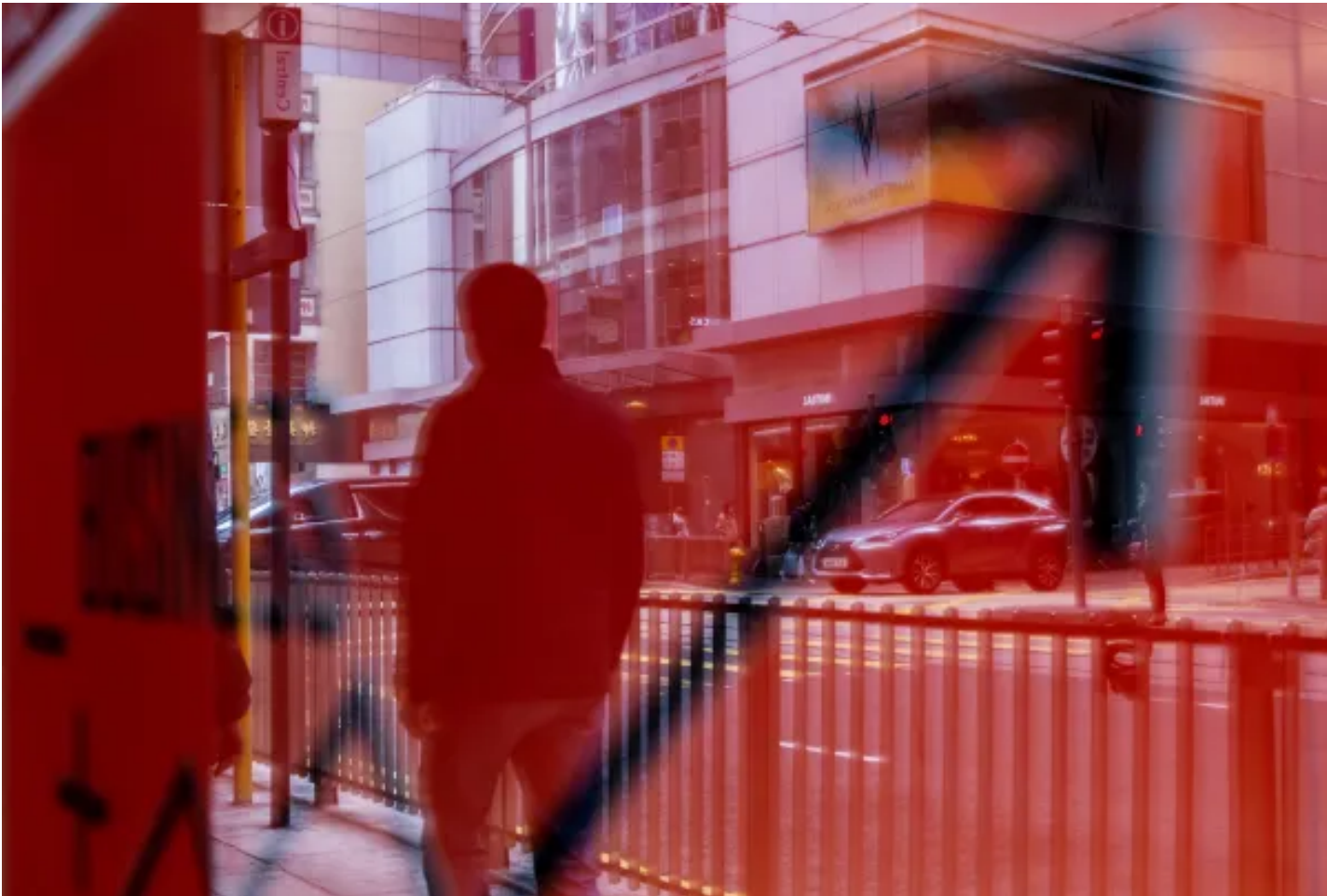


評論 | 中港股市狂歡，與中國特色的「急轉彎」治國

當大象感到痛楚，轉身奔跑，那就地動山搖。



2024年1月23日，香港，中環店鋪窗戶的倒影。攝：Paul Yeung/Bloomberg via Getty Images

從A股熊氣漫天，「中國經濟見頂論」甚囂塵上，到中港資本市場高歌猛進，「中國經濟光明論」再次回歸，中間只隔了一個新聞發佈會、一個政治局會議。

這將是載入史冊的一週。在2024年9月24日，中國人民銀行、國家金融監督管理總局、中國證券監督管理委員會三大部門聯合開記者會，宣布多項超預期的寬鬆貨幣政策支持股票市場和房地產，包括降準（下調銀行存放在央行的準備金比例）、降息、降抵押貸款利率，以及放開8000億人民幣流動性於國內股票市場。當日A股市場漲勢如虹，強勢收復2800點，創四年來以來最大單日漲幅。這只是股市久旱逢甘露的第一場雨，兩日後的政治局會議是真正的疾風暴雨，會議承認經濟問題，強調「正視困難」，明確加大財政刺激力度，釋放迄今最有力的拼經濟信號。

由此，中港資本市場的陰霾一掃而空，打破多項紀錄。在國慶假日前的最後一個交易日，滬深股票市場開盤35分鐘即破萬億，創歷史最快萬億交易額紀錄；滬深成交額單日突破2.59萬億，創歷史新高。而港股亦在10月2日至4日持續上漲，恆指升7.59%，升至兩年半高位。

這輪強勁的政治信號和政策組合拳打破常規，固然值得認真解讀當中的政策脈絡，但更深層的意味是，宏觀調控的急轉彎同樣揭示中國體制的深層次問題。放眼近年的中國，這種急轉彎治國模式似曾相識，甚至屢見不止，從房地產監管、科企教培重錘到「動態清零」突然結束，每個問題都累積到足夠大才引起最高層的介入；但一旦介入力度超大，很可能帶來反效果，甚至埋下另一個危機的伏筆。



