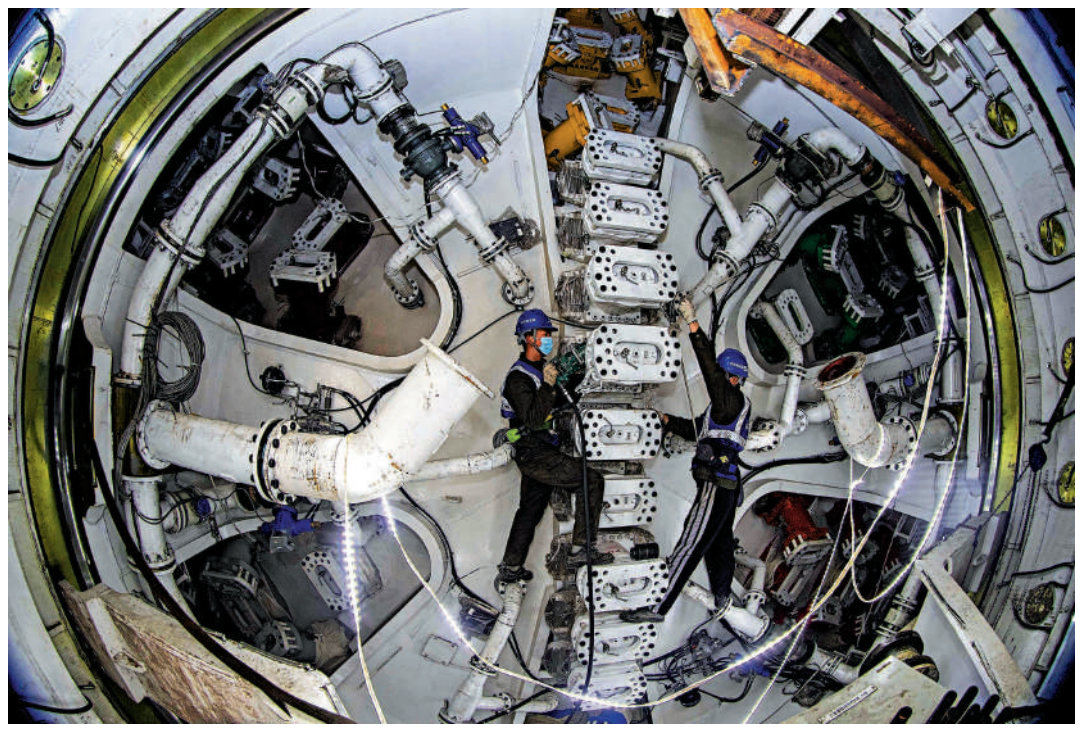


►從當前情況看，依靠投資穩增長效果會越來越弱，周期也會越來越短。

由於債務飽和與無效產能過剩，穩增長政策不能僅依賴投資，而是要靠市場主體的內生動力，靠企業家提高「資產周轉率」，發揮大國經濟的規模效應和經營槓桿效應。要做到這一點，就要推動新一輪的改革開放。當下，穩定企業家預期和信心是關鍵，這就需要增加長期化的制度資本投資，減少帶有短期性質和人治性質的政策和辦法。

穩增長的關鍵是什麼？

澤被萬物　趙 建
西澤研究院院長

潮起潮落，寒來暑往，中國經濟又到了「穩增長」的時節。很多人問，這一次，穩增長靠什麼？依靠過去經驗，答案是投資。那錢從哪裏來？借債。誰借誰的錢？地方政府、房企借銀行的錢，建工程上專案蓋房子，增加訂單拉動就業等。銀行的錢從哪裏來？一般人的標準答案是老百姓和企業的存款，現代貨幣理論（MMT）認為這個答案是錯誤的，現代信用貨幣下，銀行可以憑空創造貸款／貨幣，無需先有存款，因為現代貨幣的本質是銀行會計、複式記賬，銀行的負債就是貨幣（廣義貨幣）。

如果MMT的理論正確，那麼這個穩增長的鏈條就簡單了：地方政府和部分企業拿着銀行憑空創造的錢去搞投資，投資上馬的專案拉動訂單和擴大就業，稅收也因此增加，GDP和就業同時改善，穩增長的任務就完成了。可惜，MMT並不正確，或者說存在很強的條件約束，很容易迷惑人。

