

## 全球價值鏈四大演進趨勢



**實話世經 程實**  
工銀國際首席經濟學家  
董事總經理

「機變隨物宜，妙道貴天然。」全球價值鏈是現代全球經濟體系的核心組成部分，代表着產品和服務在全球範圍內的不同環節分工與協作。從過去到現在再到未來，我們可以清晰地觀察到其中的關鍵趨勢和變化。

過去，成本效益最大化推動全球價值鏈演化。回顧過去幾十年，全球價值鏈的發展與全球化過程密不可分。全球化的浪潮推動了生產要素的跨國流動，企業開始尋求全球範圍內的成本效益最大化。這一時期的全球價值鏈表現出以下特徵：

首先，全球範圍內的生產重新分配。隨着全球化的推進，企業尋求在全球範圍內重新分配生產環節，以最大程度地降低成本並實現利潤最大化。這種全球生產網絡使產品能夠以更具競爭力的價格進入市場。

其次，隨着產品層面的分配與集聚，不同國家逐漸形成了自身的產業優勢，進一步細化了全球價值鏈。以電子產業為例，中國崛起為電子製造的重要中心，而美國矽谷則成為了創新和研發的核心。不同國家和地區在全球供應鏈中扮演的不同角色，促使全球產業分工更加精細化。

不僅如此，伴隨着各國產業鏈升級，處於價值鏈下游的國家也逐漸向上遷移。依據HS4目錄對美國進口產品進行分類，可以發現2017至2022年間越南和墨西哥都提高了各類電子設備對美國出口市場份額。

現在，受到疫情的衝擊，加速全球供應鏈向近岸轉移。近年來，全球價值鏈的演變受到了物理因素和情緒因素的影響，導致了重新分配的約束條件發生了改變。

首先，物理因素的衝擊對全球供應鏈造成了嚴重影響。自然災害、疫情爆發，以及地緣政治緊張局勢等因素，都給供應鏈帶來了巨大挑戰。

例如，2020年新冠疫情爆發導致全球供應鏈出現了嚴重中斷。工廠停工、物流運輸受阻，導致全球範圍內的貨物交付延誤。這些事件加劇了供應鏈重新分配的困難，迫使企業重新審視供應鏈的彈性和風險管理。

其次，情緒因素也對全球價值鏈的

穩定產生一定的影響。貿易保護主義政策及消費者對「本土產品」的需求增加，都導致了供應鏈的不確定性。企業開始重新評估風險，考慮將生產回歸國內或者尋找更近、更可靠的供應鏈合作夥伴。

與此同時，消費者對可追溯性和產品品質的關注也推動了本土化趨勢，促使企業將生產重新本土化，以滿足市場需求。不僅如此，消費者對ESG（環境、社會和企業治理）的關注不斷增加，企業在制定戰略時也越來越多地考慮到ESG因素，在確保產品品質與合規的同時，也滿足了消費者對ESG價值觀的期望。

### 產品進口成本上升

未來，全球價值鏈將保持動態演進。全球價值鏈演進將呈現四種持續性趨勢：

首先，價值鏈的向上移動仍將繼續。隨着全球化和技術進步的推動，企業和國家正在積極尋求更高層次的增值環節，以增強產品競爭力。近年來，一些發達國家，已經經歷了高科技製造業的回歸，通過將製造過程保持在本國，便於更好地控制供應鏈，降低外部風險。創新和研發與高科技出口的佔比密切相關，通過增加研發投入，可以有效地提高產品和服務的附加值。此外，政府也積極推動本國價值鏈的向上移動，通過提供稅收激勵、創新基金和技術支援，以吸引企業在國內進行更高層次的價值創造。

其次，區域化價值鏈網絡將進一步深化。一些國家可能會進一步強化地區內的合作，以降低供應鏈中的風險，加強與鄰近國家之間的貿易生產合作，形成更緊密的地區價值鏈。

再次，全球供應鏈活動的持續重新配置或將導致成本上升。一方面，產品進口成本上升。另一方面，供應鏈轉移成本上升。監管合規成本、技術投資等成本的上升，將會影響企業供應鏈轉移決策，迫使企業在成本和效率之間尋求平衡。

