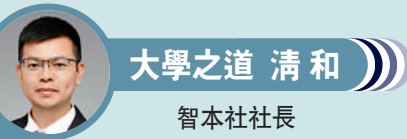




▲根據剛公布的政府工作報告，中國今年的經濟增長預測為5%左右。

十四屆全國人大二次會議昨日開幕，國務院總理李強向大會作政府工作報告（以下簡稱報告）。市場高度關注報告對當前經濟形勢的分析，以及新一年的目標和政策。本文試圖對經濟目標的分析，反推政策背後的邏輯。

## 施策有方 提振信心



大學之道 清和

智本社社長

根據今年報告的目標，GDP（國內生產總值）增長5%左右、城鎮調查失業率5.5%左右、CPI（居民消費價格指數）漲幅3%左右、居民收入增長和經濟增長同步。上述四大目標較去年政府工作報告基本一致。

### 如何縮小經濟溫差

去年兩會前，市場對GDP增速的預期普遍偏高，今年預期與政府目標基本一致。這反映出，中央政府通過調控預期舉措，逐漸讓地方政府、社會大眾對於經濟增長的預期出現趨勢性回歸。

有人會問，5%的GDP目標能否實現？簡單與去年對比，2023年GDP增速為5.2%，今年消費反彈回落，但出口數據修復，整體經濟增速稍低於去年。除特殊年份，年終統計的經濟數據均能達到年初所設定的目標。

但也有人反映，宏觀增長跟微觀感受存在「溫差」。筆者認為，微觀體感各有差異，但主要還是與收入預期有關。全球居民可支配收入佔GDP比重平均值為60%，而去年中國為45%。如果能夠提高這一比例，微觀體感自然會上升，溫差也會縮小。

那麼，如何提升低收入組的收入？報告指出，「城鄉居民基礎養老金月最低標準提高20元，繼續提高退休人員基本養老金」。反映出中央政府對於該問題的重視。

### 如何降低通脹預期

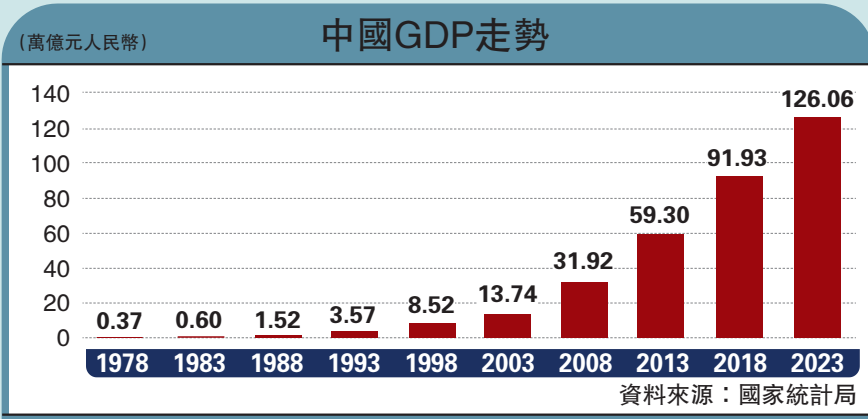
長期以來，中國不擔心通脹問題，而主要防範通脹風險。報告提及「CPI漲幅3%左右」是什麼意思？按照以往慣例，中央政府默認其為通脹上限目標，即CPI不超過3%，而不是「要把CPI提振到3%」。

不過，過去兩年的通脹環境出現變化。2023年，CPI、PPI（工業生產者出廠價格指數）、房地產價格和股票價格下跌，而價格下跌對企業利潤、政府稅收、居民就業造成衝擊；同時，價格下降引發的實際利率抬升，增加了地方政府與企業的融資成本和償債負擔。

經濟學家長期爭論，高債務與低價格是否存在負反饋關係，二者是否引發資產負債表衰退。部分人士認為，應該高度重視低價格問題，尤其是在高負債背景下的低價格，避免負反饋關係的形成。

