



前幾月關於中國經濟下行的爭論猶在耳邊，而今對於泡沫與過熱風險的防範卻已經進入中央決策層的視野。政經觀察人士指出，每到換屆，中國都會出現一股「大幹快上」的熱潮，形成「換屆泡沫」，以投資過熱、產能過剩、通脹飆升、不良貸款激增等為代價，實現短期的經濟快速增長，最終招致中央嚴厲出手「擠乾」泡沫，令經濟出現大起大落。去年下半年至今，中央及地方數十萬億投資計劃已呈箭在弦上之勢，對於新一屆領導人來說，防範「換屆泡沫」將是執政開局年面臨的最大經濟挑戰。

■香港文匯報記者 海巖 北京報道

中國投資學會會長張漢亞向香港文匯報表示，2013年是「十二五」規劃的第三年，歷史上來看，每個五年規劃的第三年，都是項目規劃最多、投資最快的一年。另一方面，今年是政府換屆全面完成的一年，地方政府、中央政府都存在投資衝動。

多地投資計劃均超萬億

從去年下半年開始，中央與地方的投資衝動已然顯現。在穩增長的背景下，新開工項目計劃總投資與固定資產投資累計同比增速連續七個月回升，去年下半年，國家發改委累計審批項目上百個，金額達7萬億左右，從項目審批到開工通常有半年左右的滯後期，觀察人士認為，這些投資在今年將加速落實，新一屆政府上任亦將催生新的投資計劃與實施。

實際上，近半年來，內地十省市發佈大規模經濟刺激計劃或穩增長措施，涉及金額近20萬億元，遠超2008年中央政府的4萬億投資計劃。其中，廣東、天津、山西、重慶、福建、貴州、四川的投資計劃均超萬億元。今年山西、遼寧、河南、陝西等20餘省市區，將2013年的固定資產投資增速目標設定在20%以上，其中貴州最高達到35%。

回想到2004年一季度，全國平均43%的超高投資增速最終招致的一場嚴厲的宏觀調控，2013年各地高調的投資目標與計劃，引發各界對投資再過熱的擔憂。

地方債務風險可能爆發

國家信息中心預測部主任祝寶良認為，調結構是中國「開弓沒有回頭箭」的戰略，新一輪的投資過熱，貽害新十年經濟調結構的進程。如今地方債務風險已不小，累積的地方政府性債務餘額高達10.7萬億元。「一旦再來一場『大幹快上』的投資躍進，料屆時地方政府的債務風險會全面爆發。」此外，鋼鐵、煤炭、電解鋁等過往投資大戶，當前都處於嚴重的產能過剩格局。

中國交通銀行首席經濟學家連平認為，地方政府的平台貸款、產能過剩行業和房地產業，直接主導了銀行貸款不良資產的演進方向。目前高達67萬億元的貸款餘額，極有可能因為這些領域的再度過熱，不良資產率在未來大幅度攀升。業內估計，如果今年利不住地方政府的投資衝動，全年的新增貸款將創出新高。

物價料走高 房價或反彈

此外，在投資泡沫的影響下，連平認為，2013年中國經濟運行還可能面臨「物價走高、房價反彈、資本流入、貨幣升值」四方面壓力。如果出現投資過熱，物價上漲就可能演變成新一輪通貨膨脹風險，而房地產調整政策一旦切換不當，房價可能出現復性反彈。此外，隨著經濟增速逐步趨回升，國內貨幣政策已不可能大幅放鬆，今年下半年不排除小幅收緊的可能性，由此預計今年中外利差、資產收益差可能有所擴大，從而吸引資本流入和資產本幣化步伐的加快，屆時人民幣升值壓力又將再現。

本輪蠢蠢欲動的投資衝動，已引起高層警覺。近期，國家發改委主任張平警告，「要警惕投資過熱」，而早前中國央行行長周小川就發出「中國經濟始終有過熱衝動，經濟易熱不易冷，潛在通脹壓力較大，政策要始終保持關注通脹」的風險警示。

