

資本市場助力科技突破



廟堂江湖 沈凌

德國波恩大學
經濟學博士

美國日益加強對中國的技術封鎖。華為在芯片領域被「卡脖子」，5G手機就產不出來，於是市場份額都給了蘋果。蘋果利潤高了，更加有錢去搞研發。這是一個蘋果的正循環，華為的負循環。而華為正在努力突破這個負循環。

那需要怎麼做才能突破呢？從宏觀經濟學的角度看，無非是人力資本加物質資本。說通俗一些，就是有能力創新的人才加上足夠多的錢。這在投資市場上有個說法：「old money + new brain」。因為有創新能力的往往是年輕人，但是他們沒有錢；有資本的往往是事業成功人士，他們卻已經失去了創新能力。所以，讓兩者能夠順利結合在一起，才能構成高科技公司的創新力，但這不是一件容易的事情，中間需要一個有效率的資本市場。

中國現在其實並不缺錢，經過四十年的高速經濟增長，民間資本已經積累到一個相當的高度，以至於現在成了資本流出國。我們現在仍然在吸引外資流入，其實並不是中國缺這個錢，缺的是附加在外資上的管理和技術。

那麼中國缺高智商人才嗎？其實也不缺。高等教育改革二十年，每年培養的高素質人才在數量上超過了任何一個西方發達國家。我們每年還在輸出人才，五十萬人去了發達經濟體留學。根據美國統計數據，在博士階層，有八成中國留學生願意留在西方發展。所以看看美國的高科技公司裏面，華人群體也佔了一個不可忽視的比例。有人說芯片行業，不是美國人卡了中國人的脖子，而是海外華人卡了中國人的脖子，從全球最強的幾個芯片公司老闆身上，或許真的看到這樣一個令人沮喪的現象。

從中短期來講，筆者認為中美科技競爭，中方軟肋既不是資本也不是智力，更加不是政府的支持力度，而是缺乏一個高效的資本市場。內地資本市場運行三十年，雖然縱向比較很有成績，

但現在面對美國科技封鎖的挑戰，逼迫我們要進行橫向比較，差距就比較大了。實際上，一個有效率的資本市場，不能僅僅從IPO（新股發行）的數量上來衡量，最關鍵的市場指標始終是價格體系，就像菜市場上給青菜蘿蔔標價是一個道理。如果資本市場的價格是靈敏高效的，就能夠吸引資本買入最有價值前景的板塊，也讓這個領域的創新大膽去展示自己的實力。而不是讓那麼沒有實力、只會講故事的公司大行其道，圈錢走人。

理順國有資產結構

脫胎於計劃經濟，一開始主要功能是為了給國企解困的A股市場，到了轉變基本功能的時刻了。積累四十年財富的中國老百姓，一方面得益於經濟增長，手裏的錢變多了；另一方面又缺乏穩定回報的投資選擇。過去房地產市場蓬勃發展，老百姓一窩蜂地去買房子，城市家庭資產的八成財富放在了房子上。現在中國經濟轉型升級，房地產既不需要也不能夠繼續高速增长了，資金也需要有地方去，這個與「疏不如堵」的治理黃河道理是一樣的。股市為代表的資本市場就是一個很好的方向。

如果股市起不來，轉而放鬆樓市的管制措施，那就會重新引發一線城市房價的非理性暴漲，過去幾年的樓價管控努力也就功虧一簣。經濟結構的轉型升級終歸如泡影。

如果股市起不來，資本就始終存在外流壓力，那麼此消彼長，中國在科技競爭中就會落後，從現在的短期形勢就已經露出端倪。美國的高通脹高利率環境本不應該有利於資本市場，但是美股照升不跌；中國低利率市場環境本有利於資本市場的，卻漲不起來。

如果股市起不來，現有國有藍籌股的估值就始終上不去，那麼國有資產保值增值就是一句空話。國有資產的結構不會是一成不變的，譬如現在國有資本主要集中在傳統工業領域，甚至在房地產企業中現在也是由國有企業主導，但在科技發展領域卻投入不足。也因此，利用好資本市場能夠理順國有資產結構，也有助於中國的高科技發展。



