

## 信貸擴張有助拉動內需

青年論壇 張斌  
社科院世界經濟與政治  
研究所副所長

一季中國經濟運行呈現三大亮點：工業生產回升、出口回升和消費傾向回升。經濟運行面臨的主要挑戰在於需求不足，由此帶來的名義GDP（國內生產總值）增速低於去年。解決名義變量問題，無論採用何種政策手段，最終都要落在信貸和貨幣增長上。

如果看外部環境，外需呈現出一定的回升態勢。全球製造業PMI（採購經理人指數）自2021年年初起便呈現單邊下行趨勢，到了2023年進入低位盤整階段，至2024年一季度，該指標有了一定的回升。

全球製造業整體回升主要得益於兩方面的因素：一是美國經濟需求比較旺盛、超預期；二是部分新興市場經濟國家在基礎設施投資領域也在積極擴張，對全球製造業的復甦形成一定支撐。

與此同時，經濟形勢也存在一些困難和挑戰，其中最突出的就是名義GDP增速下降。去年名義GDP增速為4.6%，今年一季度為4.2%。筆者強調這個指標是因為，實際GDP增長變化多少，大家可能體會的並不明顯；但居民收入、企業盈利及政府財政寬裕度，這些加總一起體現為名義GDP的變化。

為什麼中國名義GDP增長速度低於實際GDP增長速度？主要是由於物價水平偏低。物價水平又為什麼偏低呢？主要是由於支出水平相對偏低。

進一步細化分析可以發現，有幾方面的支出對經濟增長的貢獻力度仍然不足。首先，一季度社會零售品銷售總額的增速為4.7%，低於去年全年增速，也低於去年同期的增長速度，說明消費領域的支出水平偏弱。其次，房地產對投資形成拖累，一季度房地產投資同比增速為-9.5%。再次，地方政府支出主要集中在於城市公共設施服務方面，如下管網、城市道路以及其他各種城市建設等，這部分投資大約佔整體基建投資的50%，且投資下降幅度較大，對總需求增長形成了一定制約。

廣義財政方面，今年兩會以來，政府財政確實採取了多種措施來加強支出，包括結轉使用2023年增發的萬億國債、增加政府債券的發行包括發行長期國債等。1至2月份，政府一般公共預算支出累計同比增速6.7%，政府基金性支出的增長速度-10.2%，廣義財政支出同比增速2.7%。

對於上述廣義財政支出的增長，一方面，我們確實要肯定數據較去年有所

改善；但另一方面，應該看到廣義財政支出低於名義GDP增長速度，也就意味著政府支出的增長對全社會的支出增長沒有形成拉動作用。

另據今年中央政府制定的經濟工作報告，一般公共預算支出與政府基金支出兩者相加的極限增速可達7.9%。這裏有兩個關鍵性的假定，一是土地收入與去年大致相當，以確保政府基金支出不會受到賣地收入進一步下降的影響；二是政府預算規劃的支出能夠全部實現。但從目前的情況來看，一季度的廣義財政支出增速僅為2.7%，對於總需求增長的支撐力度不足。

出口數據方面，中國製造業競爭激烈，出口產品的性價比日益提升。儘管海外需求有所回升，但與供給相比，其增長力度仍顯不足，導致中國出口產品的價格同比下降12%。此外，正如筆者之前所提到的，許多行業面臨著增產不增收的問題，企業盈利不佳。

金融市場方面，資金的短期利率保持穩定，長期利率呈現下行趨勢。同時，社融的增速也在下降。這些指標表明全社會「不敢借錢、不願借錢」的現象較為突出，市場主體的通脹預期仍然不足。

## 政策利率宜大幅調低

未來經濟發展主要的挑戰在哪？筆者列出以下四點：其一，至今為止，經濟還沒有走出需求不足和低通脹局面，我們仍然面臨收入和支出增長負反饋的影響。其二，房企現金流還沒有顯著改善，房地產企業債務壓力仍然較大，甚至可能大於去年，或進一步危及金融市場和宏觀經濟穩定。其三，地方化債進展過快可能會導致地方財政吃緊，並加速廣義財政支出的收縮。其四，貿易摩擦加劇。

