

市場化改革仍有發力空間



廟堂江湖 沈凌

德國波恩大學
經濟學博士

中央政府推出了1萬億的特別國債計劃，再加上地方政府發行的特殊再融資債券，合起來不到3萬億元（人民幣，下同）。外界認為，這是中國財政政策寬鬆的標誌。如果這樣去理解當然不錯，但我們也要意識到，當下中國經濟規模已經達到120萬億元，上述發債規模其實很小。

以2008年著名的4萬億經濟刺激計劃作為對照，當時的GDP才區區32萬億元，4萬億佔比大約為八分之一。如果今次同樣按照八分之一的刺激規模來測算，需要注入的流動性需要達到15萬億元的規模。

當然，筆者這樣分析並不是要呼籲出一個15萬億的財政刺激計劃。事實上，「4萬億」其實也帶來了不少後遺症，並不是一個完美的標桿，值得照搬照抄。但儘管如此，彼時中央政府能夠迅速推出強有力的刺激政策，阻止市場主體的信心崩潰，迅速提高經濟增長，積極影響還是大於消極影響的。我們不能因為後遺症，全盤否定財政刺激計劃的作用。也因此，在經濟復甦不及預期的今天，我們也需要推出積極的財政政策，去恢復市場信心。

譬如中國的城市化進程雖然取得了很大的進步，但與發達經濟體相比較，遠沒有達到可以躺平的地步。最近中央政府提出了保障房和商品房兩條腿走路的「房改2.0」，就是借此重啟中國房地產市場的大好機會。眼下大城市中有很多建於上世紀的簡易住宅，沒有電梯、預製板結構也不符合抗震安全標準，它們都可以由政府回購拆遷重建為保障性住房。在此方面，應該要求國有房地產企業承擔起保障房的建設和經營主體責任，而積極的財政刺激政策正好成為他們的資金後盾，同時也解決了市場需求和民生保障問題。

另一方面，商品房也應該重新回到市場經濟配置資源的軌道上。那些承擔保障房主體責任，享受了財政支持的國有企業，可以退出商品房市場。同時要取消樓市的限價限購政策，這樣才能讓

商品房回歸市場調節範疇，從而解決民營房地產企業的經營困境，拉動經濟增長。

房地產是中國經濟的支柱性產業，對於樓市的價格管控，等同於放棄了市場化的調節手段：一線城市高收入階層想改善生活水平，希望買高檔住宅卻買不到，因為要「搖號中籤」；三四線城市的房地產積壓過剩，還不允許降價銷售，活生生卡住了房地產公司的脖子，讓它們無法出清存貨，把資金重新循環利用起來。現在各地的限價限購政策大多數存在了10年左右，儘管中央政府已經判斷出中國房地產市場出現了新的供求關係，但是那些基於老舊供求關係的非市場政策還是沒有能夠迅速清除，妨礙着市場規律的作用。

產業升級成果顯著

實際上，從產業升級角度觀察中國經濟，並不像宏觀數據那麼悲觀。今年中國汽車出口歷史性突破，成為全球第一。這是一個很重要的信號，預示着過去20年努力打造的中國汽車產業實現了對歐美強國的趕超。因為汽車產業鏈相當長，對宏觀經濟的拉動很大，不亞於房地產，而很多傳統先進經濟體都是依賴於汽車產業的，比如日本、德國等。而汽車並不是中國唯一實現這樣超越的行業，高鐵、造船，甚至大飛機都出現了對傳統強國的趕超。所以，從這個產業升級角度看，很難理解為什麼中國經濟的宏觀數據那麼差、資本市場對中國經濟前景那麼悲觀。筆者認為，類似房地產行業中的非市場政策要承擔主要責任，因為這些非市場政策阻斷了高附加值行業成果向全社會轉化和外溢的通道。

本來一個一線城市的高附加值行業的突破，必然帶來大量的高薪工作機會，這些人才具備高消費能力，而他們的高消費可以帶動其他低附加值產業的發展，使得全社會受益於若干高附加值行業的突破。而現在，這個傳導機制被人為阻斷了。好比堵塞血管導致的梗阻，容易危及整個身體的健康。對應的措施，加大財政刺激的力度彷彿是輸血，當然必要；但同時，最好能夠有針對性的排除這些梗阻，讓血液更加有效地流動起來。



▲中國汽車產業鏈相當長，所以對宏觀經濟的拉動效果不亞於房地產。

吸引消費 服務質素不可缺



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

經過幾年新冠疫情的折騰後，內地和香港今年陸續復常，但經濟復原並不是一帆風順。港人通關後出現報復式外遊，未有多留港消費，大家都趁機紓緩這幾年疫情的鬱悶，這是可以理解的。

不過，香港的零售消費復原顯得比預期慢，到了年中仍未到位；而隨着內地有很多的措施及推廣，吸引港人到內地旅遊及休閒活動，尤其是大灣區一帶，因為交通便利，令港人獲得不錯的消費體驗。此外，也有人說，疫情令港人的生活習慣改變，不論外出用膳及活動都會「早出早歸」，夜生活的習慣好像已經消失了。