最後，全球供應鏈的複雜性日益增加。儘管國與國之間的直接貿易聯繫似乎減少，但通過第三國的參與，國際貿易網絡中的間接聯繫或將不斷增加。這意味着，通過與協力廠商國家的貿易與投資，或將逐漸形成更多邊、更多維的全球貿易聯繫，而這將深刻影響全球經濟格局及供應鏈的演進。



◀ 隨着全球化和技術進步的推動，企業和國家尋求更高層次的增值環節，以增強產品競爭力。

## 美經濟下滑 減息周期將至



**樓市智庫 陳永傑**  
中原地產亞太區副主席  
兼任住宅總裁

美國經濟數據暫時仍然強勁，卻有放緩之勢。有「新債王」之稱的岡拉克相信，美國經濟可能會進一步惡化，明年或陷入衰退，利率有機會下滑。美國銀行行政總裁莫伊尼漢認為，美國經濟可望軟着陸，消費開支與商業貸款需求則轉弱。筆者預期，明年美國投資市場處於爭持格局，表現反覆。

岡拉克指出，美國經濟有下滑徵兆，包括失業率上揚、2年期與10年期國庫券息差保持倒掛逾一年、美國出現初步的裁員潮等等，預期美國經濟於明年上半年將陷入衰退。

他並不認同聯儲局成員早前估計再加息一次。其更為關注美國財赤上升問題，強調美國難以長期承受目前財赤及高利率水平。

較早之前，金融大鱷索羅斯前軍師、著名對沖基金經理德魯肯米勒也對美國政府債務問題有類似看法，預計華府須在削減開支上作出艱難選擇。

美國銀行行政總裁莫伊尼漢表示，按照美銀經濟分析團隊的評估，美國經

濟可望實現軟着陸，不會陷入衰退，只是明年中開始呈現顯著放緩趨勢。根據早前公布的數據，美銀經濟師估計美國今年經濟增長率為2.7%，明年經濟增長則為0.7%。美銀估計，聯儲局於今年12月進行本輪加息周期最後一次加息行動。

莫伊尼漢披露，美銀內部數據反映10月份消費者開支增長放緩到4%至4.5%，增幅只有今年初的一半。商業貸款需求疲弱，投行業務方面相關活動預料有可觀增長，準備增聘人手。

### 投資市場氣氛改善

筆者認為，美國明年經濟前景比較不明，不少金融機構都看得比較淡。從美元利率期貨去看，聯儲局減息已由明年6月提早至5月，估計減息幅度為0.25厘。到了8月及11月各再減息0.25厘。不久之前，市場預料聯儲局明年減息兩次各0.25厘，現在則多達三次各減0.25厘。

美元利率期貨顯示，美國經濟比較早前遜色，而且政治經濟局勢波譎詭譎，將會令全球投資市場變得難以預測。但過去一年多，美國激進加息打擊樓市股市，明年一旦減息，或許會扭轉投資市場氣氛。



◀ 萬億國債增發開啟了中央地方債務結構優化的進程，中央財政的赤字空間或許就此打開。

地方債務收縮、中央債務擴張，說明財政赤字的結構正在發生變化，但結構的調整，並不能直接指向整體財政赤字將進一步擴張。不管是去槓桿還是加槓桿，核心都在於經濟發展。

# 化解地方債 經濟發展才是良藥



**天風視野 宋雪濤**  
天風證券  
首席宏觀分析師

10月人大常委會批准增發1萬億元（人民幣，下同）國債後，中國年內赤字率上調到3.8%左右，引發了市場對未來財政空間和思路的討論。有觀點認為萬億國債的增發意義重大，意味著就此打開了財政空間。實際上將中央和地方赤字匯總起來計算的廣義赤字率，可能既不止3%，也不止3.8%。

廣義赤字可以有不同口徑。窄口徑的廣義赤字，定義為「一般公共預算的收支缺口」，除了國債和地方一般債所對應的狹義赤字，還包括調用其他預算、歷史結餘和預算穩定基金等部分。中口徑的廣義赤字，定義為「一般公共預算和政府性基金的收支缺口」，比窄口徑的廣義赤字多了這些年擴張較快的專項債等政府性基金「赤字」。較寬口徑的廣義赤字，定義為「一般公共預算和政府性基金的收支缺口以及城投公開債券淨增額」，比中口徑的廣義赤字多了城投的公開債融資。更寬口徑的廣義赤字，定義為「一般公共預算和政府性基金的收支缺口以及城投帶息債務淨增額」，比寬口徑的廣義赤字又多了城投的貸款、非標等其他債務融資。

