

全球經濟滯脹格局新變化



世經明察 張明

中國社會科學院
金融研究所副所長

租水平繼續保持強勁。儘管一系列加息已經導致經濟增長放緩，但核心價格的黏性決定了美聯儲首次降息可能晚於市場預期。筆者認為，2024年美聯儲首次降息的時間不會早於6月份。

問題在於，迄今為止美國的高利率已經影響到國內經濟增長。如果未來三個月內高利率繼續維持，那麼到2024年下半年，美國經濟的減速跡象將會更加明顯。這就意味着，一旦美聯儲開始降息，隨後的降息幅度與節奏又可能超出市場預期。筆者認為，美聯儲2024年首次降息可能要等到6月、7月份，而年內可能有四次左右、累計100個基點以上的降息。換言之，美聯儲今年的降息節奏與幅度可能要高於市場預期。

美降息或晚於預期

新冠疫情爆發後，主要發達國家開始追求產業鏈、供應鏈的彈性、可控與短距離，這意味著全球產業鏈供應鏈開始重塑。全球產業鏈供應鏈的碎片化重構，一方面會降低資源的全球配置效率，推升全球通貨膨脹中樞水平，另一方面，則可能對中國企業在全球產業鏈供應鏈上的中樞地位造成顯著負面衝擊。

從貨物貿易與直接投資的最近變化來看，全球供應鏈產業鏈重構的速度可能快於市場預期。例如，在2023年，墨西哥已經取代中國成為美國的最大進口夥伴。

綜上所述，筆者認為，2024年全球經濟仍會維持自2022年已經形成的滯脹格局，但今年可能出現以下三個新變化：一是國際地緣政治衝突烈度可能減弱；二是美聯儲首次降息時間可能較晚，但一旦開始降息之後，降息節奏可能較快、降息幅度可能較大；三是全球產業鏈供應鏈正處於快速轉型過程中。

上述全球經濟的若干新變化，具有什麼樣的宏觀經濟與金融涵義呢？

筆者認為，在2024年上半年，長期美國利率與美元指數將主要以雙向波動為主，例如10年期美國國債收益率可能在4.0厘至4.4厘之間波動，美元指數可能在100至105區間波動；而到2024年下半年，上述兩個指標可能出現較大幅度的下行，10年期美國國債收益率可能跌破4厘，美元指數可能跌破100。

2024年，人民幣兌美元匯率有望在波動中反彈，其中上半年以波動為主，反彈可能主要發生在下半年，年底人民幣兌美元匯率有望回升到6.8至7.0區間。

考慮到中美經濟增長前景、利率與匯率的相對變化，2024年中國的跨境資本流動狀況可能較2023年明顯改觀，短期資本外流壓力有望顯著放緩，不排除下半年短期資本重新淨流入的可能性。

全球經濟在2008年全球金融危機之後進入長期性滯脹格局，其特徵可以用「三低一高」（低增長、低通脹、低利率、高債務）來概括。從2022年起，全球經濟由長期性滯脹格局轉為滯脹格局，特徵可概括為「三高一低」（高通脹、高利率、高債務、低增長）。

長期性滯脹格局與滯脹格局的最大差別，在於通脹由低到高，而利率由低到高則是通脹中樞水平上升的結果。導致通脹中樞水平上升的原因，一是新冠疫情的衝擊，其中既包含疫情期間全球供應體系被中斷，也包括疫情期間各國擴張性財政貨幣政策對總需求的拉動；二是俄烏衝突的爆發造成以油氣價格為代表的大宗商品價格飆升。

雖然新冠疫情已經過去，俄烏衝突由突發事件轉變為持續性事件，但全球通貨膨脹率似乎具有較強的黏性，在未來較長時間內也會持續高於2022年之前的水平。一方面，新冠疫情結束後發達國家開始紛紛追求產業鏈的韌性，導致全球產業鏈供應鏈變得更加碎片化，這會降低資源的全球配置效率，進而抬升很多產品的價格中樞。另一方面，2023年以美國和日本為代表的發達經濟體經濟增長強於預期，這從需求角度支撐了較高的通脹率。

