



中國未來經濟再增長在於有效投資，加大戰略性新興產業、先進製造業等投資。圖為工作人員操作全自動焊接機生產太陽能電池片。

中國經濟處於從數量增長到質量增長的轉型階段，傳統的投资範式不但對經濟增長的拉動作用逐漸減弱，而且產生過剩投資和無效投資等負面影響。在新發展階段，迫切需要加快構建能夠精準匹配經濟轉型和產業升級需求、兼顧政策導向與市場規律的投資組合。

## 有效投資 促進新舊動能轉換



金融觀察 鄧宇

上海金融與發展實驗室特聘研究員

中國未來經濟再增長將主要取決於提高全要素生產率，主要抓手在於有效投資，新一輪的投資在結構、理念和循環模式上將有根本性變化。不但立足於加大戰略性新興產業、先進製造業以及新型基礎設施建設投資，而且需要釋放改革紅利，形成政策——產業——投資良性循環、相互融通的投資新路徑，並保持均衡的債務規模和槓桿水平。

傳統投資依然是驅動中國經濟增長的關鍵動力。2008至2021年基礎設施投資佔GDP的比重在10%左右，基礎設施投資在固定資產投資的佔比則長期保持在20%以上，房地產投資佔固定資產投資的比重也在20%以上，佔GDP的比值則達到8%左右。基礎設施建設和房地產投資對推動工業化、城鎮化具有重要貢獻。但是，粗放型增長轉向高質量發展，迫切要求傳統的基礎設施建設投資亟待向現代基礎設施建設投資轉變，例如信息技術基礎設施、新型能源體系建設，以及民生、醫療、縣域等補短板領域。研究測算，2020至2025年中國新基建能帶動投資11萬億元（人民幣，下同），平均增速10%。

由於經濟結構變化，投資驅動的經濟增長需遵循邊際效應遞減規律。國際比較來看，投資對經濟增長的拉動作用普遍存在減弱趨勢，多數高收入國家主要依靠消費內需拉動經濟。儘管投資率下降，但全球主要經濟體並未放鬆投資，而將投資重點轉向前沿科技、綠色低碳和新能源等領域。中國未來的投資將不僅追求規模，而且要優化投資結構，投資提升效率。

### 縣域基建投資仍具潛力

中國基礎設施建設投資增速出現下行，但結構上仍有新機會，縣域地區以及城鄉接合部還存在投資窪地，公共設施和基礎設施亟待投資改造。2023至2026年中國縣域新基建投資複合增長率料達到9.2%，2022至2026年累計投資達10.8萬億元。同時，城市更新改造、城中村改造以及保障房建設等具有巨大的投資需求。總體看，中國的城鎮化水平約65%，距離發達國家70%至85%以上還有發展空間，中國的縣域基礎設施建設投資仍有潛力空間，鄉村振興、城中村改造等投資需求也比較大，預計未來相關投資將保持穩定增長，以提升城鎮化水平。

中央經濟工作會議提出「要以科技創新推動產業創新，特別是以顛覆性技術和前沿技術催生新產業、新模式、新動能，發展新質生產力」。目前中國製造業增加值佔GDP的比值仍保持在25%以上，全球佔比從2012年的22.5%，提高到2021年的接近30%。未來要保持較高的製造業增加值佔比，一方面需要增加投資促進製造業轉型升級，另一方面需要擴大先



進製造業投資。

### 擴大科技投入 走向國際

另外，中國在前沿科技領域不斷增強競爭優勢，科技投資增長明顯加快。2023年1至11月，中國的高技術產業投資按年增長10.5%，增速比全部固定資產投資高7.6個百分點。未來本土科技企業需要把握重點：其一，緊跟國家科技創新戰略和產業政策，持續加大對前沿科技的投入，加強基礎研究、專利成果轉化，力爭保持領先優勢；其二，不斷鞏固提升科技產業鏈和供應鏈韌性，充分利用國際資源，開發全球多元市場，拓展跨國科技投融資渠道，真正走向國際。

中央經濟工作會議強調「重點支持關鍵核心技術攻關、新型基礎設施、節能減排降碳，培育發展新動能。」過去四十多年中國大規模城鎮化和工業化創造大量的投資需求，公共投資發揮巨大作用，但也存在不少問題，部分行業產能過剩，部分省市債務劇增。以風險收益平衡的視角來看，傳統的公共投資主要依靠財政和信貸，其可持續性將很難保證，同樣也會放大銀行信貸風險。因此，穩步發展股權投資、風險投資、上市IPO等多種渠道融合，發揮公共投資、銀行信貸、資本市場、風險投資的特色優勢，將有助於分散投資風險，適應科技企業不同生命週期、滿足各個階段的金融服務需求。

