

中國新能源車崛起 刺到美產業要害



經濟前瞻 高善文
國投證券首席經濟學家

一些批評意見認為中國的產業政策和政府補貼導致了產能過剩，這種看法是很片面的。

20世紀90年代後期，在經歷80年代以來的快速擴張之後，中國紡織行業出現了極為嚴重的產能過剩。當時，市場的優勝劣汰和退出機制不夠順暢，政府被迫對紡織行業進行了大規模的行政性「壓錠」，去除了過剩產能。進入21世紀，中國紡織行業再也沒有出現過嚴重的產能過剩，轉而成為了相對穩定、增速有限但具備世界競爭力的行業。

到了2016年，中國經歷了「三去一降一補」，其中的「一去」就是去產能，主要針對鋼鐵、水泥、煤炭等行業的過剩產能。在此背景下，2017-2019年，雖然整體經濟產出沒有顯著增長，但這些行業的價格和盈利水平大幅回升。這些經驗表明，政府並不樂見產能過剩，只是由於市場優勝劣汰機制不夠順暢，最後政府被迫通過強有力的行政措施推動去產能。

此外，中國家電、白酒等行業在歷史上也出現過明顯的行業性產能過剩，並逐步走向市場化出清，這也無法用政府補貼來解釋。

新興產業經歷嚴重產能過剩後經過長時間的優勝劣汰回歸穩定，其實是一種自然的發展模式，但是地方政府的鼓勵措施是否會加劇產能過剩，這也是備受關注的焦點問題。

從微觀視角看，上述問題的答案顯而易見，地方政府一哄而上，為相應企業提供廉價土地和信貸支持以及各種補貼措施，自然會帶來更多的新增產能，使產能過剩更加嚴重。

但從宏觀視角看，情況則更加複雜。如果地方政府的補貼使行業獲得了更大的競爭力，在開放經濟條件下，更大的競爭力會表現為更多的出口，由此帶來更強的人民幣升值壓力，但人民幣的升值反過來又會抵銷政府補貼的作用。同時，匯率升值還會對沒有享受地方財政補貼的行業構成歧視，相對削弱其競爭力。一些行業的競爭優勢與其他行業的競爭劣勢是同時形成的。

因此，財政補貼在微觀意義上或許能夠增加特定行業的競爭力，但宏觀上是否能夠系統性增強一個國家的競爭力仍然存疑。至少，從理論上看，補貼帶來的競爭力提升和順差擴大傾向會被匯率升值所抵銷，在均衡情況下貿易盈餘可能並不會變動，在總量上也不會對其他國家的競爭力構成侵害。

20世紀70年代末、80年代初之後，新自由主義思潮主導了美國的經濟政策。其突出表現是提倡自由放任、自由貿易，政府放鬆對各個領域的管制。

隨着冷戰的結束和中國的改革開放，這種思潮推動了全球經濟加速一體化，帶來了前所未見的經濟繁榮。

2008年全球金融危機的爆發，以及此後中國崛起等全球地緣環境和經濟秩序的變化，導致新自由主義思潮開始衰落。新自由主義長期忽略的收入分配、安全關切、社會公平等議題開始成為政策議程的關鍵問題。這應該是理解當前產能過剩爭論的主要背景。

無理關稅恐適得其反

美國有些學者認為，中國加入世貿組織（WTO）對美國經濟形成了衝擊，他們現在稱其為第一次「中國衝擊」。這次衝擊使美國鎊帶地區的很多社區走向解體，產生了巨大的社會痛苦。儘管鎊帶地區的加速衰落不見得都可以歸因為中國衝擊，但「中國衝擊」一定是其中最容易被政治化的原因。

當前，中國的新能源汽車等產業經過長期的蟄伏和努力之後，在與美國和其他主要西方國家的競爭中獲得了明顯的競爭優勢。美國政商領域開始擔心，這正在形成第二輪中國衝擊，其規模和程度將遠超第一輪中國衝擊。

這是因為，一方面，體量巨大的中國出口產品競爭使受到影響的群體在政治上形成了強有力的反對聲音；另一方面，從中國崛起過程中獲得利益的華爾街、跨國公司、普通消費者等群體要麼足夠分散，要麼在政治潮流中已走向邊緣化。

此外，對於美國而言，哪怕拋開其他因素，僅僅從民族情感看，也無法接受底特律的幾大汽車公司的消失，即使這一過程產生的失業能夠獲得政府的妥善管理，情感上也是無法接受的。