從上述分析中可以看出，塑造當前全球滯脹格局的主要力量有三：地緣政治衝突加劇、全球通貨膨脹率上升，以及發達國家的貨幣政策緊縮、新冠疫情後全球產業鏈供應鏈重構。

自2018年中美貿易戰爆發以來，全球地緣政治衝突就處於上升趨勢，例如俄烏衝突、巴以衝突、紅海危機等。地緣政治衝突主要通過兩條渠道影響全球經濟金融：一是導致全球大宗商品價格震盪，二是造成全球投資者風險情緒與避險情緒的變動。近年來黃金價格中樞水平已經上升至每盎司2000美元左右，這正是全球投資者避險情緒上升的結果。

2024年全球地緣政治衝突的程度可能弱於2022年與2023年。主要原因在於，2024年是全球大選年，尤其是美國大選將發生在2024年年底。主要大國政治內視性增強，這就決定了2024年全球地緣政治衝突繼續顯著惡化的概率較低。例如，儘管在國內大選期間，對華強硬肯定是政治正確的，但出台新的對華遏制政策的概率較低。

目前美國、歐元區、英國的貨幣政策緊縮周期已經基本結束。然而，美國勞動力市場持續緊張導致工資薪金上漲壓力依舊，這就決定了服務品價格與房



政策基調之一。着力擴大內需，推動經濟實現良性循環，是財政政策基調之一。

今年《政府工作報告》（以下簡稱報告）中的財政政策基調，延續了中央經濟工作會議的提法，與去年財政政策基調大致相當。一句話概括：財政力度較大，更加強調優化政策組合和支出效率；穩妥及標本兼治化解債務風險，長期要謀劃新一輪財稅體制改革。

穩經濟加碼 財策力度超預期



宏觀漫談 羅志恒

粵開證券研究院院長

2024年的赤字率擬按3%安排，與去年初目標持平；赤字規模為4.06萬億元（人民幣，下同），較去年高出1800億元；專項債擬按3.9萬億元安排，較去年高出1000億元。更重要的是，未來幾年將連續發行超長期特別國債，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，今年先發行1萬億元。

赤字、專項債與超長期特別國債合計8.96萬億元，超過去年赤字、專項債與特別國債之和的8.68萬億元。考慮到去年四季度發行的1萬億元用於減災防災建設的特別國債，將主要在今年使用，今年的財政實際支出力度將明顯增強（債務可用資金多出2萬億元左右）。

積極的財政政策主調不變，「適度加力」是由當前宏觀經濟有效需求不足、微觀主體信心仍未根本提振的形勢決定的。

「加力」並「保持必要的支出強度」是今年經濟形勢的需要，是順應經濟形勢和經濟工作目標的順勢而為。當前中國宏觀經濟總體處於疫後恢復期，但面臨一些困難和挑戰：一是有效需求不足，居民消費和企業投資意願不強；二是部分行業出現產能過剩；三是物價水平低位運行，尤其是生產物價指數（PPI）降幅較大，導致企業利潤下降、債務負擔加重、投資意願降低、財政收入放緩。

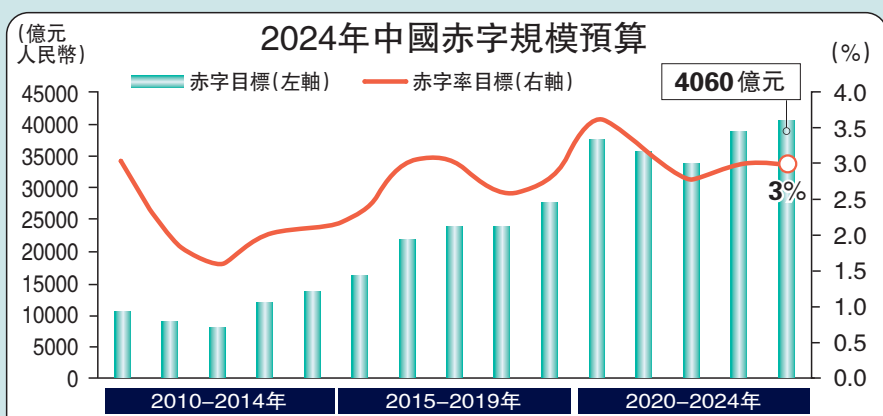
發超長期國債 優化債務結構

赤字規模和專項債上調，發行超長期特別國債，中央加槓桿，支持國家重大建設的同時擴大有效需求。

其一，單純看赤字率本身意義不大，因為中國赤字率口徑偏小，僅涵蓋一般公共預算，不足以判斷中國財政政策力度。關鍵問題有兩個：財政支出力度有多大；有哪些政策工具組合。財政赤字率維持不變，但通過專項債、特別國債、其他調入資金等擴大支出具有同擴大赤字率一樣的效果。比如1萬億元的超長期建設國債就相當於增加赤字率0.7個百分點；比如專項債3.9萬億元相當於增加赤字率2.9個百分點。如果三者加總計算，廣義赤字水平已經達到6.6%的水平，高於去年的6.1%，力度是不小的。

