

## 科技創新有助高質量發展



建言獻策 沈建光

京東科技集團  
首席經濟學家

二十世紀九十年代以來，「華盛頓共識」成為美國維繫全球經濟治理的重要支撐，主張「大市場小政府」、「私有化」及「貿易與金融自由化」。但近年來，「華盛頓共識」逐漸暴露出政策的局限性：過度的「自由市場經濟」驅使戰略物資生產的產業鏈外包，疫情暴露了生產供應鏈脆弱性的傷疤，俄烏衝突等地緣政治因素反映過度對外依賴的風險，全球大宗商品供應受到明顯衝擊。在此環境下，「華盛頓共識」似乎已難以維繫，美國政府也在反思自由貿易和市場經濟，並加大對市場的干預。

從美國高層的表態和出臺的政策來看，「華盛頓共識」正在褪色。今年4月，美國總統國家安全顧問傑克·沙利文在提出美國新的國內外經濟政策，被看作是拜登內閣轉向的吹風：以國家介入為主旨的產業政策、重振美國的製造業和恢復貿易保護主義。沙利文指出，在過去的幾十年裏，過度強調了市場的效率，取消稅收、放鬆管制及私有化被放在優先於公共利益的地位，使得一些如半導體和基礎設施領域重要部門陷入萎縮，損害了美國的工業能力。

而在此之前，拜登政府密集出臺的《2021美國創新和競爭法案》、《芯片與科學法案》及《通脹削減法案》，是典型政府干預市場行為，皆可看作「華盛頓共識」轉向後的產物。其中，《芯片和科學法案》提出以527億美元資金支持美國半導體行業發展，同時通過產業補貼、出口管制清單、實體制裁、外資安全審查，以及「中國護欄」條款等手段，對中國芯片行業採取封鎖。今年5月美國國務卿布林肯發表演講，向外傳達了拜登政府的對華政策，聲稱要同中國展開劇烈競賽，以「投資、協同、競爭」定義對華政策框架，決意用更大力量維護在「關鍵領域」的戰略優勢。這表明未來美國在國內產業政策干預、對中國技術的制裁上將更加常態化。

### 堅決打贏關鍵核心技術攻堅戰

面對美國轉向，中國經濟加快構建以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局是必要的，並在以下四方面加快推進：

一是利用中國巨大的市場規模和完

整的產業鏈優勢，在深化供給側改革的同時積極實施擴大內需戰略。宏觀政策還可以進一步發力，鞏固經濟企穩回升基礎。財政政策特別是中央財政還有積極加力的空間，鑒於中國企業和居民社保和公積金負擔較重，針對積極合規繳納社保的企業進一步降低社保、公積金費率，不僅可以增加居民當期可支配收入，企業經營狀況改善也會帶動其消費性支出；同時，輔以向中低收入群體發放現金補助或消費券、推動綠色智能家電下鄉和以舊換新、對中小企業發放採購券等，有助於提振振觀主體信心。

二是加大力度推進科技創新驅動戰略，解決技術卡脖子問題。5月28日C919國產大型客機圓滿完成了首次商業飛行，意味着中國在工業製造業領域上實現了新突破。針對國際科技競爭和外部遏制打壓，政策層將科技創新作為高質量發展的重要支撐。二十大明確提出，完善黨中央對科技工作統一領導的體制，健全新型舉國體制，深化科技體制改革。兩會期間進一步針對科技創新布局，新設中央科技工作委員會等機構。下一步加快實施創新驅動發展戰略，加快實現高水平科技自立自強，堅決打贏關鍵核心技術攻堅戰，提高科技成果轉化和產業化水平。

三是積極發展數字經濟和深化數實融合，全面提振平台企業和民營企業預期活力，提升國內經濟大循環的韌性和效率。4月政治局會議強調平台企業政策從強調監管轉向鼓勵創新，要求「推動平台企業規範健康發展，鼓勵頭部平台企業探索創新」。在數字經濟快速發展的大趨勢下，平台企業在提振消費、改善就業（特別是青年就業）、加快創新等方面的作用越來越重要。下一步平台政策要更加注重發展，鼓勵頭部平台企業探索創新。

四是為應對逆全球化、中美貿易摩擦等問題，繼續加大區域一體化合作。發揮區域全面經濟夥伴關係和「一帶一路」作用，加快形成中亞南亞西亞開放通道和打造內陸改革開放高地；穩步擴大規則、規則、管理、標準等制度型開放，推進自貿試驗區高質量發展，積極打造高能級開放平台；積極參與西部陸海新通道建設，充分發揮中歐班列西安集結中心作用，加快形成面向中亞南亞西亞國家的重要對外開放通道，在聯通國內國際雙循環中發揮更大作用；着力營造市場化、法治化、國際化一流營商環境，提高招商引資的質量和水平。



