



►在外需持續萎縮下，擴大內需戰略成為中國明年經濟工作的重心。

12月15日至16日，中央經濟工作會議在北京召開，總結了今年經濟工作，分析當前經濟形勢，同時部署了2023年經濟工作。明年是中共二十大開局之年，也是疫情政策開放後經濟復甦關鍵之年，市場高度關注此次中央經濟工作會議如何為明年經濟目標和經濟政策定調。

# 中央經濟會議提振市場信心

大學之道 清和  
智本社社長

對於今年的經濟形勢，會議指出，「當前我國經濟恢復的基礎尚不牢固，需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力仍然較大，外部環境動盪不安，給我國經濟帶來的影響加深。」

今年，內部受高傳染性新冠病毒變異株和高級別防控政策的衝擊，宏觀經濟預期全面下降，投資和消費低迷，生產、供應和企業日常經營頻頻受阻，家庭、企業和政府部門三大資產負債表惡化。國際上，美國聯儲局激進緊縮貨幣引發美元流動性枯竭，俄烏衝突引發國際石油危機，兩者對經濟構成「雙核衝擊」，金融市場震盪，人民幣匯率大波動。進入第四季度，社會零售和進口按年增速均轉負，投資全面下滑，房地產市場再度崩潰，基建和製造業投資回落。

12月，防疫政策全面轉開放，新冠疫情在全國範圍內廣泛傳播，短期內衝擊供需兩端。預計疫情政策轉向後一段時間，社會經濟將經歷一個震盪期和適應期，投資和消費恢復可能慢於預期。會議要求「加快構建新發展格局，着力推動高質量發展，更好統籌疫情防控和經濟社會發展」，推動疫後經濟復甦。

## 明年出口承壓 重點擴大內需

明年上半年，歐美經濟大概率持續衰退，全球迎來貿易寒冬，中國出口繼續承壓；同時，美聯儲將聯邦基金利率推至5厘左右並將這一限制性的利率水平維持一定時間，新興市場將面臨最艱難時刻。會議要求「全面深化改革開放，大力提振市場信心，把實施擴大內需戰略同深化供給側結構性改革有機結合起來。」面對外需持續萎縮的挑戰，擴大內需戰略將成為明年經濟工作的重心。「要把恢復和擴大消費擺在優先位置」，政府將出台更多消費刺激、需求提振的政策。

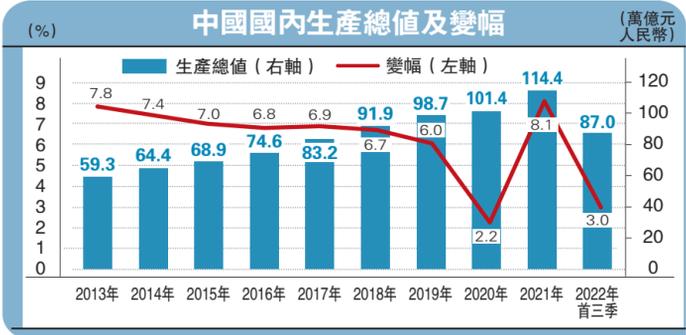
會議對明年經濟的總基調是「穩字當頭、穩中求進。」具體包括「突出做好穩增長、穩就業、穩物價工作，有效防範化解重大風險。」今年第二季和第四季經濟遭遇嚴重的疫情衝擊，全年經濟增速預計略低於3%。明年經濟增長目標可能定在5%左右，本次經濟工作會議對此進行評估，但需到明年「兩會」才會揭曉。

落實到經濟政策上，會議要求「繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策，加大宏觀政策調控力度，加強各類政策協調配合。」

## 財政續擴張 赤字率升至3%

政策要求加力提效，提出「保持必要的財政支出強度，優化組合赤字、專項債、貼息等工具。」預計明年財政繼續擴張，赤字率將提高至3%左右，地方專項債擴至4萬億元（人民幣，下同）。今年，政策性銀行發力，提供8000億元基礎設施信貸、6000億元政策性金融工具、2000億元保交樓專項借款。明年還將繼續擴張政策性銀行的「準財政」作用。