從結構看，中央赤字規模達3.34萬億元，較去年新增的1800億元赤字全部由中央負擔，中央赤字佔比為82.3%，屬於近年來最高水平，體現中央加槓桿；考慮到1萬億元超長期特別國債，中央加槓桿程度更高，優化了債務結構。由於財政收入高、尤其是土地出讓收入形勢的不確定性較大，因此，未來年度有必要根據收入形勢動態調整赤字和債務，類似去年底根據形勢變化及時果斷發行1萬億元特別國債。

其二，報告提出「合理擴大專項債投向領域和用作資本範圍」、「額度分配向項目準備充分、投資效率較高的地區傾斜。統籌用好各類資金，防止低效無效投資」，有利於解決當前專項債項目收益持續下降的問題。當前各方對於專項債一般化的問



題已形成較強共識，專項債項目收益持續下降引發債務風險、降低財政統籌能力，同時部分專項債資金閒置導致未能充分發揮出財政資金穩增長作用。擴大用作資本範圍有利於儲備更多收益更高的項目，推動項目盡快落地，降低風險、促進穩增長。更重要的是，提出額度分配向投資效率較高的地區傾斜，實際上是在優化債務結構，即優化債務的區域結構，債務擴大的同時通過項目收益來降低債務風險。

其三，報告提出「從今年開始擬連續幾年發行超長期特別國債，專項用於國家重大戰略實施和重點領域安全能力建設，今年先發行1萬億元」，有利於擴大總需求，優化供給結構，提高經濟運行效率，提高中國經濟潛在增長率。同時，超長期國債發行優化了債務結構，降低了債務風險。中央發債相對地方而言成本更低、周期更長，超長期特別國債形成了優質資產，更重要的是避免了地方過度加槓桿導致的風險，為地方財政騰出了空間。

報告重提「結構性減稅降費」，減稅降費從追求規模轉向注重精準有效，支出科技創新和製造業發展，同時有利於進一步穩定宏觀稅負。中國已連續十幾年實施積極的財政政策，長期實施大規模的減稅降費導致宏觀稅負逐步下行，財政空間仍有但總體在持續收窄。一般公共預算收入/國內生產總值（GDP）下降至17.2%，較2015年的高點下降了4.9個百分點。大國必須保證一定的宏觀調控能力以應對經濟社會風險財政化等各方面挑戰，這就需要穩定宏觀稅負。因此，未來的減稅降費要注重效率和效果，注重結構性減稅降費，側重支持科技創新和製造業等領域，這有利於穩定宏觀稅負。

積極落實化債方案

報告在面臨風險挑戰的內容中提出了「一些基層財力比較緊張」，同時在政策取向中提出「中央財政加大對地方均衡性轉移支付力度、適當向困難地區傾斜，省級政府要推動財力下沉，兜牢基層「三保」底線。」近年來受疫情衝擊和房地產形勢低迷等影響，宏觀稅負下行、經濟社會風險財政化導致中國財政收支緊平衡，疊加債務到期，部分區縣財政流動性風險上升。而基層「三保」直接面向企業和居民，關係到市場主體的滿意度和獲得感。因此，財政部門持續加大對地方轉移支付，並要求省對市縣加大轉移支付力度。2024年中央對地方轉移支付預計10.2萬億元，剔除支持基層落實減稅降費和重點民生等專項轉移支付、災後恢復重建和提升防災減災救災能力補助資金等一次性因素