◀豬肉價格走低，是今年食品項通脹回落的主要原因。中新社

今年以來，中國CPI（居民消費價格指數）同比與PPI（工業生產者出廠價格指數）同比數據持續回踩，引起了市場對於物價下行的較多關注。基於多因素標準的定義，物價下行不能簡單與通貨緊縮畫等號。雖然中國低通脹環境與通縮存在本質區別，但海外通縮的經歷與政策操作，同樣對解決低通脹難題提供了一些啟示。

# 中國不存在通縮風險



經濟把脈 明明

中信證券固定收益  
首席研究員

物價水平持續下降可以部分描述通貨緊縮的現象，但並不能作為其全面的定義。西方經濟學家普遍以物價水平的持續下降作為判斷通縮的唯一標準，譬如薩繆爾森認為與通貨膨脹相反的是通縮，它發生於價格總體水平下降的過程中；而斯蒂格利茨則在《宏觀經濟學原理》中將通縮定義為價格水平的穩定下降。從字面意思來看，「通貨」對應貨幣，因而通縮應是在貨幣供不應求的背景下，使得貨幣計價的商品價格下降。由此可見，單純用物價水平持續下降的確可以描述通貨緊縮的一部分特徵，但並沒有完全體現「通縮」，即貨幣在這一現象中的意義。

多因素標準對通縮的定義囊括了貨幣層面的影響，相較於物價層面的單因素定義更為全面，其中的代表就是弗里德曼「通貨膨脹無論何時何地都是一種貨幣現象」的論斷，認為通貨膨脹對立面的通縮也同樣是一種「貨幣現象」，具體表現為貨幣流通量的下降，而不等於價格下降。由此歸納出通縮的現象有兩種：一是貨幣供應量下降，二是物價持續下跌，由此可見，儘管今年來中國部分物價水平有所回落，但貨幣供給量仍然充足，經濟處於修復初期而非衰退階段，因此並不面臨通縮的風險。

### PPI受下游需求制約

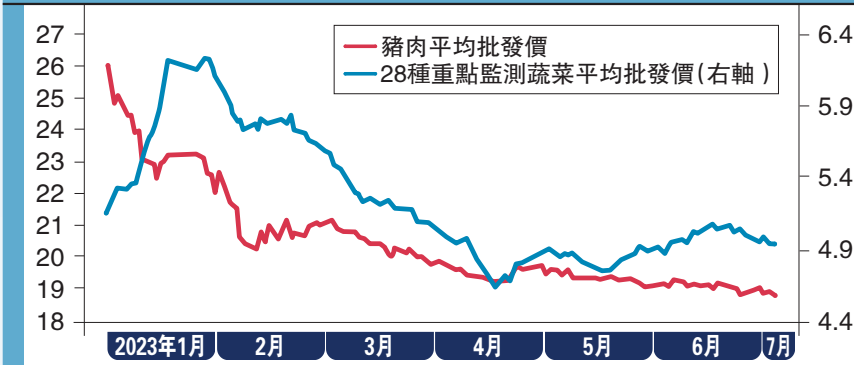
在定義通貨緊縮時，應該更重視CPI還是PPI？答案是兩類價格指數都應該重視。CPI關注的是代表性消費品及服務項目價格變動情況，調查對象選取網點終端價格；PPI則聚焦工業產品價格變動情況，調查對象選取工業企業產品首次出售價格，對於研究通縮而言兩者的重要性並不存在明顯的先後之分。

事實上，CPI和PPI分項所面臨的主要漲價、降價壓力並不存在嚴格的一一對應關係，因而在面臨通縮時二者也呈現不同特徵。具體而言，豬肉價格受能繁母豬存欄、生豬存欄、豬糧比價等因素影響，蔬菜等食品受季節性因素影響，形成周期性價格波動主導CPI走勢，PPI則更多受全球能源供需、中國工業生產端景氣度及下游需求端變化制約。

在八分法的分類方式下，CPI主要由食品與飲料、住宅、服裝、交通運輸、醫療保健、娛樂、教育與通信，以及其他商品與服務的結構組成，而不同分項基於中國居民的消費習慣在CPI總量中的權重也各不相同。無論如何分類，食品價格在中國居民消費物價中的權重均較高，而基於中國居民的餐飲習慣，各類食品中豬肉價格的佔比最高，因此豬肉價格的波動周期很大程度上對中國CPI總量讀數形成影響。由此可見，判斷通縮不能簡單觀察總量CPI變化，有必要將個別商品價格波動下的結構性降價納入考慮範疇。