### 如何拉動基建投資

中央政府需要考慮將「提振通脹」作為貨幣政策的目標之一。回顧歷史，美聯儲、歐央行、日本央行都曾將提振通脹（通常為2%）作為政策目標。然而，中國利率市場化程度不及歐美日，貨幣傳導效率仍低。因此，筆者認為，一方面，政府需要扭轉市場對於通脹走低的預期；另一方面，降息和結構性改革相配合，提高貨幣傳導效率。



財政預算是每年兩會關注的重點。報告提出，積極的財政政策要適度加力、提質增效。赤字率擬按3%安排，赤字規模4.06萬億元（人民幣，下同），較上年預算增加1800億元；擬安排地方政府專項債券3.9萬億元，比上年增加1000億元；從今年開始擬連續幾年發行超長期特別國債，今年先發行1萬億元。

這裏的信息量不小。首先看赤字率。今年赤字規模4.06萬億元，加上專項債3.9萬億元、超長期特別國債1萬億元，合計達到8.96萬億元，超過去年三者之和。此外，去年底發行了1萬億元的特別國債，若全部調入今年使用，實際赤字率可能達到7.2%。

其次看超長期特別國債。去年曾發行1萬億特別國債，用於建設防水防災工程時，當時筆者就預測，中央發債將成為未來政府投資的主要模式。今次報告證實了這一點。

目前的經濟發展基調是，中央加槓桿，地方化債務。具體來說，中央政府發行特別國債進行投資，省級政府發行特殊再融資債券化債，省級以下地方政府嚴控新增債務和借助政策性銀行信貸投資。

上述舉措一定程度上扭轉了債務與信用錯配問題，同時也意味着，政府投資模式在超長期特別國債的新道路上還將繼續強化。

### 如何確保幣策適度

報告中貨幣政策的表述是，穩健的貨幣政策要靈活適度、精準有效。促進社會綜合融資成本穩中有降。保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。

今年的貨幣政策基調基本確定。首先，社會綜合融資成本穩中有降，說明央行未來還將有降息操作；保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定，說明每輪降息力度不會很大。其次，貨幣政策追求精準有效，意味着在降息和總量工具的基礎上，積極使用結構性貨幣工具，為特定領域提供降準、降息和流動性支持。根據已經重啟的抵押補充貸款（PSL），以及「三大工程」支持政策，筆者預計結構性貨幣工具逾額將突破8萬億元。

2023年由於市場價格快速下跌，央行降息的速度不及價格下跌的速度，以至於實際利率快速走高。如果實際利率長期高於自然利率，會加重實體經濟的融資成本。也因此，央行需要持續降息，減輕家庭部門與企業

部門的債務負擔，降低實際利率對價格修復、經濟復甦的抑制。

### 如何做好立新破舊

今年報告強調新質生產力、高質量發展，最終落到全要素生產率的提升，需要倚靠新產業、新技術。

報告指出，鞏固擴大智能網聯新能源汽車等產業領先優勢，加快前沿新興氫能、新材料、創新業等產業發展，積極打造生物製造、商業航天、低空經濟等新增長引擎。同時，深化大數據、人工智能等研發應用，開展「人工智能+」行動，打造具有國際競爭力的數字產業集群。這些都是「立新」的內容。

考慮到外部環境，接下來產業政策將集中更多財政和貨幣資源在智能網聯新能源汽車、人工智能、半導體、生物製造、商業航天、低空經濟、數字經濟上，謀求「立新」。主要資金來源，包括商業銀行貸款（金融「五大篇章」）、專項債和超長期國債。

房地產方面，報告的表述是：適應新型城鎮化發展趨勢和房地產市場供求關係變化，加快構建房地產發展新模式。加大保障性住房建設和供給，完善商品房相關基礎性制度，滿足居民剛性住房需求和多樣化改善性住房需求。