後，同口徑增長4.1%。

報告提出「穩妥有序處置風險隱患」、「堅持以高質量發展促進高水平安全，以高水平安全保障高質量發展，標本兼治化解房地產、地方債務、中小金融機構等風險，維護經濟金融大局穩定。」前期國務院常務會議提出中國地方政府債務風險總體得到緩解，這主要通過財政化債和金融化債等方式實現了展期、降息，度過了短期的流動性風險，以及實現了部分隱性債務顯性化，化債成績值得充分肯定，為經濟社會進一步發展打下了基礎。但是要鞏固成果，從長期和源頭治理債務，建立同高質量發展相適應的債務管理制度。

其一，債務本身不是風險，關鍵是債務支出效率和結構，因此優化債務的區域結構、投向結構、期限結構、主體結構極為重要，投向高質量發展的領域和區域，債務規模擴大的同時風險並未擴大。

其二，推動地方融資平台轉型是一攬子化債後的關鍵步驟，融資平台是滋生隱性債務的主體，要理清地方政府與融資平台的關係，同時推動業務轉型。

謀劃新一輪財稅體制改革是下階段的重要任務，既從根本上解決當前財政運行緊平衡的問題，又為高質量發展提供財稅制度支持。1994年分稅制改革實施以來，有力地推動了中國經濟持續高速增長，是社會主義市場經濟體制中至關重要的基礎性制度。一是集中了中央財力，有力地提高了中央宏觀調控能力；二是建立了稅收返還和轉移支付制度，有效地降低了區域財力差距，助力推動區域均衡發展和區域基本公共服務均等化；三是配套的稅收制度改革等順理了政府與市場關係，維護了統一大市場，避免了區域分割；四是初步理順了中央和地方關係，穩定了中央和地方的預期，從形形色色的包乾制進入到穩定的中央地方關係階段。

但是，當前仍然存在政府與市場關係和邊界不清、中央和地方事權和支出責任劃分不清、地方政府承擔過多的事權和支出責任、財力不夠協調、轉移支付不規範、省以下財政體制有待進一步深化等問題，有必要在未來改革中進一步解決。分稅制改革實施已三十年，有必要進一步將改革進行到底。

可以預期，未來要進一步理清政府與市場關係，界定政府規模，避免政府支出責任持續擴張；中央上收部分事權和支出責任，減輕地方政府的支出責任和支出負擔；進一步穩定宏觀稅負，改革消費稅、完善增值稅；強化財政資源的統籌，提高預算管理完整性；不斷規範轉移支付尤其是共同事權轉移支付等。



隨著撤辣及惠港政策等落實，早前抱着觀望態度的準買家，都已加快進場步伐。

樓市進入康復期



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

疲弱不振，再加上這兩年息口高企，供樓成本增加。縱使樓價已經由高位回落約兩成半，但大家對房地產仍沒有信心，更加失掉低位吸納的勇氣。

2024年，大家都希望樓市可以重新振作，等了又等，上周終於迎來好消息。新一份財政預算案全面撤銷困擾樓市多年的各項辣招，令樓市回復自然調節，交投亦可回升至較健康的水平。

交投料增至三成

除了撤辣，中央批准擴大西安及青島為內地赴港澳個人遊城市。兩個城市均擁有千萬人口，這批新的個人遊客源，對本港旅遊、飲食及零售等各行各業，均有正面刺激作用。

筆者相信，隨著撤辣及惠港政策塵埃落定，一直抱觀望態度的準買家，都會加快進場；而之前心灰意冷的投資者，會上車客、換樓客，以及內地買家，都會回流物業市場，推動今年交投量整體上升三成或以上。其中，二手物業買賣量料漲逾三成，一手新盤更料可大升五成或以上。展望全年，樓價絕對有機會回升8%至10%。

在香港，房地產是一項可自住又可作投資增值的產品，但兩種用途的入市心態不同。自住需要的人認為，只要能夠計算好自身的負擔能力，在任何時間置業都不會有大損失，樓價的上落只是有心理影響的數字遊戲，反觀租住物業時，就等同每月「幫業主供樓」，不能累積財富。這正是實質影響所在。

至於買磚頭的長線投資者，會透過出租帶來穩定收入，可以抵銷供款。只要付出部分首期，十年或二十年後，租金收入已經完全可以協助清還按揭。直至物業供滿後，就成為有現金價值的資產，而且這個資產更可以繼續出租提供穩定收入，更有個別業主以此作為退休後的生活費。這亦解釋為何那麼多人喜歡投資房地產。

可惜近年經濟環境逆轉，香港接連有黑暴及新冠疫情影響，經濟受累變得