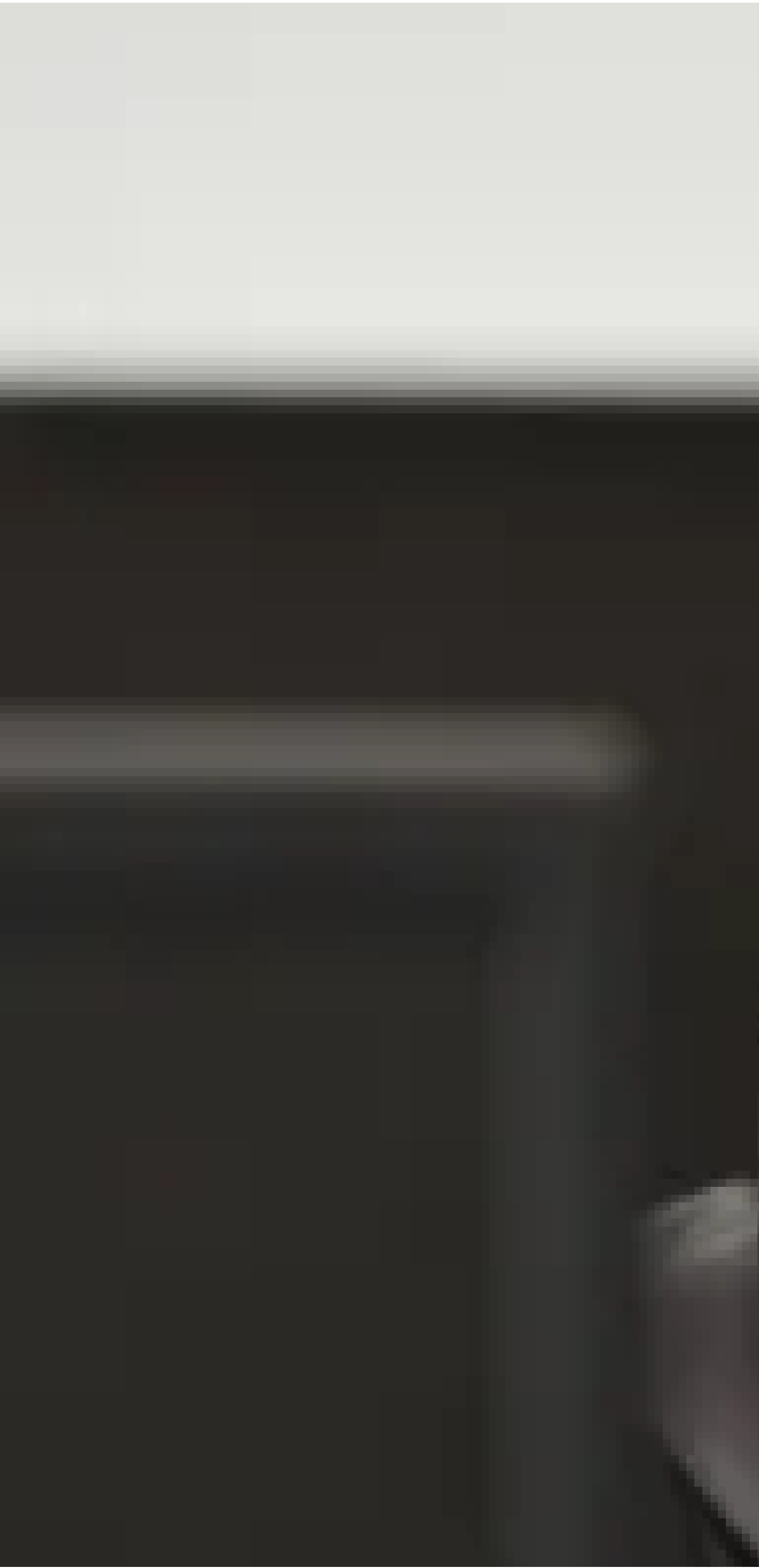
從前是「固本培元」

要理解政策組合拳和政治局會議的意義，我們需理解2024年以來的中央經濟政策的論調。經歷2023年的疫後恢復，今年初以來中國的經濟增長疲弱，而社會體感的經濟情況更差。然而，中國高層的經濟政策主調一直是「穩中求進」，「保持戰略定力」，直到這次政治局會議才明確「正視困難」，表達出「緊迫感」。

在年初的兩會，李強明確表示，不搞「大水漫灌」和短期強刺激，更多在推動高質量發展上用力。在4月底，政治局會議強調，堅持「穩中求進」工作總基調。在6月，李強在達沃斯論壇繼續3月以來的「固本培元」論，稱「經過疫情幾年的衝擊，經濟就像一個人大病初癒，按照中醫理論，這個時候是不能下猛藥的，應該精準調理、慢慢調理，使它的基礎逐步恢復。」

7月是中央經濟政策的可能拐點，期間延宕多時的三中全會終於召開。雖然中國上半年GDP勉強「保五」（5%），但市場普遍缺乏信心，寄望三中全會推出經濟刺激措施。但最後石頭落地，悄然無息，全會只是勾勒藍圖，推出溫和漸進的政策修補。7月底還召開政治局會議，表示要「保持戰略定力，堅定發展信心，唱響中國經濟光明論」，並未有釋出有力的宏觀調控信號。

簡單來說，雖然決策層有推出政策，如今年3月全國兩會宣布1萬億人民幣超長期特別國債，2月、5月和7月先後三次的貨幣政策調整，4月國務院出台資本市場新「國九條」，5月頒布「史詩級」的樓市新政，但顯現的態度和政策的力度與民間的感知和市場預期沒有同頻，甚至有缺乏痛感、看不到人民群眾「水深火熱」的感覺。反而，決策層似乎更關注「新質生產力」這個有關科技競爭和產業政策的議題。



2023年12月5日，中國富陽，一名投資者在證券所觀看股票行情。攝：Costfoto/NurPhoto via Getty Images

終於有「緊迫感」

事後回看，這次的經濟刺激急速轉向也許在9月初就有端倪。在9月6日的上海外灘金融峰會上，中國人民銀行原行長易綱指出，中國現在應該把重點放在抵擋通縮壓力上，是有官方背景的高層人士首次公開承認中國面臨通縮。此前，有關通縮的討論高度敏感，曾有報導指中國官員試圖限制相關討論，並警告分析師避免使用這個詞彙；中國官方亦高調表示，「當前中國經濟不存在通縮，下階段也不會出現通縮」。