上述內容與去年7月份的經濟工作會議差別不大，反映出房地產政策將延續去年下半年以來的總基調。簡單可以概括為兩點：一是放鬆或取消限制性政策，降息降首付，降低購房成本，刺激剛需和改善性需求；二是投資「三大工程」。

克而瑞數據顯示，2024年2月，TOP 100房企僅實現銷售操盘金額1858.6億元，環比下降20.9%，同比降60%，單月業績規模創近年新低。可見，房地產市場依然沒有止跌企穩跡象，開發商債務風險依然很高。如果房地產市場持續惡化，將阻礙經濟持續復甦。

過去一年，中央政府對於新技術、新製造業的投資大幅度增加，試圖填補房地產投資下降帶來的缺口，以推動新舊產能轉化，實現立新破舊、換馬換賽道。這是一種產業思維。實際上，所有的投資都是延遲的消費。如果沒有最終消費，投資容易過剩，甚至浪費。最好的賽道就是消費市場，最好的馬就是家庭部門，只要居民收入增加，消費市場擴大，經濟內生動力增強，自然推動技術進步和各產業興旺。

## 中國品牌掀新一波出海潮



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

很多人搞混了「出海」和「出口」，實際上兩者之間的差別很大——出口是貨出去，出海是人出去。研究出口，本質上是在研究商品和生產地的比較優勢，比如品牌、技術、政策、供應鏈，還有土地、能源、勞動力等要素成本。

中國企業不是第一次出海，2008年後就出現過一次「出海」潮。當時，一些企業走出去的方式是將產能轉移到海外，尋找成本最小化的生產方案；集中在勞動密集型產業，比如紡織服裝、電子裝配等。第一波「出海」多少有些被動和無奈，通過降低生產成本或貼上國際化的標籤來提升自身的競爭力和市場份額，做好14億人的生意。

至於2018年以來的第二波「出海」潮，主動性明顯更強，不只是捲成本、搶份額，而是積極走出去，通過創新和品牌建設，帶着中國品牌和文化開拓全球市場。有的企業從誕生之初就有着全球化視野，關注的不只是14億人，而是如何做80億人的生意。「出海」策略上也更加靈活多元，比如自主研發、合作開發、投資併購等，不再局限於直接收購海外品牌。

快時尚跨境電商SHEIN依靠珠三角地區高度完備的紡織服裝產業鏈，構建起了品牌生態並推出了大量SKU（存貨單位）。在港上市的極兔快遞雖然不是中國本土企業，而是誕生於東南亞的「中國人企業」。由於印尼擁有眾多小島，物流運輸需要很長時間，中國的手機企業將中國一流的快遞物流服務帶到了印尼，迅速顛覆了當地的快遞物流行業。

中國品牌進入東南亞相對容易，因為文化差異較小，東南亞消費群體對中國的品牌、文化和生活方式容易產生好感，中國商業模式的成功容易複製，因此東南亞順利成為了中國企業「出海」的首選目的地。

中國品牌出海歐美才是真正的挑戰。一方面歐美消費群體大、購買力高，所以真正意義上的全球化企業都要做歐美的生意；另一方面歐美與中國的文化差異更大，市場制度的差異也讓中國的成功經驗難以簡單複製。

目前來看，走得更遠的產業是遊戲和短視頻，娛樂是全球消費者的共同語

言。米哈游的《原神》在正式上線當日空降iOS全球遊戲下載榜第二，《崩壞》則登上iOS免費榜與暢銷榜的總榜第一及其他多國和地區榜首。中文在線旗下的情感短劇應用ReelShort也在歐美取得了出人意料的成功。

中國品牌出海的另一個挑戰是印度。印度已成為世界人口第一大國，龐大的人口基數是中國企業早期出海的目標市場，2014年至2019年，中國對印度的直接投資年均增速達到了11%。尤其是手機行業，在印度本土品牌發展不理想時，中國品牌佔據了印度約70%的手機市場份額，小米、VIVO等品牌早期也在印度建廠或委託生產銷售。