豬肉和蔬菜價格走低是今年食品項通脹回落的主因（見圖）。觀察豬肉價格歷史走勢，2022年4月是這一輪豬周期的起點，當時散點新冠疫情

豬肉和蔬菜價格走低為今年食品項通脹回落的主因（單位：元人民幣/公斤）



資料來源：Wind、中信證券研究部

衝擊影響下，居民恐慌性囤貨行為促使豬肉需求高增，疊加供給端養殖戶有意壓欄惜售，豬肉價格在二、三季度連續抬升。隨着發改委連續釋放儲備豬肉而供給改善，疊加防疫優化措施落地後居民囤貨心理消退，2022年四季度後豬肉價格迎來頂部拐點並持續走低。今年一季度部分生豬養殖戶有意壓欄，但二次肥育導致出欄重量增加，供大於求環境下豬價至今仍在磨底。蔬菜價格主要受季節性因素影響，二季度以來隨着氣溫抬升、應季蔬菜上市，菜價維持在年內低位，但在二季度也出現了觸底態勢。

### CPI料本季觸底

疫後消費、服務需求的緩慢修復下，非食品項、核心CPI漲價缺乏支撐。防疫優化措施落地後，線下出行、消費限制解除，疊加年初春節因素對於出行、消費和服務需求的刺激，市場曾對於非食品項通脹與核心通脹快速抬升存在一定擔憂。然而，今年以來非食品項通脹環比變動幅度非常小。從主要城市地鐵客運量來看，出行需求靠前修復，而上半年幾次小長假對於旅遊消費的支撐相對明確。與接觸型服務業的高修復彈性相對，商品消費修復節奏一般，居民對後續收入預期不穩而更多傾向於儲蓄而非消費。總體而言，防疫優化至今需求端回升斜率較緩，尚不足以支撐非食品項通脹大幅抬升。

今年信貸投放和貨幣供應量大增，但並未全部流入商品的生產消費領域。歷史M2（廣義貨幣供應）同比拐點通常領先於非食品項CPI同比拐點3個月到1年不等，而距離M2同比上一個底部拐點已過去接近2年的時間，非食品項CPI同比仍處於下行區間。2021年三季度以來M2增速快速抬升，背後是寬鬆的貨幣政策基調。但廣義貨幣供應量增速的高漲並沒有持續推動需求快速回暖，背後原因可能是因為貨幣並未進入到商品和服務的生產消費領域。一方面，在M2同比高增的同時，M1同比增速仍然維持低位，M2-M1剪刀差走闊，顯示企業生產經濟活力不高；另一方面，2022年以來企業貸款同比多增明顯，對應企業定期存款大幅增長，也表明企業並沒有將獲得的貸款全部用到生產投資領域。

居民端擴表意願有限。2023年年初，隨着防疫優化措施落地及「第二支箭」、金融16條等寬信用工具部署，企業部門經營生產預期好轉而信貸需求快速增長。與之相對，居民端中長貸需求持續結構性偏弱，一季度信貸修復呈現企業強、居民弱的格局，而二季度居民信貸需求偏弱格局

有所深化。防疫優化措施落地後出行限制解除，企業經營恢復常態，但新冠疫情期間居民面臨的失業、收入減少等問題具備長尾影響，並沒有隨着疫情衝擊消退而快速結束。央行公布的二季度城鎮儲戶問卷調查顯示「更多儲蓄意願」佔比仍然處於近幾年的相對高位，可見在未來收入預期不穩的環境下，居民預防性儲蓄心態的黏性較強，而橫桿意願延續偏弱。

今年以來，中國CPI同比持續走低的主要拖累因素是食品項降價、非食品需求恢復偏慢。展望未來，前期拖累CPI同比的主要因素可能存在變數——食品項價格，尤其是豬肉價格或許後續存在上漲的空間；而暑假等小長假加持下非食品項需求，尤其是服務需求的持續修復將令服務價格對CPI不再是單純的拖累。因而，中國通脹可能會在三季度觸底而四季度逐步回升。