需要看到的是，美國推行的關稅等保護政策如果始終維持，將不會造就強大的國內製造業，只會保護落後，並加重消費者的負擔，這本身是無法長期持續的。

關於中國應對產能過剩爭論的方法：

首先，在戰略上要堅定不移地轉向擴大內需，特別是擴大國內消費需求來推動經濟增長。

其次，要盡量維持總需求穩定，努力對平經濟波動，維持匯率彈性，做好宏觀經濟政策的國際協調和內外溝通。

再次，在新興行業形成競爭優勢的條件下，要及時清理相關支持性產業政策，引導行業供應鏈、生產和銷售體系的國際化布局，增強應對貿易摩擦的韌性，並推動行業在市場化基礎上及時淘汰出清低效產能。

最後，要盡力維護以規則為基礎的、以WTO為中心的國際貿易體制，繼續倡導和推動自由貿易，保持克制和理性，通過約定的爭端解決程序應對貿易糾紛。

新盤低價求量 抵銷高息口影響



主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部行政總裁

近年樓價持續整固，但本港仍是全球樓價最難負擔的城市。日前某國際顧問機構公布的《國際樓價負擔能力報告》顯示，香港的樓價與收入比率，已是連續第十四年處於「全球最難負擔城市」的榜首，雖然較兩年前有改善，但最新公布的比率仍然錄得約16.7倍，意味着一個家庭不吃不喝16.7年才能在港置業。

筆者認為，樓價其實是一個城市經濟實力的反映，觀乎國際級大都會，無論是倫敦、紐約、東京、巴黎等，樓價都屬於高昂水平。本港作為國際金融中心，加上背靠祖國、近年又推出一系列「搶人才」計劃，眾多因素令香港有着一定程度的吸引力，承托着樓價的水平，港樓是「貴得有理」。

再者，目前樓價已經從高位回落，加上特區政府一再放寬房屋政策及按揭，現時上車置業已經較往日容易。以樓價500萬元計算，只要合乎條件，可以借九成按揭，首期約50萬元，若選擇供款30年，月供約2.23萬元，即家庭月入須達5萬元或以上，以香港現時月的收入而言，夫妻兩口子加起來，多半不難超出此數字。

日前美國聯儲局公布最新議息結果，息率一如市場預期維持不變，即已連續七次維持息率不變，惟暗示今年內只會減息0.25厘，較先前預計為少。

事實上，本港息率已有一段時間處於一個較高水平，但本港樓市於全撤辣後趨中向好，特別是一眾發展商延續「低價開盤」的策略，令買家的供樓負擔得以減輕，一手市場「吸金力」相當強勁。

購買力料續傾向一手市場

綜合《一手住宅物業銷售資訊網》及市場消息，本年迄今（截至6月11日）一手成交金額已達1005億元，較去年上半年約684億元按年大幅高出約47%，並創近三年新高。值得留意，在不足半年間，今年一手成交金額已佔去年全年約1100億元超過九成。

由於短期私人住宅供應仍然偏高，除了目前累積貨尾量錄約2.11萬伙外，已獲批但尚未發售的私人住宅項目亦超過1.63萬伙單位，連同待批預售樓花同意書的私人住宅單位數目亦有1.18多萬伙，即貨尾及樓花項目合共超過4.9萬個單位。因此估計發展商仍會持續採取「低價求量」的銷售策略。

個人預料，踏入6月份多個新盤亦應市推售，估計全月一手交投有望錄得約1500宗，成交保持活躍，而整個下半年樓市焦點仍會集中一手市場。

配合增加居民收入的政策，將有助消費全面修復。



每當經濟出現波動，經濟學就容易催生出新的觀念，最典型的就美國大蕭條。這場危機促使費雪（Irving Fisher）、凱恩斯（John Maynard Keynes）等經濟學家進行反思，進而創建了宏觀經濟學。如今，中國經濟進入新周期，遇到一些新問題。學界需要新觀念、新思路、新方法去應對新挑戰。

從資產負債表角度看中國經濟



大學之道 薛清和
智本社社長

中國宏觀經濟學長期採用「三駕馬車」的分析方法，這源自於國民經濟核算，從支出角度看，國內生產總值（GDP）是投資、消費、淨出口這三種需求之和。

「三駕馬車」評估經濟存不足

但現在來看，「三駕馬車」框架存在不足：

一是過度重視投資，忽視終端消費。如果政府試圖拉高GDP增長，該如何操作？按照「三駕馬車」的結構，淨出口受外部約束無法自主調整，消費受普通家庭財富總量、結構和預期的約束，短期內不易改變，而投資尤其是公共投資，是政府相對容易掌控的因素。

也因此，每當經濟增速回落，政府一般選擇增加投資來拉動需求。政府投資的新增產能，最終依賴淨出口和消費來消化。如果是歐美國家需求回暖，可以相當程度上化解產能問題。但如果出口受阻，市場供大於求，結果就是價格下跌。長此以往，投資率高而消費率低，同時出現內需不足、價格下降和債務累積的風險。