用投資來穩增長的效果是很明顯的，因為投資直接可以帶來需求。比如在新城或者開發區，一旦有了大的投資專案，無論是廠房、產業園區，還是寫字樓、住宅，都會很快的帶動周邊的需求。建築、建材、裝修、家裝等工人便聚集在此，這些人也需要餐飲、生活服務和娛樂等，於是慢慢的一個生活圈便建立起來了。這個專案全部建設完可能需要一年多，那麼這一年多就以此為中心形成了一個經濟帶，有就業、有產出、經濟可以穩定增長。尤其是房地產投資，由於產業鏈較長，就業密度和資金密度都較高，而且還可以衍生信用創造貨幣，對短期需求的刺激非常明顯。

但從當前情況來看，依靠投資穩增長效果會越來越弱，周期也會越來越短。首先，城市可開發的專案越來越少，很多專案是重複建設，比如很多產業園空空蕩蕩，新城成了「鬼城」。又如現在大部分大城市、省會城市都有了地鐵，但是乘用率都不高，基本也都是補貼運營。其次，地方政府可招商引資的專案也越來越受限制，主要是受到土地空間和雙碳目標下環保條件的約束，過去靠廉價土地和低環保標準的政策優勢招商引資的做法，已經慢慢行不通。第三，地方政府的債務率太高，在房地產受到限制，土地轉讓金斷崖式下跌的情況下，即使有專案也沒預算。最後一點，當前的審計越來越嚴格，上級巡視造成的壓力較大，官員搞專案投資的動力意願大減。

優質投資專案稀缺

投資專案總有結束的一天。當專案結束後，無論是廠房、寫字樓，還是住宅、特色小鎮，創造需求的方式就需要從建設轉為運營，背後的現金流方式就需要從融資性現金流轉為經營性現金流，從現金流出轉為現金流入，主營商需要從投資建設轉為運營服務，就業的人員從建築工人，轉換為產業工人。這個轉換過程的關鍵在於，能否在當地形成產業，主導的專案方能否從政府和房企，轉為一般企業。如果產業園區、寫字樓入駐滿了企業，這些企業又大量招聘了員工，這些員工在當地買房安家，這樣的經濟增長就會持續下去——雖然與搞大投資的時候相比，GDP增速會下一個台階。

與此同時，這些大投資的參與主體也會進入一個償債周期——大投資的陰面就是大負債。總體上有三類現金流可以作為債務償還的來源：一是經營性現金流，這取決於投資專案的資產收益率，這個收益率需要能覆蓋過借債利率；二是融資性現金流，就是能否借新還舊；三是投資性現金流，一般來說是對外投資的收益，加上處置資產（變賣）收回的現金。如果這三類現金流都不足以償債，那麼企業就會處於違約破產的狀態。

從當前各地政府建的新城、開發區、產業園區、特色小鎮等大專案來看，除了一二線城市產業集聚比較強的地區，大部分三四線城市政府主導的專案，資產收益率都非常的低，基本不足以覆蓋償債利息，說明無法依賴經營性現金流，只能依靠借新還舊或處置變賣資產。這樣的地方政府實際上已經處於了「明斯基時刻」。但是由於政府不會破產，上一級政府的信用增信還在，即使全國性銀行因為風控黑名單不再給他們授信，當地的法人銀行卻可以繼續借錢給他們，這不過是另一種形式的MMT——前提是央行不斷給地方小銀行補充流動性。

因此，大投資能持續穩增長的前提條件有兩個：一是資產收益率要保持在一定的水準，至少能夠覆蓋債務成本，不能都是低效資產、形象工程，準備新上的專案至少要有新的發展敘事來獲取上級的批准。二是錢能跟得上，能持續獲得融資，尤其是地方法人銀行的MMT能力。

由於前期積累的低效資產太多，資產周轉率衰退的厲害，同時債務密集度近乎飽和，各地區地方銀行競爭性印鈔越來越兇猛，導致全國範圍內的「貨幣超發」，M2（廣義貨幣供應）已經超過240萬億人民幣，貨幣化率也大大高於2。在這種情況下，如果通脹壓力越來越大，銀行資產負債表的擴張周期也終將告一段落。