貨幣政策要求精準有力，要求「保持流動性合理充裕，保持廣義貨幣供應量和社會融資規模增速同名義經濟增速基本匹配。」今年人民銀行兩次降準、兩次降低中期借貸便利利



率、三次降低市場報價利率，預計明年貨幣政策依然維持擴張態勢，還可能繼續減息，重點在結構性貨幣工具和寬信貸政策上。

除了繼續支持基礎設施投資、民生保障、保交樓和穩樓市之外，明年財政和貨幣政策一項重點任務是加大高端製造業和技術產業的投資。

在全球政治安全焦慮陡增，以及中美衝突不斷的大背景之下，今年二十大正式提出「統籌發展和安全」，提出高質量發展要求和廣泛的安全需求，「在關係安全發展的領域加快補齊短板，提升戰略性資源供應保障能力。」

本次中央經濟工作會議強調，產業政策要發展和安全並舉，科技政策要聚焦自立自強。明年，政府將使用結構性貨幣工具和專項財政政策，大力支持傳統產業改造升級和戰略性新興產業，以謀求技術自立自強。重點涉及國家安全、經濟命脈和技術封鎖的產業和技術，包括資訊技術、人工智慧、生物技術、新能源、新材料、高端裝備等。會議還提出推動「科技—產業—金融」良性迴圈，「發揮好政府在關鍵核心技術攻關中的組織作用」。預計，政府主導、專項財政和機構性貨幣，將成為技術產業投資的標記。

本次經濟工作會議，對房地產、互聯網和民營企業發展的政策備受外界關注。近兩年來，市場外部環境惡化，政策穩定性降低，民營企業遭遇新冠疫情及防控政策的衝擊，房地產企業因流動性限制而引發債務風險，互聯網平台面臨持續的反壟斷調查和監管壓力。

第四季度宏觀經濟惡化，尤其是房地產市場再度崩潰，金融「十六條」政策出台拯救房企，信貸、債券、股權「三箭齊發」，房地產市場現政策底。11月底，防疫「新十條」頒布，防疫政策全面走向開放。在宏觀經濟陷入低迷之際，防疫和房地產政策均出現政策底。

明年，宏觀經濟復甦面臨壓力，而微觀環境將有所改善。會議明確強調「針對社會上對我們是否堅持『兩個毫不動搖』的不正確論調，必須亮明態度，毫不含糊」，重申「要從制度和法律上把對國企民企等對待的要求落下來，從政策和輿論上鼓勵支持民營經濟和民營企業發展壯大。」

## 確保樓市平穩 改善房企負債

這為微觀環境的改善奠定基調，擴大民營企業的經營空間。實際上，中國民營企業在國民經濟中發揮着「56789」的重要作用，即是「民營經濟貢獻了全國經濟50%以上的稅收、60%以上的GDP、70%以上的技術創新成果、80%以上的城鎮勞動就業，90%以上的企業數量」，提振民營經濟有助於明年穩增長、穩就業和

保民生。

關於房地產。會議要求「確保房地產市場平穩發展，扎實做好保交樓、保民生、保穩定各項工作，滿足行業合理融資需求，推動行業重組併購，有效防範化解優質頭部房企風險，改善資產負債狀況。」

近期，副總理劉鶴指出，「房地產是國民經濟的支柱產業，針對當前出現的下行風險，我們已出台一些政策，正在考慮新的舉措，努力改善行業的資產負債狀況，引導市場預期和信心回暖。」

明年房地產政策還將繼續改善，支持房企融資和保交樓。不過，值得注意的是，會議將房地產歸入「有效防範化解重大經濟金融風險」部分，依然強調「房住不炒」的定位。這意味着房地產政策的目的偏向於保交樓、保民生以及防止房地產風險外溢到銀行系統。

## 網企適度鬆綁 回復投資信心

關於互聯網平台。會議提出「提升常態化監管水準，支持平台企業在引領發展、創造就業、國際競爭中大顯身手。」

中國互聯網是創新創業和外資最緊密的領域，互聯網的景氣程度反映了創業者信心、企業家信心和外資投資信心。會議展現了對互聯網平台適度鬆綁的態度，以促進市場信心恢復和經濟復甦。一方面「提升常態化監管水準」，互聯網平台希望避免運動式監管；另一方面，「引領發展、創造就業、國際競爭」彰顯了互聯網平台之於國民經濟的重要價值。互聯網平台可以藉此在技術創新、創造就業與參與國際競爭中爭取更大政策空間和發展空間。

