

## 中國經濟趨高質量發展(下)



**金融觀察 鄧宇**  
上海金融與發展實驗室  
特聘研究員

文接25日A11版

(二) 經濟增長模式加快調整，內生性增長承壓。

中央經濟工作會議提出「增加城鄉居民收入，擴大中等收入群體規模」，同時「培育壯大新型消費，穩定和擴大傳統消費」。加入WTO後，中國主要依託政策扶持、人口紅利以及大量外資建立「世界工廠」地位。但這種經濟增長方式卻是以高能耗、重污染為代價，不可持續。研究顯示，2000至2010年間中國環境治理成本佔每年GDP的比重達到6.5%。「十四五」規劃明確高質量發展的主題，傳統的粗放型增長模式將會加快淘汰，高新技術、數字經濟產業、消費升級等將成為新的經濟增長點。同時，中國將加快構建「雙循環」新發展格局，國內循環的主體作用凸顯。從貿易總額佔全球比重在上升，但中國的貿易額佔GDP的比重從2006年的64.5%降至2021年的37.5%，表明對外依存度下降。近年來消費內需對中國經濟增長的貢獻度則明顯提升，但發達國家居民最終消費支出佔GDP的比重均在50%到65%左右，中國則為38.4%，仍有較大的增長空間。如何進一步增強內循環發展動能，將是中國經濟實現再增長的一大關鍵。

(三) 投資拉動作用減弱，投資結構亟待優化。

中央經濟工作會議提出「發揮好政府投資的帶動放大效應」「實施政府和社會資本合作新機制」。過去四十多年，中國以投資驅動經濟增長的路徑被證明具有顯著成效。國際比較看，美國、日本以及歐元區等在早期發展階段，投資拉動經濟的效果均比較突出，包括大量基礎設施建設和配套工程建設，為工業化和製造業發展創造了有利條件。世界銀行統計顯示，1970至1980年代日本固定資產形成總額佔GDP的比重始終維持在30%到40%，2009至2021年間中國固定資產形成總額佔GDP的比重則保持在40%以上。研究指出，投資（即資本形成）對中國經濟增長的貢獻過大，大約是全球平均水平的兩倍左右，2015至2016年中國的固定資產投資佔GDP比重達到80%。目前，中國在基礎設施建設領域已經構建起比較完善的體系，固定資產投資的規模和增速基本達到一個頂點，其中房地產和基建投資佔比偏高，單純依靠投資拉動經濟增長的動能將減弱。歐盟委員會發布的2022年歐盟工業研發投資記分牌數據顯示，美國、歐盟和中國的私營部門研發投入全球佔比分別為40%、17.9%、17.6%。國際經驗來看，隨着經濟發展到一定水平，投資的貢獻度和投資回報率均在持續下降。因此，下一階段迫切需要優化投資結構，在鍛長板、補短板領域增強投資效益和效率。

(四) 全球化遭遇嚴峻挑戰，外部發展環境更加複雜。

中央經濟工作會議強調「擴大高水平對外開放」「持續建設市場化、法治

化、國際化一流營商環境」。當前，全球治理體系處於分化和分裂趨勢，傳統上以歐美發達國家為主導地位的國際秩序發生重大變化。世界經濟秩序的調整必然會帶來不確定性，外部增加的不確定性和挑戰必然會對中國經濟轉型帶來新的壓力，導致國際循環的生態遭到破壞。在此背景下，歐美日等發達國家經濟增長陷入停滯，全球治理赤字和世界經濟秩序調整「耦合」，導致「逆全球化」和政治「極化」問題，大國博弈引發的「選邊站」迫使新興市場國家「站隊」，對中國提升貿易價值鏈地位可能構成新的威脅。WTO預測模型顯示，如果世界經濟分成兩個貿易集團，長期看全球實際GDP預計將下降約5%。從近年來歐美國家開始推動的包括「近岸外包」「去風險」政策以及各類投資限制、出口管制，以及層出不窮的經貿和科技制裁等，嚴重削弱全球經濟和貿易發展空間，新興經濟體往往深受其害，進而抬高出口國貿易成本，威脅到產業鏈和供應鏈安全，導致外商外資預期不穩，信心也有下降，迫切需要穩外資穩外貿。擴大高水平對外開放，創造更具競爭力、吸引力的國際營商環境。

## 三、經濟高質量發展路徑選擇

中央經濟工作會議明確強調「穩中求進、以進促穩、先立後破」。當前中國經濟處於「波浪式發展、曲折式前進」的階段，穩增長仍是重點。從兩個層面來看：一方面，加快推進中國式現代化，實現「十四五」時期主要經濟發展指標和2035年遠景目標，必然要求具備穩定的經濟增長支撐；另一方面，中國經濟保持穩定增長具有世界意義，世界銀行發布報告顯示，2013至2021年間中國經濟對世界經濟增長貢獻率達到38.6%，超G7國家總和(25.7%)。中國未來經濟增長具有很強的內生性，無論是科技自立自強、擴大內需還是區域協同發展、城鄉融合發展等一系列戰略部署，均聚焦於解決制約中國經濟增長的現實障礙，通過構建「雙循環」新發展格局釋放新的增長動能，尋求新的增長點，實現經濟量的合理增長和質的有效提升。