基於上述分析，我們可以看出，當前經濟面臨的主要矛盾不在供給方、而在需求方，不是生產效率和資產配置等實際變量的問題，而更多是收入、盈利及資產價格等名義變量的問題。

解決名義變量問題，無論採用何種政策手段，最終都要落在信貸和貨幣增長上。今年的整體財政安排已經確定，筆者認為財政工作的重點應在於確保預算的充分執行。針對房地產市場，需要盡快採取措施來穩定房地產企業的現金流，同時也是對賣地收入、對廣義財政支出的保障。

貨幣政策是今年非常重要的一點。我們需要迅速且大幅下調政策利率，並進一步擴大抵押補充貸款（PSL）的規模，向市場傳遞信號，讓市場相信央行在提升價格水平方面的信心。



▲美國政府為了支持經濟持續復甦，不斷推出擴張性財政政策，導致美國政府債務屢創新高。

國際金融協會（IIF）近日公布的數據顯示，2023年全球債務達到313萬億美元，其中政府債務已接近90萬億美元，近4年來增速最快。在應付次貸危機和疫情衝擊，美日歐等世界主要國家大幅擴張債務，但方向和手段不同，導致了不同的經濟表現。這對中國有何啟示呢？

## 全球債務經濟的得與失



建言獻策 沈建光

京東科技集團  
首席經濟學家

IIF在《全球債務監測》報告中表示，2023年全球債務（包括政府、居民、企業）再創歷史新高，增幅較2022年超過15萬億美元。另據經濟合作與發展組織（OECD）3月發布的《2024年全球債務報告》表明，截至2023年底，OECD國家政府債務總額達到54萬億美元，自2008年以來增加了30萬億美元。

## 海外擴債的四種情景

從各國債務大爆發和經濟表現來看，債務爆炸並不可怕，關鍵在於財政支出的及時性、針對性、協調性和可持續性。這取決於債務投向是否統籌經濟發展、緩解私營部門的收縮、有效治理通縮。筆者針對四種情景，對財政擴張的模式和政策效果進行了分析。

## 情景一：財政擴張促進消費改善

疫情後，美國通過紓困政策保障居民和企業的資產負債表不惡化，使得美國經濟持續復甦。美國「直升機撒錢式」的消費刺激政策使疫後居民收入不降反升，有效提振了居民的消費需求。疫情期間主要通過三種措施支持消費：現金補助與失業救濟，兩者總規模近1.7萬億美元，佔2020年名義GDP（國內生產總值）的約8.0%；薪水保護計劃，對於較好維持員工薪資的企業提供可豁免貸款；美聯儲也加強了財政部的配合，出結構性貨幣政策，通過對消費類ABS（資產證券化）定向購買與支持薪資保護計劃等方式提振消費。

政策對科技創新的投入也推動了一些新興產業的蓬勃發展。如美國增加新興產業的研發支出，在半導體發展方面，美國宣布設立「CHIPS計劃」的國際技術安全與創新基金，2023年至2028年期間每年投入1億美元。在新能源方面，美國能源部先後宣布共投入35億美元支持生物燃料、清潔氫能和碳捕集利用與封存技術的研發等。

## 情景二：財政刺激未能解決通縮

在經歷了90年代泡沫危機之後，日本財政政策的「重投資輕消費」，導致經濟恢復遭遇「供需循環不暢」。擴張性財政政策僅以增加公共投資為主。筆者曾撰文提及，自1992年起，日本政府不斷地追加公共事業費預算，1992年增加8.6萬億日圓，1993年投入11.6萬億日圓、1994年投入7.2萬億日圓，並在1995年推出了總額高達18.8萬億日圓的緊急、綜合經濟對策，但仍然是以增加公共事業費和擴大公共事業投資為主。

居民就業和消費下滑未得到充分重視。僅在1994年針對個人所得稅實施了一次性「特別減稅」，但並沒有

促進居民就業和消費的增長。1990年，日本有效求人倍率為1.4倍，即勞動力市場上每名求職者對應1.4個招聘職位，此後大幅下滑，到2005年之前一直沒有超過1倍。受此影響，日本民間消費增速從1990年的4.8%迅速下降，之後的10年未超過3%，加上緊縮的消費稅政策和東南亞金融危機的疊加衝擊，1996年稍有起色的日本經濟再次陷入衰退。