中國經濟增長正處於新舊動能轉換階段，主要關注兩方面問題：其一，傳統製造業、高碳行業及房地產行業等，不但存量的產值規模較大，而且涉及到上下游產業鏈。舊的經濟模式也不能直接採取完全淘汰的方式，其間將經歷陣痛，企業需要較快主動調整策略加以應對，同時引導產業鏈有序轉移和承接；其二，新的增長點的培育絕非一朝一夕，即便是實現彎道超車的新能源汽車以及光伏等行業，這些新的投資雖然增速較高，但新增規模和體量暫且無法與傳統幾大支柱產業相提並論，短期內完全替代傳統投資規模不現實，而且也不排除出現新興產業投資過剩等風險，需要關注產業升級的實效，根據市場需求來合理提高投資率，防範出現抬高企業槓桿和債務率等老問題。

### 提防新興產業投資過剩

投資效益與效率的再平衡須關注三大議題：（1）地方政府債務和隱性債務潛在風險問題。截至2022年底，中國地方政府顯性債務餘額35.1萬億元，城投平台帶息債務規模達55

萬億元，合計規模為90.1萬億元。下一步需考慮一攬子化債方案和具體地方債務處置方案，合理運用財政和貨幣政策工具有序處置，並提高地方債務監管透明度；（2）地方融資平台市場化改革問題。初步估算，截至2022年7月末，中國共有城投平台3702家，存量城投債約13.8萬億元，佔全部信用債的31%，其帶息餘額超過50萬億元。地方融資平台多數擁有龐大的基礎設施等固定資產，但收益率相對較低，收入下降後償債付息壓力將增大，亟待改革債務融資體制機制，探索新的地方融資平台發展模式；（3）新興產業投資可能過剩以及項目前瞻性風險問題。地方招商引資集中於新興產業投資，不同程度地存在潛在地方過度競爭、重複建設等問題，需要防範部分新興產業產能過剩風險。

中國經濟處於新舊動能轉換時期，下一階段驅動經濟再增長，投資愈發重要。從四個層面來看：其一，經濟高質量發展對投資方式、投資組合和資源配置提出了新的要求，提高全要素生產率有賴於保持合理的投資率，宏觀政策一方面強調「積極的財政政策要適度加力、提質增效」，另一方面要求「穩健的貨幣政策要靈活適度、精準有效」。圍繞科技創新、先進製造業、綠色低碳、普惠小微、鄉村振興等投資將保持較快增長，同時對傳統行業包括房地產新模式、新型基礎設施建設的投資將維持在合理增長區間。

其二，傳統的存量投資轉向結構性的投資優化將需要統籌宏觀政策協同推進，政府、企業、金融機構的資產負債表都將面臨重構，為此需要把握好投資收益和風險、效率和安全、短期和長期的關係。

其三，新的內外環境變量的重新組合將孕育新的投資機遇，不可避免會出現新的挑戰，進一步倒逼投資範式轉換，破除傳統投資的路徑依賴，關鍵在於通過積極擴大有效投資穩定基本盤，加大要素投入並增強資源配置效能，持續提高全要素生產率及潛在經濟增速，從而實現新一輪經濟再增長。

其四，堅持政策導向、市場化和法治化的統一，遵循經濟發展和投資的規律，既要發揮好政府投資的帶動放大效應，創新政府和社會資本合作模式，也要為國際資本、社會民間資本創造條件，放寬市場准入，充分利用國際資源，調動民間投資、激發市場活力，促進經濟高質量發展。

（本文僅代表個人觀點）

## 財稅改革宜激勵地方做好實業



點市成金 譚浩俊

財經評論員、中南財經政法大學兼職教授

隨着2024年的到來，中國分稅制改革迎來三十周年。

從1994年1月1日國務院發布《關於實行分稅制財政管理體制的決定》，到地方出相應的改革措施，中國的財政體制也從「分灶吃飯」走向分稅制。由於分稅制改革是經濟體制改革的重要組成部分，因此也被認為是其後數十年經濟高速增長的制度基礎之一。

從分稅制改革實施三十年來的實際情況看，基本達到了預期目標，特別是中央財政實力得到顯著增強，並為財政轉移支付制度的實施等打下了堅實的基礎。隨着各項新的改革措施的補充，困擾分稅制改革的一些具體問題，也在得到逐步修復與完善，特別是地方財政問題，以及由此引出的「土地財政」問題，都有較大改變與規範。

那麼，新一輪財稅體制改革將從何入手，如何取得新的突破呢？專家、學者都提出了許多意見和建議，如健全地方稅體系、進一步明確中央和地方政府的職權和支出責任劃分、進一步完善財政轉移支付制度等。應當說，這一切都是非常重要的，也是新一輪財稅體制改革必須重視的。只是，上述都屬於操作層面的工作，只要下功夫去做，都能做得很好，也能做出成效。

新一輪財稅體制改革最急需的，也是最重要的工作，是如何轉變地方政府的發展理念，激勵地方政府在培植經濟稅源方面形成更好的制度體系和機制約束。因為，操作層面的工作做得再好也是「切蛋糕」，是平均分配還是有所區別的問題。要想每個人、每個單位、每個地方都能多分一點，重心還是要放在「做大蛋糕」上，蛋糕越大，分得的蛋糕才會越多，分配的難度才會越小。否則，只能是爭你奪我，弄得誰都認為自己吃虧了。