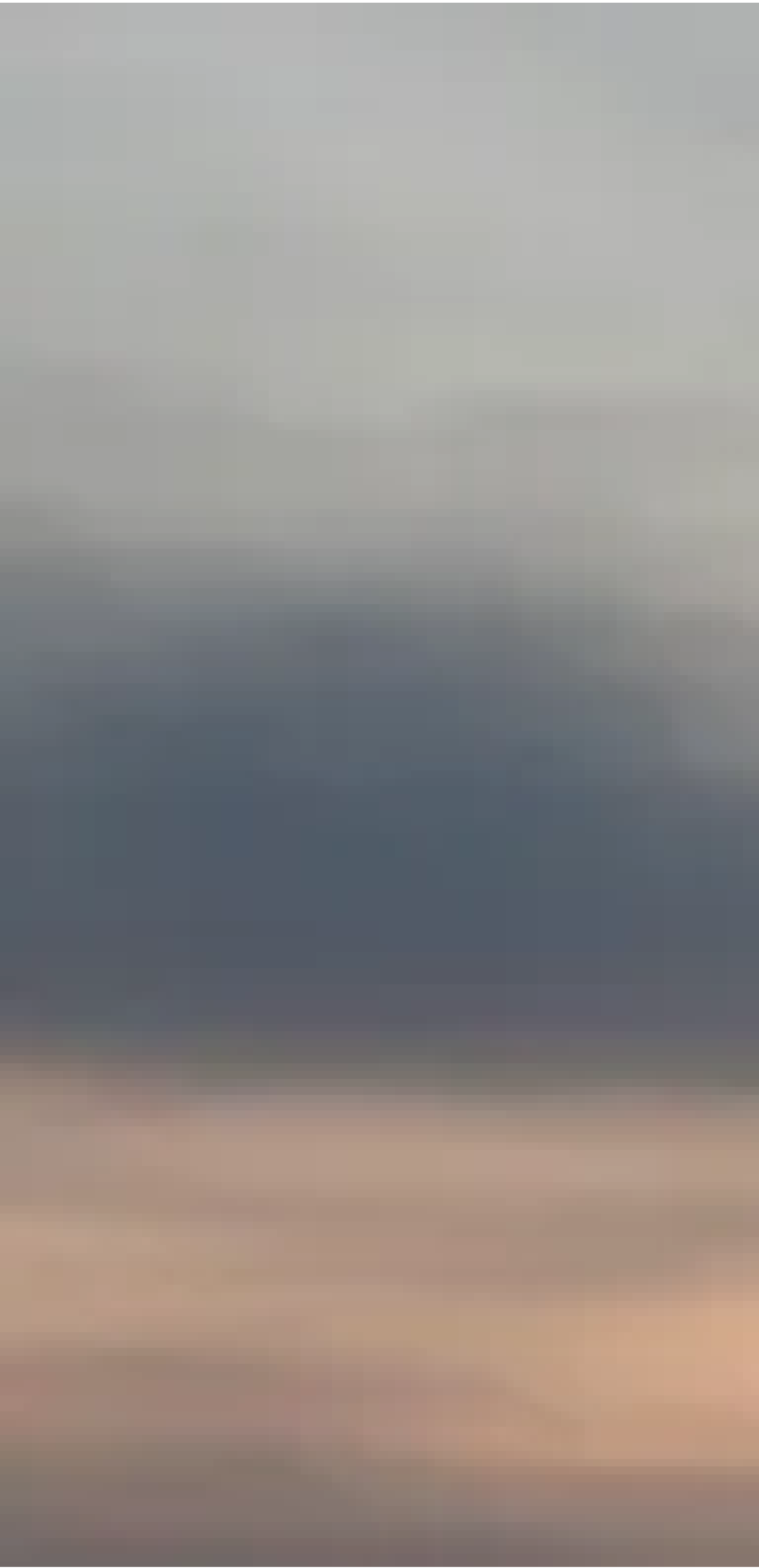
同樣在9月初，摩根士丹利進行了一次北京之行，稱感受到決策層的思維在變化，對通縮的危害性認識加強，對新的政策手段更加開放。在9月19日，摩根士丹利分析師參加臨時召開的體制類的研討座談，稱感受到決策層的緊迫感顯著上升。

在9月12日，官方一個細微的政策改變信號發出，只是當時並未被外界注意。當日習近平在甘肅召開座談會，敦促各地區各部門「努力完成」全年經濟社會發展目標任務。此前7月底政治局會議的表述是，「堅定不移」完成全年經濟社會發展目標任務。

就像所有的政策急轉彎一樣，事後回想可以找到一些線索，但引爆的時間點和程度總是出乎意料。在9月24日，即將踏入全年第四季度之際，中國三大金融部門終於在當日開市前召開強心針式的發佈會。根據彭博的報導，簡報會僅提前48小時倉促安排，高級政策制定者為此召開了數次臨時的閉門會議討論經濟問題，因為今年的經濟增長目標正變得遙不可及。當中，至少一名沿海經濟大省的官員向中央表示，該省在實現國內生產總值目標面臨困難。