國際國內環境對宏觀經濟政策提出更高要求。中央經濟工作會議提出「要強化宏觀政策逆周期和跨周期調節」。日本經濟衰退期，由於宏觀政策實施節奏偏慢、政策配合不夠以及社會預期轉弱等，未能達到政策效果。因此，財政與貨幣政策的協同配合更顯重要，既要考慮短期的流動性需求，也要着眼於穩定中長期槓桿水平。宏觀政策需要把握好兩個維度：其一，合理的赤字增長以及財政收支均衡、結構優化等仍是重點，落實「轉方式、調結構、提質量、增效益」的要求，增強財政可持續性；其二，貨幣政策調節應把握好節奏，兼顧政策利率、市場利率和實際利率的傳導效率，社會融資規模、M2以及信貸投放的規模、增速與結構的優化須保持均衡。中央經濟工作會議指出「政策實施上強化協同聯動、放大組合效應」。總體看，中國經濟增長的核心要義在於高質量發展，這一過程將有曲折，但前景光明。

(本文僅代表個人觀點)



▲降準降息會遲到，但不會缺席，預計將在明年一月份或一季度到來。

12月22日，國內多家國有銀行宣布下調人民幣存款掛牌利率。1年以內、2年、3年、5年期定期存款利率分別下調10基點、20基點、25基點、25基點，期限越長下調幅度越大。這是今年第三次存款利率下降，也是自2016年以來下調幅度最大的一次，平均下調15個基點左右。

## 人行明年首季料降準降息



**大學之道 清和**

智本社社長

同時，年底降準降息預期落空。12月，人行沒有下調中期借貸便利(MLF)利率，市場貸款報價利率(LPR)也未下降。當月MLF淨投放達到8000億，創下了單月歷史最高紀錄。但是，降準降息仍未落地。

## 降存款利息保銀行利潤

為什麼存款利率下降，貸款利率不下降？

主要原因可能是保商業銀行淨利差。維持一定的淨利差是商業銀行的利潤保障。近些年，隨着人行不斷地降準降息，商業銀行淨利差持續下降。今年人行兩次下調利率，推動商業銀行淨利差降至低位。三季度，股份制銀行淨利差降至1.81%，國有銀行為1.66%，城商行為1.6%，銀行平均淨利差降至1.73%。而監管部門對銀行淨利差的合意標準是1.8%。換言之，今年三季度商業銀行的平均淨利差已低於監管部門的要求。

降低存款利率，同時維持貸款利率不變，有助於提升商業銀行的淨利差和利潤。

實際上，市場原本預期年底央行將降準降息。原因是，四季度政府密集大規模發行債券，地方特殊再融資債券累計發行達到1.7萬億元，特別國債融資1萬億元。通常，人行會採取降準降息操作以緩解市場的流動性壓力。但是，12月，人行並未下調中期借貸便利(MLF)利率，市場貸款報價利率(LPR)也沒下調，而是採取大規模MLF增量操作來投放貨幣。12月中期借貸便利淨投放達到8000億元，創下了單月歷史最高紀錄。

為什麼央行寧願選擇「天量」續作MLF，也不採取降準降息措施？

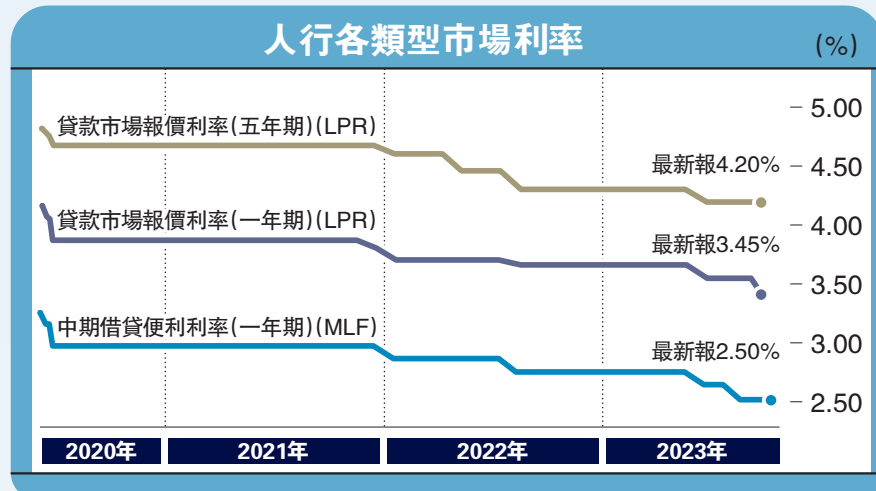
如果今年12月份央行下調MLF，LPR同步下調，那麼明年1月1日，商業銀行就必須下調存量房貸利率。存量房貸是銀行最穩健、給銀行帶來利潤最豐厚的資產。如果明年一季度降準降息，那麼根據「一年一調」的規則，存量房貸利率下調的時間可以推遲到後年即2025年1月1日，如此銀行相當於提前鎖定了一年的存量房貸利率。