善用高息戶 節省44%利息支出



樓按揭明曉 張穎曦

經絡按揭轉介營運總監

銀行批出按揭貸款時，一般會提供附帶優惠如現金回贈及存款掛鈎按揭戶口 (Mortgage Link, 俗稱高息戶口)，當中存款掛鈎按揭戶口是一個慳息好幫手，如借貸人頭上有備用資金，不妨好好善用。

存款掛鈎按揭戶口是為貸款人提供的活期高息儲蓄戶口，息率與按揭貸款利率相同，較一般活期儲蓄的息率為高。客戶可以透過戶口所賺取的利息回報，抵銷部分按揭利息支出。存款掛鈎按揭戶口設有上限，普通銀行都會以貸款額的50%作為存款上限，貸款額減少，存款額亦會相應減少。

假設現時貸款額為200萬元，存入存款掛鈎按揭戶口的上限則為100萬元，如貸款人現時有60萬元流動資金並存入存款掛鈎按揭戶口，以現時實際按

減輕供樓負擔。存款掛鈎按揭戶口可為買樓貸款人

息3.5厘去計算，年期剩20年，全期按揭利息支出為78.35萬元，全期淨利息收入為34.5687萬元，全期淨利息支出為43.7812萬元，貸款人可節省44%的利息開支。

使用存款掛鈎按揭戶口的好處可以節省利息開支，對抗息口的增長，減輕供樓的負擔。現時部分銀行所提供的定期存款，息率高達4厘以上，高於存款掛鈎按揭戶口，有人或會傾向選擇將資金投入定期存款以賺取更多利息，但定期存款因設有存款限期，客戶短期內有資金需要而不能即時轉轉，流動性較低。相比之下，存款掛鈎按揭戶口則可以隨時提取存款額、更具彈性，貸款人可因應自身需要而選擇適合自己的存款方案。

變相縮短還款年期

另外，存款掛鈎按揭戶口的派息方法與定期存款不同，一般銀行會提供「直接存入戶口」、「扣減按揭利息」或「扣減按揭本金」三個選擇。大多數客戶都會選擇「直接存入戶口」，因可即時增加其現金流。而「扣減按揭/本金」直接扣減每月供款，變相可即時縮短還款年期。

然而要注意的是，目前供樓人士可透過供樓利息開支申請扣稅，如選擇「扣減按揭利息」的派息方法，按揭利息將有所調整，並會影響申請的扣稅額。每間銀行提供存款掛鈎按揭戶口的內容及細節都有所不同，如想了解箇中細節，可向相關銀行或大型按揭轉介公司作初步查詢。



▲歷史上日本的經驗表明，經濟泡沫將直接導致資產負債表衰退，加快修復資產負債表變得更加棘手。

全球主要經濟體實施的量寬政策和擴張性財政政策在短期內頗有成效，但政策的過量、調整過急及政策滯後效應值得警惕，如何消化這些政策考驗政策制定者和市場主體。當務之急，既要考慮資產負債表的修復，也要考慮經濟增長的可持續性。此前全球經濟存在「日本化」傾向，即表現為「低增長、低利率、低通脹、高債務、高槓桿」，如今卻演變為「高利率、高通脹、高債務、高槓桿」的格局，可見宏觀政策管理難度之大。

全球經濟面臨「日本化」風險



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室
特聘研究員

歷史經驗和現實證明，資產負債表擴張不是長久之計，提振經濟仍需依靠實體經濟、企業投資和居民儲蓄等實際變量，否則會陷入「債務綁架經濟+市場綁架央行」的高度不穩定路徑。現代經濟的複雜結構已經將央行塑造為一個龐大的「金融利維坦」，它在極力維護經濟金融穩定的同時，也在製造出新的不穩定。從央行的當前處境來看，貨幣政策要想回歸正常化面臨重重困境。解決之道也許不在貨幣政策層面，而是全球經濟能否重啟真實增長。