自由市場是中國改革開放以來經濟發展和國民收入增長最重要的制度。房地產、互聯網以及廣泛的基於自由競爭的行業，創造大量的稅收、就業、技術以及構成國家的國際競爭力。近年，房地產遭遇泡沫風險，互聯網存在數據監管難題。如何有效地化解房地產泡沫、防範金融風險以及保護個人數據安全的同時不傷害市場發展、不打擊企業家信心，是當下決策者面臨的挑戰。

本次經濟工作會議一個突出特點是社會經濟目標全、要求高、政策兼顧左右。統籌疫情防控和經濟社會發展，統籌發展和安全，統籌經濟質的有效提升和量的合理增長，統籌供給側結構性改革和擴大內需，統籌國內迴圈和國際迴圈，統籌當前和長遠。這是新時期對決策者提出了更高的要求，同時也考驗着各個行政系統的具體施策能力和化解衝突的能力。

在宏觀微觀遭遇3年疫情大衝擊的當下，抓住主要矛盾、深化改革、擴大開放，才能真正提振市場信心、有效地促進疫後經濟復甦。

# 金融危機帶來的思考與啟迪



實話世經 程實  
工銀國際首席經濟學家  
董事總經理

「觀今宜鑒古，無古不成今。」2022年諾貝爾經濟學獎分別授予了伯南克（Ben S. Bernanke）、道格拉斯·戴蒙德（Douglas Diamond）及菲利浦·迪布維格（Philip H. Dybvig）三位經濟學家，以表彰他們在銀行系統和金融危機領域所作出的傑出研究貢獻。三位經濟學家的重要研究貢獻是幫助人們廣泛理解銀行（包括中央銀行、商業銀行及其他私人金融機構）在經濟運行中所扮演的重要作用（尤其是在金融危機期間）。可以說，現代銀行學的基礎是三位經濟學家在1980年代初期共同奠定的。

三位經濟學家以現代銀行在現代經濟中的角色和定位作出發點，通過探究現代銀行在市場經濟中的角色和影響（比如銀行破產將加劇金融危機），分析並提出如何通過規範金融市場和完善銀行中介制度應對金融危機中的各類風險。如果說，去年諾獎的三位得主給予當今社會的啟發主要集中在方法論創新及對微觀世界的具體認知上，那麼今年諾獎三位得主則更多的從實際貢獻出發給予我們更多啟示。

## 現代銀行學基本框架須重建

首先，現代銀行學的基本框架亟待重新構建和完善。通過研究「大蕭條」時期經濟衰退的背後邏輯，伯南克發現近幾十年全球市場因結構性因素的顯著變化，導致傳統經濟周期波動性正出現顯著下滑，這使傳統貨幣及財政政策對經濟的支持力度正在下降。

正如伯南克所言，當前全球主要經濟體（如美國、歐洲及中國）都面臨着勞動力結構失衡，資本邊際效用下滑，貧富差距拉大以及創新時滯等諸多結構性因素的顯著影響。疊加疫情及地緣動盪的衝擊，舊的銀行體系和傳統宏觀政策框架亟待變革。後疫情時代下，如何重新定義銀行在市場中的角色，如何通過銀行中介創新和建立更有效的資訊交

互系統，以及如何制定新的財政及貨幣政策框架以提高銀行的信貸配置效用，這將是避免全球可能再度陷入長期蕭條的關鍵所在。

其次，站在歷史的對立面，需要重新反思低利率政策的深刻影響。基於伯南克的經濟思想，全球央行在2008年危機後普遍採取了零（或負）利率政策（量化寬鬆），以對抗長期低迷的通脹和勞動生產率。