機構測算，本次存款利率下調，銀行一年可以省2200億左右的利息支出。這相當於彌補了今年存量房貸利率下調的利率損失。或者，如果明年一季度LPR降10個基點，那麼此次提前下調存款利率，可抵銷明年降息的利息損失。

筆者今年曾多次呼籲下調存量房貸利率，建議打破存量房貸利率的黏性，將存量房貸利率與LPR掛鉤並及時下調。未來，中國政策性利率將持續下調，存量房貸利率隔年下調導致家庭負債壓力上升。如果政策性利率下調過快，市場又將再度掀起提前還貸潮，屆時銀行又不得不人為地再次下調存量房貸利率。將存量房貸利率與LPR掛鉤並及時下調，應是科學之舉和長久之策。監管部門尚未調整的原因可能也是維持銀行的利潤。

降準降息會遲到，但不會缺席，預計將在明年一月份或一季度到來。

通常，一季度是社融旺季，政府大規模投融資是上半年經濟的基本盤，人行需通過降準或降息來配合政



府融資。今年12月份的中央經濟工作會議指出，繼續實施積極的財政政策和穩健的貨幣政策；穩健的貨幣政策要靈活適度、精準有效，積極的財政政策要適度加力、提質增效。所以，明年一季度將與往年類似政府將大規模融資，將從市場中吸納大規模的流動性。

實際上，明年的部分政府融資已前置到今年年底，而原本年底的降準降息將推遲到明年年初。

一般來說，MLF餘額超過5萬億元，降準概率明顯增加。年底大規模增量操作推動MLF餘額上升到7萬億元，明年一季度將突破8萬億，將通過降準來置換MLF。原因是MLF餘額過大，持續大規模增量操作，容易抬升資金錯配風險，可能導致競拍買力較弱的中小銀行資金短缺，而降準無差異地給商業銀行釋放基礎貨幣。

中國從今年開始正式進入新一輪的降準降息週期。明年降準降息是必然選項，預計兩到三次。

過度借債必然壓低利率。如何判斷一個經濟體是否過度借債？一個重要指標就是「借新還舊」的佔比。今年地方政府用於「借新還舊」的債券融資佔新增債務的比例達到50%。這說明地方政府處於過度借債的狀態，目前地方政府的一般債、專項債和城投債之和超過90萬億元。

為什麼一個經濟體過度借債必然壓低其利率水平？主要有三個邏輯：一是過度借債導致投資和消費需求下降，大量的融資用於償還債務，自然利率下降，央行不得不跟隨自然利率降準降息；二是投資和消費需求下降導致價格下降，實際利率上升，償債負擔增加，央行不得不降準降息以壓低債務風險；三是央行不得不降準降息以支持地方政府融資化債，支持更低利率的債務置換更高利率的債務。所以，從長期來看，利率將持續下降。

不過，人行今年降準降息的力度還是低於市場預期。人行強調「大水漫灌」，市場感覺降準降息如杯水車薪，對投資需求提振和償債負擔緩解有限。一些經濟學家提出，人行應大幅度降準降息，甚至一步到位，將利率降到零。

反對者則擔心大規模降準降息引發通脹或無濟於事。有些經濟學家指出，大規模降準降息也無濟於事。以日本為例，日本央行在1995年將利率降到零附近，但並未阻止之後長達十年左右的資產負債表大衰退。還有些經濟學家認為，市場上的貨幣總量其實不少，關鍵問題不在降準降息，而是貨幣傳導機制阻塞，主張恢復房地產和城投企業的融資功能，提高貨幣流速。

可見，對於當前的貨幣政策，經濟學家之間存在不小的爭議。

首先，市場的基本共識是降準降息，分歧在於降準降息的力度和時間。

其次，人行可以以壓低實際利率為主線來降準降息。今年CPI、PPI、房價和股價均下跌，實際利率明顯上升。即便人行兩次降準降息，但降準降息小，實際利率持續走高，人行通過降準降息將實際利率控制在某個水平。