專家：政府衝動不抑制 產能過剩難解決



■鋼鐵行業是內地產能過剩的行業之一。資料圖片

在過去十年，中國經歷了數波高速的投資擴張，由此製造了不少產能過剩領域。重工業投資熱，鋼鐵廠、水泥廠、電解鋁廠等遍地開花。在「換屆泡沫」的背景下，中央在去年底召開的中央經濟工作會議就提出，「化解產能過剩矛盾」與防止經濟下行並列為今年經濟工作的重點。不過政經分析人士指出，眼下，中國解決產能過剩問題凸顯政策難題。「如果不抑制政府投資的衝動，則產能過剩得不到解決，甚至會愈演愈烈；如果壓縮產能，則經濟可能會遭遇滑坡。」

產能過剩是中國經濟的痼疾，自上世紀90年代以來一直困擾着中國經濟。過往政府多次出手干預，產能過剩仍呈擴散、惡化之勢。有機構研究稱，2012年中國製造業的產能利用率還不及2008年，只相當於2007年前水平的70%。

可鼓勵企業兼併或重組

國家信息中心預測部主任祝寶良認為，經濟過熱時期，市場主體投資熱情高漲，出現大量重複建設；經濟過冷時期，這些行業本該經歷由市場法則主導的優勝劣汰，但各級政府傾向於通過基礎設施等投資來提振經濟，不僅妨礙了正常的優勝劣汰，甚至追加投資，以圖佔有更大市場份額，擠垮競爭對手，結果是形成更大的供給，加劇產能過剩。

祝寶良稱，這種帶有結構性的調整不是短期內能解決的。穩增長的目的就是拉動需求，略微緩解過剩的矛盾。此外，要通過環境成本、價格、技術標準等來慢慢淘汰，鼓勵兼併、破產、重組，還可鼓勵企業「走出去」。

7萬億審批項目今年將陸續上馬

「換屆泡沫」恐再現 投資過熱須慎防



■防範「換屆泡沫」將是新一屆領導人在執政開局年面臨的最大經濟挑戰。圖為北京一個建築工地。資料圖片

未來十年增速 將適度放緩

在政經觀察家看來，中國經濟具有明顯的周期特性，政治周期和改革周期都對經濟周期有實質影響，而新一屆中央領導人上台也意味着新周期的啟動。

增長可望維持9%左右

回顧過去30年，中國交通銀行首席經濟學家連平指出，鄧小平主政和改革開放催生了上世紀80年代初期和中期的高速增长；江澤民、朱鎔基主政和市場經濟體制帶來了1992-1996年的第一個連續五年兩位數增長；胡錦濤、溫家寶主政以及加入WTO、城鎮化戰略實施推動了2003-2007年的第二個連續五年的兩位數增長。「而每一周期的中後段又都遭遇了改革正效應減弱和外部衝擊疊加，經濟增速明顯放緩。」

對於未來十年，連平認為，受政治周期和改革周期的影響，大致可分為兩階段。「前五年中，改革積極推進，措施落實有力，經濟增長相對較快而經濟結構同步改善、增長質量得以提升。而後五年隨着改革正效應的遞減和國際金融危機的影響，經濟運行的不確定性增加，增速明顯放緩。」

連平預計，未來十年中國經濟發展仍將保持較高速度。在環境與資源條件的制約下，這十年經濟增長速度會適度放緩，難以出現上一周期年均10%的增長，但也不會驟降為年均7%左右，可能性較大的是8%-9%。

固定資產投資或迎高潮

工銀瑞信基金管理有限公司首席經濟學家陳超分



■專家預計，未來十年中國難以出現年均10%的增長。圖為福建一家企業。資料圖片

析認為，中國經濟周期受到「三大周期」的疊加影響。短周期是企業庫存周期，一般在2-3年完成一個周期，中周期是設備投資周期，改革開放至今，已經歷了三輪，每一輪平均9-10年；此外，由政府換屆推動投資是中國特有的政治投資周期，與政府任期一致，為五年。