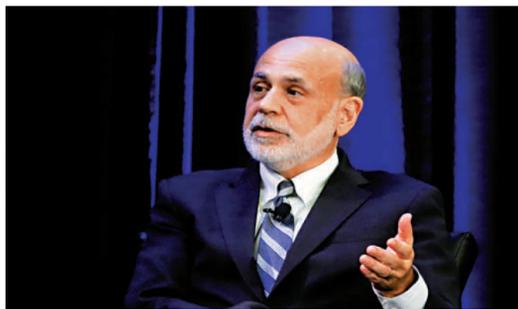
伯南克本人也曾經為其「直升機」撒錢的方式進行辯護：「人們知道通脹會侵蝕政府債務的實際價值，因此，製造一些通脹符合政府的利益。」然而，今天的情況似乎正在跟歷史開玩笑。在疫情和地緣衝擊後，全球央行正竭盡所能的與高通脹進行「鬥爭」。

主流經濟學內愈來愈多的經濟學家認為，當前通脹不僅與供給端所產生的問題息息相關，同樣的，長期的量化寬鬆政策也是推升通脹的核心原因。長期超常規的量化寬鬆政策，加劇了歐美債務擴張以及社會貧富差距加大，這對當今全球地緣矛盾和社會內部分裂埋下導火索。面對歷史的交錯，我們不僅需要新的環境下思索新的制度框架創新，也需要通過回顧歷史，以便從過去的政策積弊中尋求新的反思。

最後，學會打破思維定式。宏觀經濟學在過去數十年的發展愈走愈窄的一個重要原因，是學者長期被禁錮於固有的認識論和方法論之中，很多學者在宏觀研究領域中往往過於追求完美數學模型下的最優解，而忽視了更大的視野和更小的細節。

## 打破舊有思維 結合新知分析

我們認為，打破束縛，突破思維模式，不僅可以從方法論的創新入手，也可以主動從不同學科領域尋求靈感。正如伯南克一樣，經濟學家不僅需要學會以歷史觀的思維洞察現象背後的邏輯，也需要結合新知（例如人工智慧、生命科學、資訊科學等），從不一樣的角度和層面，豐富自身的邏輯認知，而這方面，恰是未來諾貝爾經濟學獎誕生的搖籃，也是現實世界於變局中開新局的理論希望。



◀伯南克指出，全球主要經濟體面臨勞動力結構失衡，貧富差距拉大等影響。

# 居屋做按揭 留意首次出售年份



談樓說按 王美鳳  
中原按揭經紀  
董事總經理

居屋屬於資助性房屋，幫助合資格的買家獲樓價折讓並以低首期上車，綠表買家可承造按揭成數高達95%，白表買家之按揭成數亦高達90%，當中由房委會向銀行提供按揭還款擔保，毋須涉及按揭保險，故此買家不用支付按揭保險費。

白居二計劃是一手居屋以外的熱門申請項目，然而，4500個白居二名額中，上車比例卻總是低於預期，其中一個原因是居屋第二市場的按揭配套受限於樓齡及首次轉讓日期，首次出售日期起計已多年的單位，或礙於按揭還款保證期限的關係，而未必獲批足九成按揭或25年還款期。原因是房委會向銀行提供的居屋擔保期是30年，由首次轉讓日期起計算，銀行會因應居屋的剩餘擔保期設定按揭成數及還款期。

例如居屋單位由首次賣出日期起計已達23年，對於銀行來說，擔保期僅餘7年；有銀行會直接將30年保證期減去

居屋首次出售日期，以計算可批出九成按揭之還款年期，這樣上述例子可批出之按揭年期便僅7年，每月供款額當然大幅增加。

## 超過25年恐借不足九成

有些銀行會分別以居屋首次出售日期計18年、19年或20年作為界線，不超於這個年期的話，便可批足九成按揭及25年還款期，這個年期界線可讓買家在物業單位時較容易掌握可造按揭配套，若選擇較新樓齡20年內的居屋，便較不用擔心做不足九成按揭，買家在入市前可先確定銀行準則。

至於超出上述年期的居二單位，部分銀行會遞減可造還款期或按揭成數，例如居屋首次出售日期計達22年的話，批足25年還款期的按揭成數或由九成降至八成，又或批足九成按揭的還款期由25年縮短至20年，買家需看是否可應付有關月供金額。

若然居二市場的居屋單位由首次出售計已超逾25年，銀行大致上只可跟隨私樓批出六成按揭，買家需增加三成首期才可上會；而按揭年期仍以25年為限，並非如私樓般可長達30年。



◀居屋第二市場的按揭配套受限於樓齡及首次轉讓日期。圖為黃大仙天馬苑。