至於內地方面，雖然在這幾年疫情期間居民生活亦大受影響，但到了今天，夜生活卻比香港熱鬧得多。港人近期都會談論北上消費的優勢，

以及不同的消閒好處，漸漸覺得內地好像消費方面的生活細節，已將香港比下去。

樓市淡靜 同業競爭增加

其實，內地的消費一向都比香港便宜，但今天為何港人會覺得有這樣的反差？筆者認為其中的一個重要因素，就是今天的內地服務態度確實是非常到位，香港反而有所倒退。雖然香港現在請人困難，但這並不可能成為藉口。既然生意難做，就更須做好服務吸客留港。

地產代理業亦一樣，樓市疲弱，僧多粥少情況下，代理更有必要專注做好服務，成交機會才會增加，才可獲更多轉介，在淡市中仍然屹立不倒。



▲隨着市場競爭愈來愈激烈，地產代理要爭取生意，必須提升服務質素。



◀服務消費具備充分潛能，與新興服務業領域投資有望形成良性循環。

中央經濟工作會議（以下簡稱「會議」）近日在北京舉行。會議對2024年的部署中，強調「鞏固和增強經濟回升向好態勢」，對高質量發展「量」和「質」的重視度均提升，而實現這一目標的路徑在於擴大消費和投資需求。縱觀會議通稿，筆者認為，本次會議中的六個提法值得關注。

中央經濟工作會議六大看點



政經透視 鍾正生

平安證券首席經濟學家

一、鞏固和增強經濟回升向好態勢

會議肯定2023年經濟工作成績，直面其中的困難與挑戰。回顧2023年經濟工作，會議指「中國經濟回升向好，高質量發展扎实推进」。對2024年經濟工作，會議首先重申2023年12月中央政治局會議的提法，「堅持穩中求進、以進促穩、先立後破」。

筆者試以工業需求為切入點闡釋經濟結構調整中的「立」與「破」。基於投入產出表及國家統計局數據測算，房地產部門對2020年工業總需求的直接和間接拉動在約24%，至2023年前10個月已下滑7個百分點至17%；同期，基建在工業總需求中的佔比僅提升了0.5個百分點，代表經濟新動能的汽車製造業、電氣機械（以新能源為主體）製造業對工業總體的拉動作用合計提升1.8個百分點至14.6%。

由此可見，當前中國經濟結構轉型中，「立」的帶動尚不足以完全對沖「破」的拖累，這也是過去兩年中國實際GDP增長低於潛在水平的原因所在。只有在新動能「立」與「進」成效凸顯，傳統動能「穩不失速」的基礎上，才可暢言「後破」。

二、形成消費和投資相互促進的良性循環

會議將「着力擴大內需」放在重點工作的靠前位置，緊隨其後的便是「要激發有潛能的消費，擴大有效益的投資，形成消費和投資相互促進的良性循環」。鑒於消費和投資「良性循環」的最佳結合點或在服務業領域。筆者認為，服務消費具備充分潛能，與新興服務業領域投資有望形成良性循環，將成為2024年中國經濟增長的重要動能。

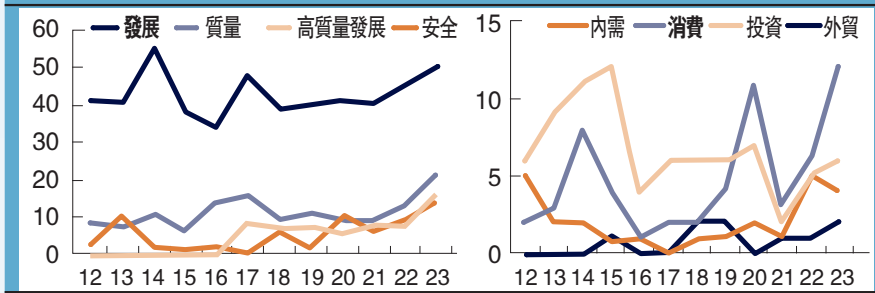
服務業設施不斷完善，有助於以供給側改革驅動消費需求的增長。高技術服務業以信息傳輸、軟件和信息技術服務業為代表，相關投資有助於完善數字基礎設施，加強服務消費與數字經濟的融合度，繼而滿足消費者多元化、多樣化、多層次的需求。而教育、衛生、文化體育等領域以政府為主導，投資擴大也有助於改善優質教育、醫療等公共資源緊張的現狀，減緩居民消費的後顧之憂。

三、財政政策 適度加力、提質增效

會議在把控全局的高度上，定調2024年積極的財政政策「適度加力、提質增效」，重點涉及「用好財政政策空間」、「優化財政支出結構」、「合理擴大政府專項債券用作資本金範圍」、「增強財政可持續性」等內容。

一是，2024年財政定調仍較積極，預計赤字率目標落在3.6%至4%之間。回顧2015年以來中央經濟工作會議的部署，財政赤字率下調年份的定調往往看重「質效」，避談「力度」。例如「提質增效」、「取向不變」、「更加積極有效」等。相比之下，「加力」一詞較為積極，對應於財政赤字率提升的年份，但「適度」

