期後和在市場規範更完善的條件下，股市必能充份反映出實質經濟的增長力度，重踏上升軌；而中港兩地的經濟以至環球經濟亦有望於 2009 年下半年渡過調整期，由實質經濟帶動，穩步回升。

(五) 結語

當前的國際經濟情勢正在快速改變。一方面，在各種政治及經濟發展階段上雖然仍有很大差距，但是彼此間的經濟關係日益緊密，區域經濟整合的趨勢已經是不可逆轉的事實。另一方面，隨著交通運輸、資訊科技的使捷，以及經濟全球化的趨勢，發展中各國融入全球經濟的程度已大大提高，國際間的投資活動亦愈來愈蓬勃。1998 年因金融風暴而出現的信貸緊縮是由西方先進工業國家向東亞地區注資解困，但 2008 年這次用金融海嘯而出現的信貸緊縮卻是由東方新興國家向西方先進工業國家注資解困。如果美國不能擺脫這次金融信貸危機而出現經濟持續不景氣，歐洲、亞洲和拉丁美洲就要開始考慮進一步與美國脫離經濟聯繫。其實，在過去幾年，世界經濟的中心已經開始由美國移向中國內地，經濟火車頭的角色已漸漸由中國接過來了。

由於中國的生產活動滯後於各西方先進國家非常多，就正如一塊本來肥沃的土地經過充足的休耕期一樣，因此無論是資本抑或勞動生產力當然會比一塊已經過度被耕墾的土地高出很多，估計這股強勁的生產力如果能夠得到悉心保育，相信必定可以歷久不衰。不過，在我們樂觀之餘，亦不可以忽畧存在的諸如貧富差距、農民矛盾、結構性失業、人口老化、環境污染等經濟和社會的隱憂。

The working paper series is a series of occasional papers funded by the Research and Staff Development Committee. The objective of the series is to arouse intellectual curiosity and encourage research activities. The expected readership will include colleagues within Hong Kong Shue Yan University, as well as academics and professionals in Hong Kong and beyond.

Important Note

All opinions, information and/or statements made in the papers are exclusively those of the authors. Hong Kong Shue Yan University and its officers, employees and agents are not responsible, in whatsoever manner and capacity, for any loss and/or damage suffered by any reader or readers of these papers.



Economics Department
Hong Kong Shue Yan University