量化寬鬆效用有限

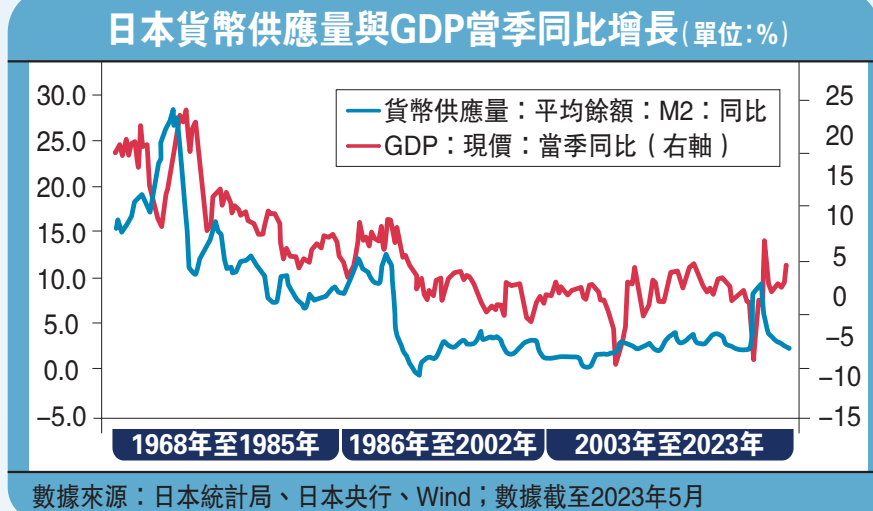
近年來，反思非常規的貨幣政策成為學界關注焦點，其中代表人物就是日裔美籍經濟學家——辜朝明，其作為野村綜合研究所首席經濟學家和日本政府經濟顧問，是最早參與日本「五年經濟計劃」的經濟學家。日本經濟經歷過貨幣政策崩潰、房地產泡沫及人口老齡化危機，上述問題幾乎都能在現代國家和地區中有所體現。

1990年代以來，日本經濟政策經歷了從價格型目標（無抵押隔夜拆借利率）到數量型目標（基礎貨幣規模）再到價格型（長短期目標利率水平）的變遷。從效果來看，超寬鬆貨幣政策和財政赤字貨幣化僅能幫助日本避免陷入更大程度的經濟衰退。辜朝明認為，量化寬鬆政策實質上是政府干預市場，扭曲操作只提供了有限的經濟增長，並帶來三個方面的負面效應：一是通過壓低收益率曲線擠壓了銀行利潤；二是10年期國債交易變得撲朔迷離；三是美聯儲量化寬鬆政策和扭曲操作轉移了外界對財政政策的注意力。

辜朝明還提到，量寬政策未必會刺激經濟復甦，反而會推高股價和通脹指標。日本自90年代開始，土地和股票價格出現連續暴跌，資產泡沫破裂後資產負債表嚴重受損，財政刺激計劃最終挽救了日本經濟，穩定了社會對經濟增長預期。然而，這些政策是否真的奏效仍有待商榷。從兩個層面來看：一是財經紀律和貨幣政策獨立性問題，財政赤字貨幣化導致財政無限擴張，而過度依賴貨幣供應也引發了通脹和貨幣貶值問題；二是財政赤字的可持續性與貨幣供應的負面效應問題，資產負債表在極速擴張後回歸正常化的難度變得更大。當下日本超寬鬆貨幣政策短期內轉向的可能性不大，因為會對日本經濟和金融市場造成衝擊。

財政刺激差強人意

日本大衰退時期的貨幣供應完全依賴於日本政府的財政政策。自1998年起，日本私營企業專注於償債，使得政府部門成為唯一的借貸方。政府借貸的增加導致了貨幣供應量的相應上升，加強了貨幣政策的效果。因此，辜朝明得出結論，財政政策是日本貨幣供應量規模的決定性因素。然而，財政政策的基礎在於可持續的經濟增長、消費需求和投資積極性。如



果宏觀經濟的不平等加劇、貧富差距擴大，則會陷入到低利率、低增長和高通脹的周期。許多國家面臨資產負債表衰退和經濟結構性問題。

日本央行從2013年初開始實施大規模貨幣寬鬆政策，並於2016年初推出負利率政策。辜朝明認為，日本央行試圖通過大量購買政府債券來提高通脹率的做法非常危險，經濟最終會掉入量化寬鬆的陷阱。現實情況是，新冠疫情造成了日本經濟史無前例的「衰退」，抹掉了「安倍經濟學」的所有增長，而生產率低下與人口老齡化的問題也未得到解決。日本經濟過多依靠公共投資，如果無法帶動私人投資增長，將可能造成適得其反的效果。日本在1980年代中期的快速降息引發大量投機，主動刺破房地產泡沫的同時因缺乏配套政策而加劇經濟危機。雖然辜朝明肯定經濟刺激政策的積極意義，但也表明單純的貨幣政策是無法完成其他政策目標的。