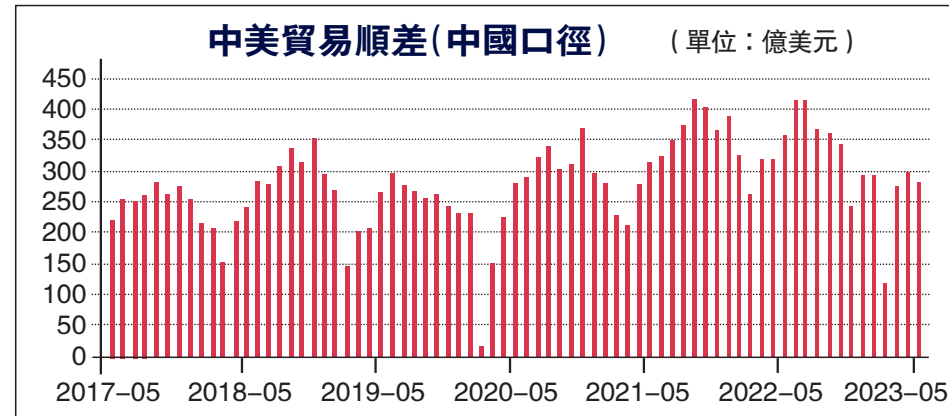
### 政策組合拳刺激需求增長

應對低通脹的有效措施是寬財政和寬貨幣的政策組合拳。參考海外歷史上幾輪通縮與低通脹的案例，使用過度寬鬆的貨幣政策應對可能會面臨名義利率低於零的約束並陷入流動性陷阱中。此外，在高債務疊加物價下行的階段，企業目標由利潤最大化轉變成債務最小化，此時即便實行寬鬆貨幣政策釋放流動性也很難刺激企業信貸需求增長，進而很難促進經濟復甦和解決通縮問題。

擴張的財政政策更有利刺激總需求的增長，但依據IS-LM模型，擴張性財政政策會因提高經濟體的利率水平而產生擠出效應，進而抑制私人部門的生產與投資需求，因此需要寬鬆貨幣政策配合積極的財政政策來一起促進經濟復甦，從而解決低通脹的問題。

具體來說，在實施擴張型的財政政策時既要針對性的刺激總需求穩步增長，又要從長遠角度來考慮逐步減輕政府債務負擔過重的問題，動態調整財政支出安排。依據市場主體的不同特點，針對性的採取不同手段來改善市場主體的預期。針對消費者，增加其可支配收入，改善其對未來就業和收入的預期；針對企業，適時推出專項再貸款等結構性工具，以及減稅降費、留抵退稅等寬財政政策，增強企業投資和發展的信心。

此外，在經濟修復性發展中，貨幣政策一方面要支持和滿足實體經濟的信貸需求，確保貨幣政策的傳導渠道通常，呵護市場流動性平穩，另一方面也要警惕「大水漫灌」可能導致資產價格泡沫形成的嚴重後果，避免流動性陷阱的惡性循環鏈條發生。



## 樓市復常 發展商推盤提速



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

2023年上半年是復常之年，特區政府剛公布的零售業總銷貨價值已經連升6個月，零售市況回升，樓市也逐步回歸正軌。總體而言，今年上半年一、二手交投確實有所回升。按一手住宅銷售資訊網的成交紀錄冊，上半年合共售出約6300伙新盤，雖較去年上半年回升33%，但仍較疫情前水平有所回落。二手市場的復甦幅度較慢，上半年二手成交量僅2.1176萬宗，較去年上半年只是輕微回升6.8%而已。

無可否認，復常是一個漫長的過程，各行各業的步伐亦不會一致，其中樓市的復甦除視乎一、二手市場的成交量。另一關注焦點則是，發展商的入市意欲如何。從今年上半年的市況來看，發展商入市意欲相當審慎，明顯減慢推盤的步伐，連帶買地亦明顯減少，因應今年年初赤柱豪宅地流標，令上半年特區政府只售出一幅荃灣寶豐路的住宅地，預計只會提供約490伙而已，即使連同上周三（5日）再售出的西區堅尼地城的地皮，對住宅供應的影響有限。發展商買地遲疑，推盤的步伐亦略受影響，始終在土地儲備不多的背景

下，不用加快賣樓套現。

### 回籠資金 部署再投地

踏入下半年，情況或許有所不同。特區政府剛公布未來一季的賣地計劃，在本財政年度的二季度，即7至9月將推出兩幅住宅地招標，分別位於啟德及東涌，合共提供1740伙住宅單位，比起上半年只售出一幅490伙住宅地明顯加快，若連同私人發展和重建等其他項目，預計下季合共提供4050個單位，加上剛於上周五截標的西區堅尼地城的地皮及已計劃於下月18日截標的荃灣油柑頭地皮，下半年推地步伐肯定加快。

特區政府加快推地，當然隨着市況持續吹淡風，發展商買地出價或會偏於審慎，未來或會再次出現流標或賣地價格低於預期的現象，但發展局局長常漢豪強調，特區政府賣地首要考慮經濟用地及房屋用地需要，總不能只在市況非常好的時候才出售土地，因此即使市況轉淡，特區政府仍會加快推地。

筆者相信踏入下半年發展商亦會加快推盤。上半年新盤銷售「不及預期」，發展商自然需要「追數」，而事實上近月開價策略積極，個別更以低於市價推盤，實行全速加快推盤，務求「貨如輪轉」加快套現，預備足夠資金「投地」。整體而言，下半年樓市勢必加快復常，買地加快，賣樓亦加快。