在不尋常的新聞發佈後，緊接一個不尋常的政治局會議。月度召開的政治局通常在4月、7月、12月討論經濟問題，但本次罕有在9月的政治局會議「搶時間」討論經濟形勢，強調全面客觀冷靜看待當前經濟形式，正視困難、堅定信心，切實增強做好經濟工作的「責任感」和「緊迫感」。在政策表述上，會議通告明顯對財政貨幣政策的宏觀調控更積極，更多「穩增長」的篇幅，而少提及「防風險」，尤其是首次提及「促進房地產市場止跌回穩」。

到了這個時候，就算政策措施還未完全落實，但起碼政策信號和情緒終於到位了：中央著急了，要為宏觀調控升溫。



中國經濟怎麼了？

究竟中國的經濟出現了什麼問題，迫使中國政府大規模調整經濟政策？

在年初，中國官方設立的GDP目標是5%左右，第一季度同比增長5.3%，第二季度同比增長4.7%。第三季度數據還未公佈，但有高開低走之勢：中國銀行研究院預測第三季度GDP增4.8%，日經調查預測增4.6%。

單從GDP看到的經濟表現還算不俗，然而中國經濟的宏觀數據與體感感受**背離**，背後是因為名義GDP增速顯著低於實際GDP增速。名義GDP是以現行市場價格計算的GDP，與居民收入、企業營收和利潤以及政府財政收入等直接相關，而實質GDP則是排除了因價格基數不同的GDP數據。如果名義GDP除以實質GDP，即GDP平減指數為負數，則表明經濟中存在通縮的現象，體感到的經濟疲弱。根據摩根士丹利的**分析**，中國的GDP平減指數已連續五個季度下跌，可能會延續到2025年，將是1993年有數據以來持續時間最長的一次通縮。

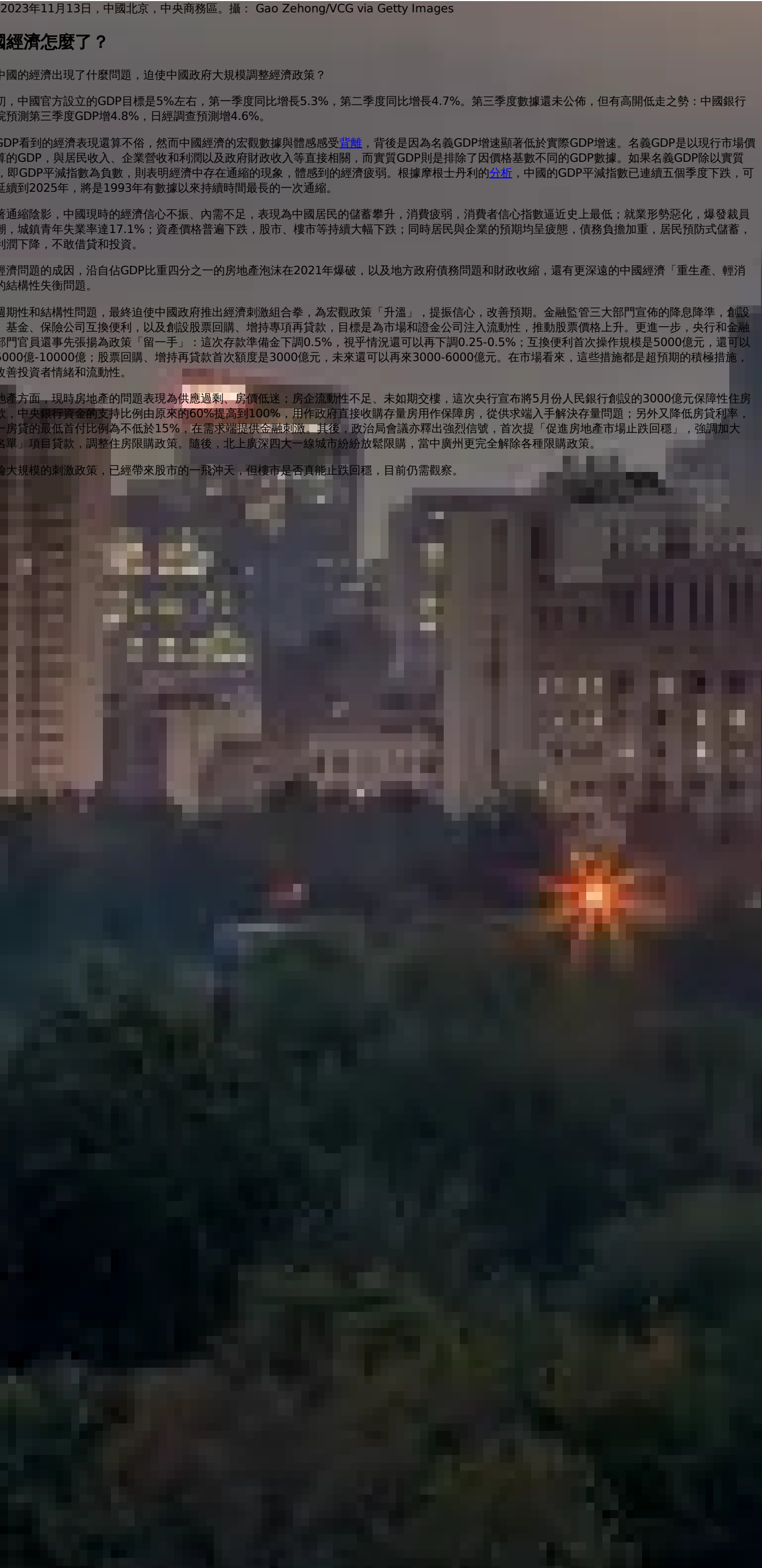
伴隨著通縮陰影，中國現時的經濟信心不振、內需不足，表現為中國居民的儲蓄攀升，消費疲弱，消費者信心指數逼近史上最低；就業形勢惡化，爆發裁員降薪潮，城鎮青年失業率達17.1%；資產價格普遍下跌，股市、樓市等持續大幅下跌；同時居民與企業的預期均呈疲態，債務負擔加重，居民預防式儲蓄，企業利潤下降，不敢借貸和投資。