目前來看，通脹在統計上回落到「0」時代，又為貨幣寬鬆打開空間，依靠大負債來進行大投資穩增長的空間仍然還在。但這是央行的貨幣政策視角，還有其他政策部門的合規限制，銀保監會、國資委、發改委、生態部、住建部、中紀委等。如果要跟以往一樣發揮出大投資的效果，需要中央各部委都達到共識。顯然，這裏面涉及很複雜的問題。從這個角度來看，這次穩增長要繼續依靠大投資，還有很多的障礙需要破除，這已經不是錢的問題。而穩增長中「特效藥」房地產投資，在去年的「三條紅線」和房貸集中度管理兩面夾擊的情況下，大部分房企已經處於實質性破產狀態，企業組織要素動員生產的能力喪失。更重要的是「哀莫大於心死」，在人們的預期體系裏，房地產已經被「殺死」了，修復需要一定的時間。

回頭來看，中國最成功、最有歷史意義的一次「穩增長」，是在四十多年前計劃經濟處於「崩潰邊緣」的時候，果斷施行了改革開放，讓市場成為資源配置的決定性手段，讓企業家成為組織生產要素的主角。這種變化，帶來了近半個世紀的穩定增長。可以說，這個穩增長的效果，對中國來說是里程碑式的，它徹底轉換了中國經濟增長的結構和範式。

當務之急 穩固信心

但這並不意味着這四十多年沒有周期性的波動，市場經濟是有周期的，企業家根據價格信號組織要素也存在盲目和無序。但周期的波動是一個學習的過程，企業家需要在市場的風浪中拓展認知曲線，不斷進行商業模式和核心技術的更新迭代，以避免被殘酷的市場競爭所淘汰。同時，也要尊重遵守遊戲規則，市場經濟的本質也是法治經濟，沒有規則就沒有自由。

當經濟發展到一定階段，企業發展到一定階段，企業家也要學習對社會資本的投資，提高企業的社會屬性，共同為一個好的營商環境和社會環境而努力。這樣的發展過程構成了發展經濟體走向現代經濟的一般過程。這樣的過程，表現出來的是工業化和城市化進程，在制度動力學上則是「政府放權讓利+市場生態培育+企業家努力+社會治理緩衝」的動態過程，最終形成了比較理想的具有韌性的經濟體。

上述四個改革動力，在不同的階段發力的重點不一樣。在改革開放初期，政府放權讓利是主要動力。但只放還不行，還要樹立市場規則，培育市場生態，讓市場逐漸成為決定性的資源配置手段。在此基礎上，企業和企業家湧現，逐漸成為市場的主角，現代經濟的本質是企業家經濟。當發展到一定階段，尤其是工業化和城市化進入後期階段後，企業家精神異化、資本無序發展、大企業壟斷等問題紛紛出現，這個時候法治建設和進一步的制度設計變得更加重要，而政府和市場之外的第三個資源配置方式——社會資本，則在不斷激化的矛盾中發揮出巨大的作用。擁有較多自由現金流的企業家應該更加重視企業的社會責任、社會形象和社會資本的投資。當前流行的ESG（環境、社會、治理）體系就是其中之一。

2022年，面對更為嚴峻的穩增長形勢，除了加大基建投資和放鬆房地產投資外，還是要把重點放到我們十幾年來積累的資本存量上，如何在中國獨特的基礎設施優勢下，盤活各地的國有資產和社會資本，繼續發揮大市場的規模效應和槓桿效應，才是「性價比」最高的穩增長措施。

要做到這一點，還是要借鑒改革開放最寶貴、最成功的經驗，請回企業家登上舞台成為主角，尤其是立足於創新和實業的，在國際上具有競爭力的民營企業，以及解決基層就業的中小企業。這些企業家的能量和潛力仍然還在，關鍵是預期和信心。預期和信心的來源則是看制度的穩定性，看政府對市場、對民營經濟「一百年不變」的明確定位。