陳超認為，2013年中國經濟處於庫存周期的上升期和政治周期與設備投資周期的交界期，企業庫存仍在增加，固定資產投資則可能迎來近年來的高潮，同時也處於新一輪設備投資周期的臨界點。

此外，陳超分析，宏觀經濟政策亦呈現周期性。財政政策存在一定的政治周期，每屆政府任期內，或每個五年計劃期內，都存在一次基建投資大規模加速的現象，一般發生在每屆政府的第一年或五年計劃的中期。至於貨幣政策，在總需求增長過快，通脹壓力加大時，貨幣政策則緊縮，主要通過投資的放緩來抑制總需求過快增長。2013年恰逢新一屆政府上台的第一年和「十二五」規劃中間年，或又將迎來擴張財政政策與偏緊貨幣政策的組合，以抑制可能出現的經濟風險。

今年財赤預算 料重減稅減負



■專家認為，新增的財政赤字安排，預計將主要用於支持結構性減稅。

業界預計，今年全國人大會議有望通過1.2萬億財政赤字的預算案，是2008年最大赤字規模，而全年新增人民幣貸款則控制在9萬億元左右，高於過去三年水平。政經分析人士指出，今年財政及貨幣政策總量上有所擴張，正是考慮到換屆後地方政府有較強的投資衝動，須依靠適當的財政資金和信貸規模加以配套。但並不意味着，今年宏觀政策基調會

比去年寬鬆，到下半年政策基調可能從中性走向緊縮，財政政策欲在減稅上發力，出現新一輪信貸狂潮的可能性低。

利於產業發展項目優先

交通銀行首席經濟學家連平認為，新增的財政赤字安排，預計將主要用於支持結構性減稅和民生等領域的基礎設施投資。因此，2013年中國結構性減稅的力度有望擴大，企業稅負將進一步減輕。

去年底召開的全國稅務工作會議提出，2013年中央稅收收入計劃增幅為8%，比去年的計劃增幅低1.2個百分點。中央調低2013年稅收增長計劃目標，為結構性減稅留出空間。

此外，為防範投資過熱，中央對今年基礎設施投資設置了限定條件，即在「打基礎、利長遠、惠民生、又不會造成重複建設」的領域加大公共投資力度。祝寶良稱，這是防止亂上項目，有利於產業發展的基建項目，如促進網絡消費發展的IT、寬帶網等要優先，對不是急需、帶有重複性的項目要暫

貨幣政策不宜過於寬鬆

至於貨幣政策，金融主管部門有關官員向本報表示，如果不發生特殊情況，全年新增人民幣貸款基本控制在9萬億元。這是個比過去三年嚴控的新增貸款數量要稍微寬鬆一點的規模。

「地方政府換屆後肯定會有投資衝動，但其衝動面臨着雙重約束：一是缺少出資能力，資本金匱乏；二是微地拆遷難。這兩個因素決定了地方政府的項目啟動較難，銀行的配套更難。」上述官員表示，目前很多地方政府手頭都不寬裕，拿不出更多資金啟動大項目，所以衝動雖有，行動卻難。他並稱，不少地方政府也意識到，上屆政府任期沉澱的問題和矛盾尚未充分解決，如果繼續盲目前行大舉投入，過去積累的矛盾極有可能在任期未到之前，就提前暴露，得不償失。

連平也指出，考慮到未來在經濟增長、物價運行和資本流動三個方面，相比2012年有明顯變化，貨幣政策在具體實施方向上將改變2012年向鬆微調的特徵，通過真正的中性操作，尋求經濟運行的平衡，為避免投資增速過快，貨幣政策不宜過於寬鬆。