寬鬆政策為企業和居民提供大量的流動性，但由於貨幣政策傳導機制的阻塞，資金空轉與流動性陷阱問題也隨之出現，由此帶來的結果是資產負債表的盲目擴張，即表現為過度負債和過高槓桿。歷史上日本的經驗表明，經濟泡沫將直接導致資產負債表衰退，加快修復資產負債表變得更加棘手，陣痛在於市場的有序出清和債務的正循環，既要防止債務通縮，削弱投資信心，也要推動居民部門處理好合理儲蓄、資產配置和消費支出的關係。

目前日本的量寬政策面臨的壓力也不小：一方面是長期的經濟增長低迷的困擾，國內市場內需不強，通縮難題始終無法被解決；另一方面是退出量寬政策的成本巨大。總結日本的經驗教訓可見，適當的經濟刺激政策是可取的，但政策適用的範圍、規模及政策實施的時機非常關鍵，錯失良機也會加大復甦增長的難度。

辜朝明認為資產負債表衰退期間，盡早並充分地採取財政刺激可以讓赤字最小化。如果財政刺激成功穩住經濟，居民收入將會改善，企業部門可以利用收入來償還債務，從而使資產負債表完成修復。但日本的實踐經驗也不完美，政府、企業和居民仍在努力修復資產負債表。從實踐情況來看，修復資產負債表的過程需要政策組合工具：財政上的「補貼+稅收減免」有更直接的政策效果；貨幣政策需要綜合數量和價格兩種模式的優勢，既迫切需要解決普遍的市場流動性問題，也有賴於通過政策利率優化

來降低融資成本，同時還要解決存量債務付息過高和期限轉換問題，為市場主體恢復提供有利條件。

深化改革方是正解

目前來看，全球經濟的「日本化」並未結束，許多傳統的發達經濟體陸續出現經濟增長低迷、人口老齡化等問題，且貧富差距也在擴大化，全球經濟的不平等在新冠疫情期間表現得更加突出。由於經濟增長的複雜性，任何單一的政策都無法解決所有的經濟問題。1990年代日本多次大規模實施刺激政策，但效果差強人意，難以扭轉經濟衰退的頹勢。要真正解決增長困境，必須進行徹底的市場化改革，包括根除決策制定的短視問題、以改革釋放增長動力、加大科技創新和產業升級。

辜朝明認為，中國在2008年全球金融危機後實施有力的財政刺激計劃，抵銷了國內資產負債表衰退的不利影響，提振了國內市場的信心。同時，中國經濟也面臨產能過剩、房地產價格泡沫和人口老齡化危機等現實問題，跨越「中等收入陷阱」的難度在增大。從中國和日本的發展進程來看，簡單的類比或許並不可取，日本的宏觀政策實踐是在特定歷史環境的選擇，回頭看這些政策存在較多弊病，例如政策刺激過慢、政策組合不當等。日本前央行行長白川方明（2008-2013）曾指出，近年來全球範圍內出現了比較嚴重的通脹現象，其中原因之一就是從日本的經驗之中得出了錯誤的教訓。

修復資產負債表是一個漫長過程，其間將會出現陣痛，考驗宏觀政策的精準實施和優化路徑。應該看到，雖然世界進入動盪變革期，全球經濟的發展環境不確定性在增加，經濟改革進入到「深水區」，但穩定持續的經濟增長、科技的自主創新、市場化改革和人力資本的積累，仍將是中國經濟保持獨一無二的增長優勢及保持韌性的重要動力。

擺在中國面前的仍是經濟發展問題，既有歷史遺留，也有新的挑戰，特別是在新舊動能轉換的關鍵時期，一方面需要加大國內經濟政策的協調性，激發要素市場體制改革活力，讓更多市場主體參與到技術創新的行業中去；另一方面需要積極創設更加公平的營商環境，為民營企業提供更多的生存空間，促進私人投資和消費增長，為加快構建「雙循環」新發展格局創造更多有利條件。

(本文僅代表個人觀點)