## 情景三：財政貨幣政策缺乏協同

歐元區統一貨幣與各國獨立財政體系使得各國財政政策之間的分歧難以根除，具體涉及各國財政赤字無法協助貨幣政策，同時無法控制財政超標情況。這一矛盾曾在2011至2012年歐債危機最嚴重的時刻充分體現，近年來歐元區各國圍繞難民負擔、部分成員國財政緊縮等問題的激烈博弈也根源於此。

疫情衝擊和俄烏衝突之下，上述問題暴露的風險正在顯著加大。在地緣政治緊張、能源價格高漲、全球需求疲弱等影響下，歐元區各成員國實施各自財政政策，難以將經濟拉出低迷。2024年2月歐元區工業生產指數同比-6.4%，零售連續11個月負增長，製造業PMI（採購經理人指數）連續21個月處於榮枯線以下，部分南歐經濟體財政脆弱性持續上升，歐元區整體金融系統不穩定的擔憂情緒加劇。

## 情景四：債務危機、貨幣失控，引發惡性通脹

20世紀七十年代拉美國家通過大量舉借外債來發展經濟，而隨着利率上升、資本流向逆轉，債務規模的不斷擴大引發拉美債務危機。墨西哥在1982年宣布難以償還外債，隨後巴西、委內瑞拉、阿根廷、秘魯和智利等國相繼發生還債困難，紛紛宣布停止或推遲償還外債。

當前美聯儲維持高利率，美元大幅升值，使得拉美一些國家國債面臨違約的風險，這與20世紀八十年代爆發的拉美債務危機有些相似。阿根廷2023年全年累計通脹率達到211.4%，創下自1991年以來最差表現，這同樣來源於政府依靠印鈔來籌集財政支出。該國總統米萊一上台便人為把比索貶值54%，導致通脹問題進一步加劇，引發阿根廷國內消費大幅下滑。2024年一季度，阿根廷牛肉消費量已降至30年來的最低水平。

## 中國應對的三點啟示

前述各國不同的債務擴張模式和經濟發展表現表明，政府債務管理需要跳出債務看債務，從經濟發展的大格局、大周期下來統籌考慮。筆者認為，這些國際上的經驗教訓，對當前的中國需要應對的政府債務風險，具有以下三方面的啟示。

一是控制政府債務風險，保持經濟增長至關重要。

根據國家金融與發展實驗室披露

的數據，中國2024年一季度宏觀槓桿率上升至294.8%（居民+非金融企業+政府），其中政府部門槓桿率上升到56.7%（中央政府槓桿率23.9%，地方政府槓桿率32.8%），低於國際上60%的警戒線。

不過，中國的政府債務風險主要體現在地方政府隱性債務上。考慮到市場對地方政府隱性債務規模的估算大致在60萬億元（人民幣，下同）左右，加上約40萬億元的顯性債務，地方政府債務最高可達100萬億元左右，地方政府的槓桿率大概在80%上下，債務規模並不低。特別是2021年下半年以來房地產市場持續下行，地方政府的土地出讓收入大幅縮減，一些地方的債務風險的確值得關注。

筆者認為，當前應該協同推進政府債務規範管理與推動經濟增長兩手抓。一方面加大中央財政支出，全面緩解經濟下行壓力，並通過轉移支付等置換前期應由中央財政承擔的支出，緩解地方政府債務償還壓力；另一方面，系統謀劃推進新一輪稅制改革，更好地平衡中央政府與地方政府的事權與財權劃分，規範地方政府負債渠道和資金使用，完善地方政府債務管理機制。