GDP高增長與高品質可兼備

憑高望遠　徐 高
中銀國際證券
首席經濟學家

GDP是人們最耳熟能詳的經濟指標。從生產法角度，GDP定義為「按市場價格計算的一個國家（或地區）所有常住單位在一定時期內生產活動的最終成果」。簡單來說，GDP衡量了一個經濟體的總產出。2021年，中國GDP總量約為114萬億元人民幣，扣除價格因素後比2020年GDP高出了8.1%。

GDP當然是個數，因而容易被視為僅僅是衡量經濟大小的一個數量指標。在中國着力推進高質量發展的背景下，各方對GDP的關注度有所降低。甚至有人將GDP與經濟品質提升割裂或是對立起來，以為高質量發展不關GDP的事。

事實上，如果對GDP多一些了解的話，就可以知道GDP也是一個反映經濟品質的指標。

一個思想實驗可以幫助我們更清楚地看到GDP中的品質內涵。假設有外星人在外太空用先進儀器觀察地球，試圖統計地球上人類經濟活動的規模，應該統計些什麼數據呢？不難想到，人口數量、資源消耗量、鋼鐵產量等可以被統計出來，觀察到後直接測量就行了。但不懂人類語言的外星人沒法統計出地球上人類創造的GDP。這是因為GDP並不是各項最終產品的簡單加總，而是各種產品用價格折算之後的加總量。各種產品之間的相對價格決定於不同產品的供求關係，反映了人們對不同產品的偏好和評價。

舉個例子，假設某經濟體在某段時間裏生產了1個蘋果和1個梨。要計算這個經濟體的GDP，顯然不能把蘋果和梨簡單相加得到一個數，而必須考慮蘋果和梨之間的相對價格。在一種情況下，經濟體中的人很愛吃蘋果而不太愛吃梨，使一個蘋果的價格是一個梨的兩倍。這樣一來，如果以蘋果為計價物，這個經濟體的GDP就是1.5個蘋果（1個蘋果再加上只值半個蘋果的1個梨）。而在另一種情況下，如果人們更愛吃梨而不是蘋果，使得一個梨的價格是蘋果的兩倍。這時經濟體的GDP就是3個蘋果（1個蘋果再加上值2個蘋果的那1個梨）。

同樣是一個蘋果和一個梨的產出，GDP有時是1.5個蘋果，有時是3個蘋果。差別產生於人們偏好的不同。人們不同的偏好反映在價格上，就形成了不同產品加總時不同的折算率，因而就形成了不同的GDP數值。這是外星人無法統計出GDP的原因。

當我們要評價中國經濟品質高低、好還是不好的時候，沒有人比全中國人民更有資格了。而全中國人民的主觀評價就通過市場交易反映在了各種產品的價格中。用這些價格作為折算率加總各類產出而得到的GDP，代表了全中國人民對中國總產出的價值評價。扣除了價格因素之後的真實GDP規模越大，意味着人民對總產出的價值評價越高。

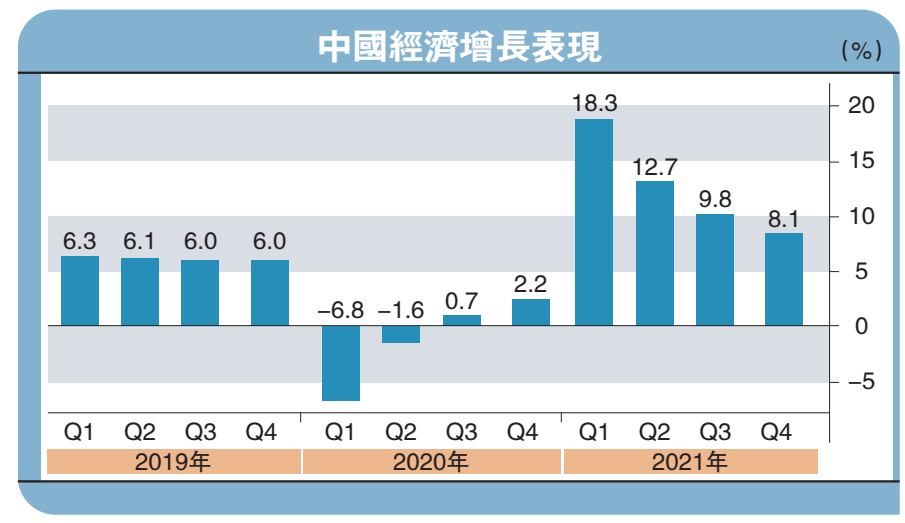
當然，GDP本身並不是經濟發展的目的，而只是讓全國人民過上更幸福生活的手段。要讓這個手段在中國人民追求更高質量發展的過程中更好地發揮作用，需要優化社會收入分配結構。