這些經濟問題的成因，沿自佔GDP比重四分之一的房地產泡沫在2021年爆破，以及地方政府債務問題和財政收縮，還有更深遠的中國經濟「重生產、輕消費」的結構性失衡問題。

這些週期性和結構性問題，最終迫使中國政府推出經濟刺激組合拳，為宏觀政策「升溫」，提振信心，改善預期。金融監管三大部門宣佈的降息降準，創設證券、基金、保險公司互換便利，以及創設股票回購、增持專項再貸款，目標是為市場和證金公司注入流動性，推動股票價格上升。更進一步，央行和金融監管部門官員還事先張揚為政策「留一手」：這次存款準備金下調0.5%，視乎情況還可以再下調0.25-0.5%；互換便利首次操作規模是5000億元，還可以再來5000億-10000億；股票回購、增持再貸款首次額度是3000億元，未來還可以再來3000-6000億元。在市場看來，這些措施都是超預期的積極措施，有助改善投資者情緒和流動性。

在房地產方面，現時房地產的問題表現為供應過剩、房價低迷；房企流動性不足、未如期交樓，這次央行宣布將5月份人民銀行創設的3000億元保障性住房再貸款，中央銀行資金的支持比例由原來的60%提高到100%，用作政府直接收購存量房用作保障房，從供求端入手解決存量問題；另外又降低房貸利率，並統一房貸的最低首付比例為不低於15%，在需求端提供金融刺激。其後，政治局會議亦釋出強烈信號，首次提「促進房地產市場止跌回穩」，強調加大「白名單」項目貸款，調整住房限購政策。隨後，北上廣深四大一線城市紛紛放鬆限購，當中廣州更完全解除各種限購政策。

這一輪大規模的刺激政策，已經帶來股市的一飛沖天，但樓市是否真能止跌回穩，目前仍需觀察。





2024年9月26日，中國上海，商務區的電子螢幕上顯示股票市場。攝：VCG/VCG via Getty Images

中國特色的急轉彎

在這幾年，像這輪經濟刺激的急轉彎並非例外，甚至成為一種日益常見的操作，我們從中可看到中國政治制度的特質。

基於中國政治體制的封閉性質，我們無法得知政策制定的具體過程，但可以觀察到的是，目前中央高度集權，重大決策往上推，而最上決策者似乎因注意力和信息匱乏，要到情況惡化成危機臨界點才介入。