由於2014年審計甄別地方政府隱性債務，將地方政府一類債務於2015年納入地方政府法定債務管理，導致窄口徑和中口徑的廣義赤字率就此突破了3%，此後持續高於3%。如果將城投融資認定為地方政府的表外舉債，將城投帶息債務的淨增規模也考慮在內，那麼2022年更寬口徑的廣義赤字率高達9.5%。因此，中國財政政策實際上一直保持着積極的狀態，真實的廣義赤字率也早已超過3%，所謂「3%紅線」並未對財政擴張形成實質性約束。

與其他國家相比，中國的中央政府槓桿率不高。截至2021年，根據世界銀行數據，經合組織成員國、高收入國家、後人口紅利國家的中央政府槓桿率分別為122.3%、126.9%、127.6%，而中國的中央政府槓桿率則僅為20.3%，不及美國的一半，明顯低於全球其他主要國家。

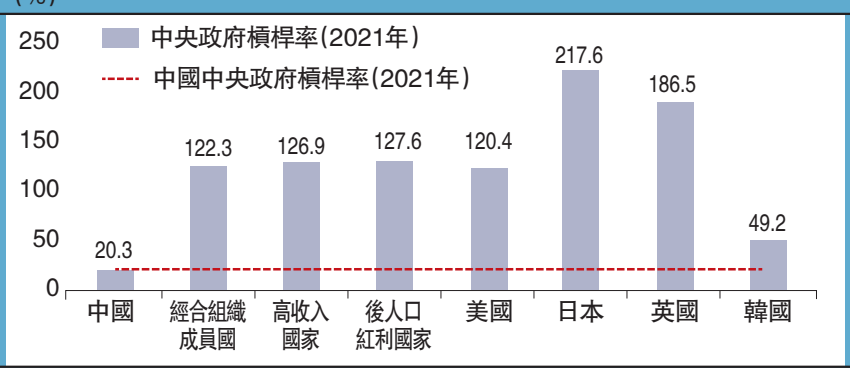
在過去多年財政赤字擴張的過程中，中國的地方政府發揮了主要的作用。2022年寬口徑財政赤字中，中央政府貢獻約19%，地方政府的表內（一般預算+政府性基金）貢獻約43%，地方政府的表外（即城投帶息債務）貢獻約38%。如今地方政府債務壓力已經處於較高水平。

在2022年末，中國地方政府顯性債務餘額約35萬億元，地方政府顯性債務率約為125%，較2021年大幅提高19個百分點。

### 中央地方槓桿結構需優化

雖然3%已經不是約束，但今年還是上調了狹義赤字率，無法忽視的原因是：房地產下行加大了地方政府的償債壓力。土地出讓收入是地方政府重要的財力來源，2021年地方政府土地出讓收入約為8.5萬億元，佔當年地方綜合財力的29%。而隨着房地產的走弱，土地出讓收入持續下滑，

### 中國槓桿率明顯低於其他國家



來源：Wind、世界銀行、天風證券研究所

2022年地方政府土地出讓收入僅6.7萬億元，較2021年下滑1.8萬億元，在地方綜合財力中的佔比也下降到了24%，是抬升地方政府債務率的重要原因之一。

今年土地財政仍繼續走弱，1至10月地方政府土地出讓收入約為3.5萬億元，較去年同期下降20.5%。按照往年10個月土地出讓收入在全年中的佔比推算，預計全年地方政府土地出讓收入約為5.2萬億元左右，較去年下滑1.5萬億元左右。這也意味着，今年地方政府性基金收入將較年初預算目標少1.5萬億元。

債務高企和土地出讓收入下滑放大了地方政府債務風險，因此，7月24日的中央政治局會議首次提出了「要有效防範化解地方債務風險，制定實施一攬子化債方案」。

不可否認，地方政府債務仍處於「鐵索連舟」狀態，顯性債務與隱性債務密切關聯，不同區域、不同主體的隱性債務也相互關聯。在金融市場的實操中，投資者默認城投債務隱含了地方政府的信用背書。單一城投主體的債務違約，可能會打破「城投信仰」，進而波及到其他的城投主體。