中央經濟工作會議：詞頻統計（單位：次數）



資料來源：中國政府網、平安證券研究所

的定語對其積極程度略有削弱。

二是，「提質增效」旨在財政支出結構改革。2023年10月，全國人大批准增發1萬億元（人民幣，下同）特別國債，拓寬中國實施積極財政政策的想像空間。筆者認為，2024年財政支出方向有進一步優化和提升的空間，將更多向教育事業發展、醫療衛生服務、社會保障水平等民生領域重點傾斜，削減「一般性支出」，取消「低效無效支出」，各級政府既要當好「鐵公雞」，又要打好「鐵算盤」。

三是，嚴肅財政紀律，增強財政可持續性。當前各地財政收支矛盾較為突出，地方債務風險急劇上升，為了守牢不發生系統性風險的底線，保障基層「三保」工作的順利推進，應加大中央對地方的轉移支付力度。2023年按照預算，中央財政安排對地方轉移支付10.06萬億元，其中均衡性轉移支付2.3萬億元，增長10.3%；縣級基本財力保障機制獎補資金4107億元，增長8.7%。

四是，提出合理擴大政府專項債券用作資本金範圍。擴大專項債券作為資本金的範圍可以更好配合財政資金向保障性工程和基礎設施等領域傾斜。筆者預計2024年專項債券資金可能更多投向城中村改造、保障性住房等民生領域，在提升地方財政資金使用靈活性的同時，也有助於更好發揮專項債對投資的拉動作用。

四、貨幣政策 靈活適度、精準有效

會議對貨幣政策的定調仍較寬鬆。會議指，「穩健的貨幣政策要靈活適度、精準有效。保持流動性合理充裕」。回顧近年來中央經濟工作會議對貨幣政策的表述，「保持流動性合理充裕」，歷史上對應於2016年、2019年、2020年、2022年和2023年，皆是貨幣政策相對寬鬆的年份。

為「形成合力」、「放大組合效應」，2024年貨幣政策與財政政策的協同將進一步增強。除熨平日常財政收支的影響、支持政府債券集中發行外，還可能體現在三個層面：一是，在政策發力必要性提升的關鍵時點，財政的加力和貨幣的降準降息可能同時出現；二是，促進經濟結構調整優化的協同，「財政為主、貨幣補位」。預計2024年結構性貨幣政策工具將加強對民營企業和房地產「三大工程」的支持，關鍵領域財政貼息與貨幣再貸款投放或並駕齊驅。三是，協同防範化解地方債務風險。央行「統籌協調好金融支持地方融資平台債務風險化解」，相關流動性支持工具（SPV）或將於2024年落地使用。

五、持續有效防範化解重點領域風險

會議中，重點工作的第五條是

「持續有效防範化解重點領域風險」，而「風險隱患仍然較多」是國內大循環的堵點之一。防範化解風險，實現政府投資的「進」，房地產行業的「穩」，也是「鞏固經濟向好勢頭」的重要支撐。

化解隱性債務風險，不改政府投資的「進」。2020年以來，地方政府「增支減收」責任加大，隱性債務再度擴張，土地收入趨向下滑。今年7月份中央政治局會議以來，「一攬子化債」方案推進，已助力城投債信用利差較快下行，但與之相伴的是對12個重點省份舉債的監管更加嚴格。為此，本次會議提出「統籌好地方債務風險化解和穩定發展」，強調經濟大省做更大貢獻，有助於打消市場對「化債」制約政府投資「擴內需」的無謂擔憂。

「三大工程」落地，助力房地產行業的「穩」。過去兩年間，商品房銷售、房地產投資持續較大幅度調整，對上游原材料、下游傢俱家電等後周期消費品需求形成衝擊，也通過土地市場、房企信用等渠道推升潛在金融風險。本次會議提出「積極穩妥化解房地產風險」，態度更加務實，並重申「一視同仁滿足不同所有制房地產企業的合理融資需求」、「三大工程」、「加快構建房地產發展新模式」等提法。

六、鞏固外貿外資基本盤

在高水平對外開放上，本次會議相較2022年更加強調發展新的外貿動能。比如中間品貿易、服務貿易、數字貿易和跨境電商出口等。同時，會議重視在電訊、醫療等服務業領域放寬市場准入，對國際高標準經貿規則，着力解決數據跨境流動和平等參與政府採購等問題。這反映出中國在對外開放策略上的深化和細化，有意將外貿與國內優先發展的重點領域和新興業態相結合，助力國內優勢產業發展。

會議新提「鞏固外貿外資基本盤」。2023年以來，發達經濟體央行為遏制通脹，普遍已加息至5%左右，處2008年國際金融危機以來最高利率水平。海外高利率環境對包括中國在內的新興市場國家的外溢影響，集中體現在資金外流壓力與貨幣貶值風險。外管局口徑下，2023三季度中國國際收支口徑的直接投資（負債方）淨流出118億美元，為1998年有季度數據以來首次。

近期美元升值壓力正在緩解，2023年以來CFETS人民幣匯率指數亦保持相對穩定。從這一角度理解，本次會議對於「外資」的關注相對有限（僅提及一次），對於外資流出的壓力似並不過度擔憂。