法律學者張潮月的新書《走鋼絲：中國如何監管科技巨頭並治理經濟》就研究**中國政策延遲的現象**。在書中她提出中國的決策者陷入「要不做太少，要不做太多」的循環，往往到問題非常嚴重才採取急速而戲劇性的轉變；而轉變即使出於良好意圖，也常常帶來意想不到的衝擊和反效果。在互聯網領域，中國監管部門包容科技企業在一段時間野蠻生長，直到決策層在2020年底改變看法，發起一場歷時一年半的互聯網監管風暴。在房地產領域，中國政府放任房企用「高負債、高槓桿、高周轉」的方式粗暴生長，直到2020年末提出三條紅線，才一下子捅破房地產泡沫，但同時帶來巨大的經濟震動。近日中國經濟的低迷，很大程度是正是和互聯網和房地產的監管風暴有關，背後是中國體制「一放就亂，一管就死」循環的結果。

近年最大的政策，是2022年末北京突然取消「動態清零」的防疫政策。這次疫後最大規模的經濟刺激急轉彎，也令人聯想起那場已然停息，但影響仍並未遠去的新冠疫情。在疫情期間，中國官方將「動態清零」上升到「中國方案」的高度，視為中國制度優越性的表現，堅稱「動態清零不鬆搖」。然而，隨著傳播力更強、死亡率更低的奧密克戎在2022年來襲，全球大部分地區選擇放寬限制措施，與病毒共存，中國卻依然嚴防死守。直到2022年11月的烏魯木齊火災事件，以及隨之而來全國各地興起的白紙運動，北京的決策層才突然改變政策。

比較兩次決策急轉彎，新冠疫情的情況是有健康專家早在2022年3月提出逐步放鬆管制的建議，但到年末社會抗爭出現才改弦易轍；而中國經濟衰退的信號至少存在一年。智庫和經濟學家對此有大量的討論，但中國政府遲至2024年最後一個季度才推出，似乎與疫情一樣有決策延宕的問題。

某種程度上，中國的核心理官僚體制就像一頭大象，皮粗肉厚，對疼痛感遲緩，又體型龐大，轉身緩慢。到感知到疼痛已是劇痛，然後掉頭奔跑，那往地動山搖……

好的方面是，政府的核心官僚仍理性決策，形勢比人強時還可急轉彎，權衡利弊下回應社會的一些訴求，畢竟社會穩定和經濟增長仍是政權合法性的支柱。但壞的方面是，政府決策權向上集中，以致問題不斷累積，就算最後懸崖勒馬，大範圍的傷害已經造成。



地方重於一切

中國的宏觀調控有兩個抓手——貨幣政策和財政政策。在貨幣和金融政策出爐後，現時所有人的目光落在中國政府還將推出哪些財政擴張政策，貨幣和財政的組合拳又是否真能幫助中國拉出通縮困局。

根據路透社在9月26日的[報導](#)，兩名知情人士披露，中國今年計劃發行總值約人民幣2萬億元的特別國債，當中1萬億元的特別主權債券用作刺激消費，補貼消費品以舊換新和大型商業設備升級，提供家庭津貼；另外財政部再籌集1萬億元，幫助地方政府解決債務問題。

值得指出的是，這些經濟刺激措施的關鍵落點將是地方政府，而現時減輕地方的財政壓力，提升它們在經濟事務的積極性，可能比任何時候更加重要。由於房地產問題引致土地收入驟減，加上疫情期間的公共醫療開支，地方面臨巨大的財政壓力，要過「緊日子」。在這種情況下，政府部門開支收縮，影響地方經濟，更有甚者某些地方政府成為企業的「攫取之手」，胡亂收費、頻繁罰款，打擊企業信心。

而地方更深層的問題是，如同《經濟學人》的[報導](#)指出，中國的地方政府在現時的政治生態下越來越被動，士氣低落且有信心危機。一方面，地方官的權力減少，責任變大，風險增加；另一方面市場大環境不好，本來地方政府決策的空間收窄，而決策效果預期不佳，就更加「多做多錯，少做少錯」，只等著上面決策。

總而言之，中國的經濟問題既是經濟問題，更是政治問題。中央集權既是應對經濟問題的強力依靠，但同時也是經濟問題繞不開的制度原因。

本刊載內容版權為端傳媒或相關單位所有，未經[端傳媒編輯部](#)授權，請勿轉載或複製，否則即為侵權。