提高居民消費 利好經濟質量

GDP衡量了一個經濟體在一段時間內的總產出。這個總產出也是經濟中的總收入。要讓人民群眾從GDP的擴張中感受到更強獲得感，需要優化居民、企業和政府三大部門之間的收入分配結構，進一步提升居民部門的總收入佔GDP比重，從而讓居民有更多收入和更高消費，進而有更好的幸福感。這正是過去十年，中國消費轉型改革一直試圖在做的事情。

居民收入佔GDP比重的提升還可以提升GDP對經濟品質的評價效果。前面說過，GDP是用市場價格作為折算率加總得到的各類最終產品的總價值。價格又是在市場中由有購買力的交易者交易出來的，反映了交易者的偏好。居民收入的提升意味着居民購買力的增加，及其市場影響力的提升。這意味着市場價格可以更好反映居民的偏好。這樣的情況下，加總得到的GDP能更好反映老百姓對整體經濟的評價，成為從老百姓視角出發更加準確的經濟品質評價指標。

在2021年12月召開的中央經濟工作會議上，明確要求政府要聚精會神「推動經濟實現質的穩步提升和量的合理增長」。這已經是在糾偏那種將經濟的質和量對立起來錯誤觀點。而如果準確理解了GDP這個概念的內涵，就可以知道GDP這個既體現質、又體現量的宏觀指標的重要性。中國對高質量增長的追求很大程度要落腳到對GDP增長的追求之上。偏離了GDP這個全面客觀而又可比的指標，對高質量增長的追求很容易浮在空中、流於形式。



新盤銷情近六年最淡

樓語縱橫　楊永健
世紀21・Q動力總經理

疫情持續嚴峻，社區距離措施更有機會再進一步收緊，令近日市面變得冷冷清清，幸好最新公布失業率仍維持於3.9%，但相信亦未反映最新市況。相信大家都明白，今年農曆新年、情人節、元宵佳節，氣氛均變得冷清，花店也要減價促銷。

第五波疫情出現海嘯式爆發，新增確診人數幾何級數上升，醫護疲於奔命，令人聯想起兩年前的疫情初期的情況。還記得當日大家對病毒認識不多，市場瀰漫着恐懼氣氛，市民四出排隊撲口罩，想不到時至今日，疫苗亦已研發一段時間，但市民仍然忙於排隊輪候檢測、染疫大廈幾乎布滿全港。

兩年前的農曆大年初一是1月25日，翻查數據，受疫情影響，當年2月整體新盤市場異常淡靜，當月只有一個小型豪宅新盤推出市場發售，令該月新盤銷售大幅減少，整月全港僅售出331伙新盤單位，創自2016年1月以來的新低。本月的情況或許比兩年前的2月更糟，因為截至目前為止，本月至今新盤市場仍不足100宗成交，整個月的新盤銷售勢必跌至不足200宗的低位，比2016年的1月更加淡靜。

豪宅仍獲買家青睞

世紀21研究部的統計，以2013年一手新例實施起，按農曆年初一至年十四的兩星期銷售作統計，今年農曆新年確實是自2016年來最淡靜的農曆新年，比起兩年前疫情初期更為淡靜，2020年的農曆年初一至十四亦錄得71宗成交，今年則只錄得68宗成交，輕微減少4.2%。

不過，比對於兩年前的農曆新年，今年新盤市場出現量跌價升的現象，今個月的首半個月新盤市場僅錄得68宗成交量，整體成交金額超越15.135億元，比起兩年前的12.04億元逆市上升26%之多，主要是因為近期新盤市場接連錄得多宗逾億元的大額成交。其中，嘉里九龍塘的緹山，便於短短五日間接連售出兩間大屋，證明豪宅買家對後市仍具信心，市況雖淡靜，但市場仍然大額成交不斷。