最後，人行需準備一步到位的降準降息工具和寬鬆工具，以應對突發性的金融風險。

日本央行最大的失誤是降準降息遲緩。1990年日本資產泡沫崩潰，次年日本央行才降準降息，直到1995年利率才降到零附近。為時已晚，大勢已去。資產價格大崩潰擊穿了日本企業的資產負債表，很多企業喪失了擴表能力，導致長期衰退。換言之，並非日本央行降準降息無濟於事，而是降準降息太晚，錯失良機。

另外，量化寬鬆是日本央行在千禧年之後探索出來的央行主動應對流動性風險的有效工具。在2008年金融危機和2020年股災中，美聯儲均成功挽救了市場。不過，根據當前中國的銀行法，人行不能直接購債，人行需向全國人大獲得法理授權，為應對可能發生的流動性風險而準備量化寬鬆工具。

## 提高家庭收入 促進消費投資

就以當前的降準降息節奏和幅度來看，降準降息對資產價格和消費的刺激是不明顯的。有經濟學家提出，降低存款利率可以將居民存款擠出來，以提振消費和刺激經濟。但是，近些年，由於對未來的收入預期下降，居民大規模地防禦性儲蓄。如果存款利息收入下降可能會進一步降低居民的收入預期，不僅無法刺激家庭消費，反而可能削減家庭消費。

美國經濟學家米爾頓·弗里德曼認為，消費是居民財富的函數。當家庭的資產縮水，工資性收入下降，收入預期弱化，消費支出自然下降。今年房地產和股票價格下跌，資產的財富效應轉負，理財、基金收益率下降，再加上存款利息收入下降，家庭消費變得更加謹慎。更何況，政策性利率下降緩慢，實際利率上升，實際償債負擔增加，反而削減了家庭實際收入，抑制了消費支出。

所以，政府的貨幣政策和財政政策需着眼於提高居民實際收入。只有居民實際收入提高才能提振市場信心，促進消費和投資。貨幣政策需要跟財政政策相結合，貨幣政策主要解決總量問題，財政政策主要解決結構性問題。政府應該將財政支出的方向從基建投資轉向家庭福利，節省低效無效和過剩的基建投資，通過減稅或發放現金的方式轉移到普通家庭。宏觀經濟政策需以改善家庭資產負債表為目的，只要家庭資產負債表穩健，經濟內生動力自然強勁。

## 豪宅新盤成交增 樓市勢掀小陽春



**樓語縱橫 楊永健**

世紀21·Q動力總經理

成交價超越1億元的超級豪宅成交亦至少達6至7宗，當中除九龍站凱旋門外，九龍站天璽、港島鴨脷洲的凱玥、中半山超級豪宅波老道21號均有錄得成交。

近月豪宅成交增加，其中一個最主要的原因是，早前發表的施政報告包括公布多項減稅措施，針對非本地客的買家印花稅(BSD)和新住宅印花稅(NRSD)稅率，由原本30%減半至15%，與此同時亦向外來人才置業印花稅實施「先免後徵」的優惠，入市成本大減低，重新吸引部分包括內地的海外專才來港置業，令近月豪宅表現稍見起色，據市場的統計，估計在過去一個多月超過30宗豪宅成交，當中至少達三成以上，約10宗屬於內地買家來港入市。

總括而言，過去數年間豪宅市場表現確實跑輸大市，但展望後市，美國加息週期完結，明年上半年更有機會減息，過去樓市受高息及經濟復甦力度不足困擾，市場信心不足，但隨着樓市減稅，加上市場憧憬減息刺激，樓市整固期或許已接近尾聲，買家入市意欲增加，未來一段時間整體樓市勢必掀起小陽春，一、二手成交勢必回升。

成交價超越1億元的超級豪宅成交亦至少達6至7宗，當中除九龍站凱旋門外，九龍站天璽、港島鴨脷洲的凱玥、中半山超級豪宅波老道21號均有錄得成交。

近月豪宅成交增加，其中一個最主要的原因是，早前發表的施政報告包括公布多項減稅措施，針對非本地客的買家印花稅(BSD)和新住宅印花稅(NRSD)稅率，由原本30%減半至15%，與此同時亦向外來人才置業印花稅實施「先免後徵」的優惠，入市成本大減低，重新吸引部分包括內地的海外專才來港置業，令近月豪宅表現稍見起色，據市場的統計，估計在過去一個多月超過30宗豪宅成交，當中至少達三成以上，約10宗屬於內地買家來港入市。

總括而言，過去數年間豪宅市場表現確實跑輸大市，但展望後市，美國加息週期完結，明年上半年更有機會減息，過去樓市受高息及經濟復甦力度不足困擾，市場信心不足，但隨着樓市減稅，加上市場憧憬減息刺激，樓市整固期或許已接近尾聲，買家入市意欲增加，未來一段時間整體樓市勢必掀起小陽春，一、二手成交勢必回升。