## 二是控制債務規模，更要政策合力抬升名義經濟增速。

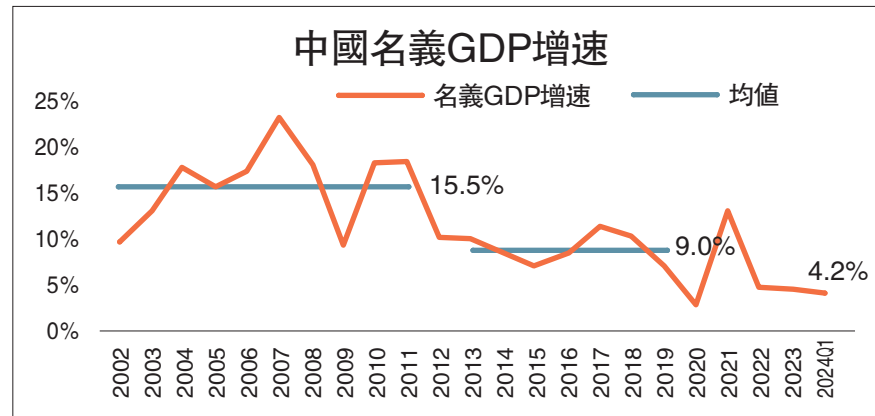
受節後食品和出行服務價格回落、耐用消費品價格低迷等因素影響，3月CPI（居民消費價格指數）同比降至0.1%；伴隨工業品（鋼材、水泥、煤炭等）價格下跌，PPI（工業生產者出廠價格指數）同比降至-2.8%。債務償付是名義值，而非實際值，物價延續低迷態勢，名義GDP增速持續低於實際GDP增速，進一步加大了政府部門的債務壓力。

緩解債務壓力，宏觀政策需要儘快扭轉經濟名義增長與實際增長倒掛問題。借鑒日本經濟失去30年的教訓，一方面，CPI漲幅距離今年《政府工作報告》設定的3%目標還有較大差距，貨幣政策仍有進一步放鬆的空間；另一方面，在地方政府債務壓力高企的背景下，積極的財政政策需要中央財政加大支出力度，將名義GDP增速拉升到實際GDP增速之上。

## 三是財政支出重點應該是提振居民消費。

從前述各個國家的經驗和教訓來看，面對需求不足問題，一方面需要積極的財政政策與寬鬆的貨幣政策協調配合，另一方面需要財政支出在刺激投資與刺激消費兩者之間協調。

未來需要進一步優化財政的支出結構，在保障國家重大戰略實施和新增產力打造的基礎上，還應加大財政對提振消費的支持力度，特別是要加大中央財政對消費品以舊換新的補貼力度，重點解決實物消費恢復乏力的問題（3月商品零售同比增速僅為2.7%），以此帶動供需良性循環。



## 撤辣效應顯現 兩類買家入市



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

樓市撤銷辣招後，3月份市況高速起動，新盤成為主要的「發電機」。全月新盤成交，據統計超過4100宗，為《一手住宅物業銷售條例》推出以來的單月新高。二手市場亦被新盤市場帶動，交投熾熱。

近月交投表現理想，而當中最多談話的，莫過於大量「西餅客」湧現市場掃貨，箇中原因在於資金多年沒有出路，尤其是房地產方面的投資機會少之又少。撤辣為市場造就了機遇，抑壓的購買力亦聞風而至，熱鬧的氣氛更感染了內地豪客，爭先恐後來港大手置業。

事實上，內地人來港置業，比很多港人都來得積極。他們覺得置業稅項大幅降低，加上購買數量亦無限制。

不少人都預期本月樓市會有降溫，尤其是新盤市場，但長實以十分吸引的價錢推出Blue Coast，又再次為市場注入了動力。須知道，這個新盤並不是主

打一般的中小型單位，而是有大量的3房兩廳，定位較為高端。雖然發展商的定價偏低，但單位的入場價平均也要2000萬左右，並非上車客會考慮。

## 高端客追捧 Blue Coast熱賣

Blue Coast除了吸引到大量的「西餅客」，也得到了「高端客」的垂青。雖然「高端客」有別於「西餅客」，未必會一次性買入大批單位，但資金雄厚是無可置疑的。更重要的是，他們必定會選擇優質及高端的物業作為長線投資對象，Blue Coast就正好符合了他們的要求，難怪銷售取得如此佳績。

事實上，不少內地人對於香港有着無限憧憬，所以不少內地企業和人才，也選擇進駐香港，並且對香港的房地產亦趨之若鶩。而撤銷樓市辣招後，內地實力雄厚的買家就把握時機南下置業，而且往往都計劃大手入貨，這正是現時「西餅客」及「高端客」湧入市場的原因。筆者相信，短期而言，「高端客」和「西餅客」會是樓市的主要動力，而在可見的將來，內地買家必定會在市場中佔有一個相當重要的位置。