恰恰對於這個問題，不僅專家、學者忽視了，或者只會理論上探討，而對實際狀況很不了解，而且地方政府對如何培植經濟稅源問題，根本不重視，也不知道如何去培植，導致經濟增長與稅收增長很不協調，稅收增長遠跟不上經濟增長的腳步，經濟的稅收貢獻率過

低。一方面，能夠提供較高稅源的實體經濟、特別是製造業明顯不強，且科技含量不高、創新能力有限、投入產出效率過低，導致稅收貢獻不強；另一方面，地方政府仍把城市建設、房地產開發、土地收入等作為地方稅源、地方財力的主要着力點，政策、資源、資金等的配置，不能自覺地向實體經濟傾斜，而是投向非實體經濟領域。譬如，所謂的引進人才政策，大多把重點放在了給予人才買房補貼上，看似重視人才，實則推銷房產。如果把這些資金資源用於實體企業發展，效率會高得多、產生的積極作用也要大得多。

### 大力培植經濟稅源

在此背景下，如果財稅體制改革思路僅滿足於縫縫補補，就沒有深入到問題的根本，沒有觸及到矛盾的癥結。只有把地方政府發展經濟的思路轉變到支持實體經濟發展、大力培植經濟稅源上，才有可能從根本上解決「吃飯財政」的問題，才能有更多的財力辦大事、辦實事，才能真正體現公共財政的特徵。新一輪財稅體制改革在設計層面上，必須將重點放在激勵地方政府回歸「稅源經濟」。

在這裏，特別需要強調的是，困擾地方發展的政府債務問題，需要強大的經濟稅源做保證方能化解，否則將是「老鼠拖秤砣」，越拖越重。

只有把經濟發展好，把經濟稅源培植好，把財政實力做強，化解地方債務才有強大的物質基礎。即便短時間內難以全部化解，至少可以控制債務規模的繼續擴大。

那麼，管理層在設計新一輪財稅體制改革方案的時候，有沒有考慮這方面的問題呢？那些出主意、想辦法、提意見、給建議的專家、學者，有沒有思考過地方財政的實際情況，特別是地方政府的發展觀念呢？如果不了解地方的發展實際和地方政府的发展理念，而只會在理論上尋找出路、照本宣科，是不能解決現有的問題的，也難以產生改革的效果。

新一輪財稅體制改革，必須把激勵地方政府培植經濟稅源放到最突出位置。其中，加大增值稅改革力度，把實體經濟提供的稅源更多留在地方、把其他方面的稅源上交中央，是激勵地方政府培植經濟稅源最重要的手段。

## 專才來港 豪宅市場先受惠



樓語縱橫 楊永健

世紀21 Q動力總經理

近期樓市利好的因素完全是「一浪接一浪」，繼去年10月底特首施政報告推出一系列的「減辣」措施，包括將買家印花稅（BSD）及新住宅印花稅（NRSD）稅率減半，由15%下降至7.5%，額外印花稅年期由三年縮短至兩年，同時亦為合資格的來港專才、優才來港置業時，稅項可以「先免後徵」，大大減低了人才上車成本，施政報告的一系列減辣措施已增加買家入市意欲。

與此同時，早前美國聯儲局議息會議，一如市場預期再次維持利率不變。按「點陣圖」顯示，2024年底聯邦基金利率目標區間介乎4.5厘至4.75厘，即比目前息口低0.75厘。換言之，今年美國將減息共0.75厘。息口見頂，減息在即，市場預計香港或於年中前跟隨美國重啟減息，樓市氣氛再次轉趨熾熱。

為吸引更多高端人才及資金來港，特區政府再次加碼「吸人才、吸資金」，公布「新資本投資者入境計劃」細節，新計劃下投資移民來港門檻為3000萬元，當中須有最少2700萬元投

資「金融資產」及「非住宅房地產」，另須投資300萬元以支持本港創科及其他重點行業。

### 先免後徵降低入市成本

無可否認，「新資本投資者入境計劃」對比2003年推出的「資本投資者入境計劃」，門檻提高不少。先前的投資門檻原為650萬元，及後增至1000萬元，其間共批出約3.5萬宗個案，但由於計劃初期容許投資移民可以購買住宅，被指因而推高樓價。今次特區政府將暫停9年的投資移民計劃重新啟動，雖然新計劃不包括投資住宅物業，但亦可投資工商物業，上限1000萬元，新投資移民計劃自然會對目前低迷的工商舖市場帶來刺激作用。

大家亦需留意，今次計劃申請人及其受養人若連續居港不少於7年，可申請成為香港永久居民，加上今次計劃獲批的申請人，與早前暫免外來人才在香港購置住宅物業時需繳付買家印花稅及新住宅印花稅的同樣安排，可以「先免後徵」。

換言之，日後投資移民的獲批申請人，即使購買住宅物業不可計算在投資門檻，但仍可以相對較低的成本買樓，再者這批移民客亦有住宿的需求，未來豪宅需求勢必受新計劃所帶動。



近月樓市出現多項利好因素，有助帶動整體氣氛，刺激住宅需求。