無論是出於防風險考慮，還是出於穩增長考慮，短期內均需避免以城投債務為代表的地方債務出現實質性風險暴露。一方面，地方債務通過融資行為與廣大金融機構緊密連接，而目前地產風險尚未完全出清，一旦地方債務出現風險，則有可能引發更大的風險。另一方面，財政政策仍需通過地方政府來落地生效，地方債務壓力過大會影響財政政策的實際效果。

所以，在財政已比較積極但仍需繼續擴張的情況下，中央政府需要接替地方政府成為財政加槓桿的主體。萬億國債的增發代表了這種財政發力的結構性變化開始出現，並且中央金融工作會議也明確要求「建立同高質量發展相適應的政府債務管理機制，優化中央和地方債務結構」，從政策設計層面也明確了政府加槓桿主體由地方向中央轉移的路線。

地方債務收縮、中央債務擴張，只能說明財政赤字的結構正在發生變化，但結構的調整並不能直接指向整體財政赤字將進一步擴張。那麼，赤字率的約束條件是什麼？其實是政府負債的可持續性，而負債可持續性則取決於國家信用。與個人借貸類似，國家信用越強，則可承擔的債務規模也就越大。

債務只是一個中性的工具，就像醫生看病開藥，是藥三分毒，到底是治病的良藥還是致死的毒藥，本質上取決於用藥的劑量。合理用藥的劑量取決於人的體重，合理的債務也由

「國家的體重」——即國家信用所決定。國家信用的背後，是一個國家的綜合國力。綜合國力由軟實力和硬實力組成：軟實力是由技術、勞動力、資本等決定的潛在經濟增速；硬實力則由政治、外交、軍事等決定。

### 國力越強 財政空間越大

當一個國家的綜合國力越強，其財政赤字空間就相應越大，在赤字上限之下，通過發債來促進經濟增長，非但不會影響其債務的持續性，反而會進一步加強綜合國力來提升赤字空間，表現在數據上就是國際收支平衡、匯率穩定甚至走強。因此，一個國家財政赤字的上限，並非一個固定的數值，而是在綜合國力、債務規模發展、國際競爭博弈中形成的動態均衡。

如果把經濟發展比作一場足球賽，3%的赤字率就像球場中線，退在中線外不意味着不會丟球，推到中線外也不意味着能進球，球在哪裏不影響比賽結果，進球還是丟球最終還是由實力決定的。當財政赤字超過綜合國力可支撐的債務上限以後，財政加槓桿將不再具備可持續性。國際資本開始對國家信用產生擔憂，國際收支開始失衡，匯率貶值，滋生金融、經濟風險，財政被動緊縮。當財政赤字被削減至過低水平以後，財政收縮開始拖累綜合國力、抑制總需求，導致實際增長低於潛在增長，則財政重新加槓桿將有利於經濟增速回歸潛在增速，從而穩定國際收支和匯率。

從中國財政空間這個問題上看，舉債結構的調整是比較清晰的，房地產周期長期下行、土地財政退坡，意味着地方政府內外舉債空間可能已經逼近了上限，未來需要由中央接替地方成為加槓桿的主體，萬億國債增發開啟了中央地方債務結構優化的進程，中央財政的赤字空間或許就此打開。

整體財政赤字空間是否進一步打開，表面上取決於中央財政擴張和地方財政收縮的相對幅度，但本質上取決於未來的內外壓力和綜合國力，是動態博弈下的結果。在債務可持續發展的角度下，如果科技、外交、軍事等持續突破，則中國整體財政赤字空間或將進一步打開。

回到足球賽的比喻，壓力大的時候退到中線內防守反擊，壓力小的時候推到中線外全面進攻。足球是圓的，債務也是圓的，足球場上需要根據對手狀態隨時進行攻守轉換，赤字率也需要根據外部環境變化、綜合國力長進、防風險壓力而保持進退自如，進可攻退可守才是以發展為中心的債務平衡狀態。