但近幾年中國企業在印度頻繁遭遇挑戰。印度採取了一系列措施對中國企業進行嚴格審查，有的措施針對的是所有外國投資企業，比如增加進口限制、強化數據隱私規定。有的措施針對中國企業，比如限制中國投資，對中國企業選擇性執法。

### 做好80億人的生意

我們談論「出海」的投資機會時，還是會習慣性地尋找海外業務收入佔比較高的公司，這可能是一個「陷阱」。從2008年到2018年，出海的弄潮兒換了一批企業，也換了一代創業者。本土的商業模式成功，並不能保證走出去也成功，在不同文化和政治背景下，依賴過去的成功經驗對於企業走出去可能反而是拖累。

「出海」與出口不同，不能僅憑出口貨值或者海外業務收入佔比判斷企業出海潛力，而是需要從第一性原理出發，從創始人開始梳理，關注有國際化經驗背景的創始人或者創二代接班的公司。這樣會發現，出海的企業雖多，但發展還在早期，很多企業是小帆船，並非大航母。一年利潤有限，上市融資需求較少。但從長期來看，這一波出海企業的估值空間要高於上一波。

過去中國消費類上市公司的長期估值低於美國同行，原因是標普500中的上市公司很多做的是80億人的生意，而大部分中國公司還只是專注於14億人的生意。

對於新一代企業家來說，如何走出去做80億人的生意已經是這個時代所賦予的重要議題，同時也是大勢所趨。從製造到消費、服務、文化、藝術，各行各業都有開拓海外市場的潛力和動力，這將給過去的估值體系帶來不同的成長空間。



▲中國手機品牌佔據印度約七成市場份額，其中小米早已在印度建立生產線。

## 樓市恢復生氣利好經濟



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

特區政府在新一份財政預算案全面「撒辣」，因為撒得徹底，市場一下子多了很多買家，於是自然樓價就明顯回升了，無論同業或筆者公司的紀錄都是一致的。

實施超過11年的樓市辣招，分時段凍結了不同的購買力，在宣布撒辣的4日內成交總共增加約3.5倍。撒辣後市場多了長做長有的客源，包括原本需要高成本入市的海外人士，現在已經可以與港人一樣的成本入市。而炒家亦解脫出籠，這個客源是會不斷無限擴張下去的。

### 發展商投地意欲料回升

已經有物業的人可以再入市買樓，以增加資產作收租養老，這個是最值得放棄和對整體社會有益的項目。

暫停壓力測試亦會增加一些原本過不到壓力測試的買家。當然，撤銷壓力測試反映出特區政府判斷美國未來回馬槍加息的機會不大，因為增加的客源多

過增加的放盤，樓價已開始進入回升軌道，樓市轉旺亦同時解決了香港的重大財赤問題。成交回旺，相信發展商自然肯重新入市買地，暢旺成交亦會為特區政府帶來豐厚釐印費，財赤將可以在短期內快速解決。

今次撒辣的成功反映到房地產市場仍是充滿生氣，而且是香港最重要的資產。筆者認為，發揮好香港地產的活力足以解決眼前的經濟困難。

無錯，我們不應該過分倚賴房地產的，但是不等於不應善於運用現有的資產。我們要做的，應該是趁著撒辣引導房地產健康發展，其中一個方向就是解決年輕人置業問題。特區政府的而且確聽取了很多民意，但是筆者仍然認為最重要的房屋政策是重啟「置業資助貸款計劃」，如此就等同保證下一代年輕人買樓的權利，這才是真正解決深層次矛盾。

過去有特區政府官員認為，按揭保險制度可取代置業資助貸款去幫助年輕人置業，十幾年時間過去證明這種說法是錯誤的，必須要盡快修正。恢復置業資助貸款是對小市民置業的保證，有這個保證效果才可以徹底斬斷香港的深層次矛盾。