二是重視規模分析，忽視底層邏輯。經濟增速為什麼下降？「三駕馬車」為什麼跑不動？有人認為是有效需求不足，因此建議加大投資拉動需求。然而，過度投資又引發價格下跌、債務增長，進而約束了政府投資。問題出在哪裏？關鍵看底層邏輯。什麼是底層邏輯？資產負債表就是底層邏輯。

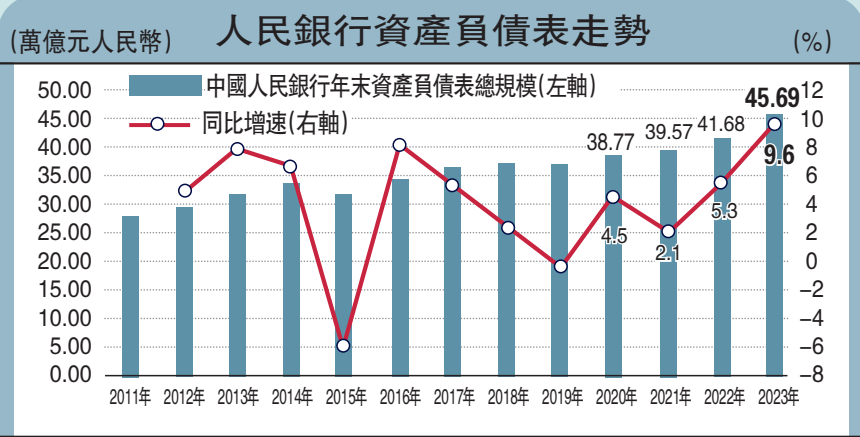
三是重視數量增長，忽視經濟效率。「三駕馬車」是一種數量分析方法，容易關注數量而忽視效率。最近兩年，中國政府持續釋放流動性，但是貨幣乘數下降，貨幣傳導效率不足，資金滯存在銀行系統。貸款、債券融資通過國企投放，但由於支出乘數下降，對經濟增長、居民收入的帶動效應下降。

應對種種挑戰，不少專家提出「換馬換賽道」，摒棄房地產和城投，改投新能源、新基建、新技術等「新三駕馬車」。但筆者認為，我們需要改變過去三駕馬車的分析方法和決策邏輯，轉而深入底層邏輯，重視價格主線和資產負債表。

價格是經濟的神經系統，價格與供給、需求的關係，是經濟系統最核心的關係。通常，價格與GDP走勢高度相關，居民消費價格指數（CPI）、股票價格、房地產價格、國債收益率、銀行利率與GDP均存在一定的相關性。

經濟學家慣常憑藉通脹率來判斷經濟過熱或蕭條，用國債收益率來預測經濟衰退。現代央行則以通脹率作為貨幣政策的主要目標，通過短期利率來調節市場利率，進而影響投資與消費，指引達成通脹、就業和收入目標（泰勒規則，Taylor rule）。

在分析中國經濟時，需要考慮結構性問題，而資產負債表（企業、居民、政府）是分析經濟結構的有效工



具，最近幾十年被廣泛地引入到宏觀經濟分析中。資產負債表與宏觀經濟存在什麼關係？可以從三個角度來理解：

一是規模。當資產負債表擴張，宏觀經濟增長；當資產負債表衰退，宏觀經濟衰退。例如，居民向銀行貸款買房，銀行和居民的資產負債表均擴張，私人投資增長，銀行信貸增長，宏觀經濟增長。

二是結構。如果資產價格上漲，在負債和利率不變的前提下，資產負債率下降，意味着居民的資產負債表改善，其借貸投資能力和消費預期更強。如果資產價格下跌，在負債和利率不變的前提下，資產負債率上升，意味着居民的資產負債表惡化，其借貸投資、消費能力和預期被削弱。

三是乘數。銀行資產負債表與流動性之間存在乘數效應，銀行擴張資產推動負債擴張，而負債又可以推動資產擴張，貸一存一貸關係催生乘數效應，進而派生大量的流動性。如果銀行資產負債表衰退，意味着市場上的流動性以成倍的數量下降。

加大減息力度 提振市場價格

我們可以用價格主線與資產負債表（規模、結構、乘數）相結合的分析方法理解宏觀經濟。

首先，資產負債表規模收縮（衰退）定然導致價格下跌和名義GDP下降。在過去的發展過程中，中國的名義GDP長期高於實際GDP，但是如今反過來。為什麼？企業、居民減少貸款，甚至動用儲蓄還款反映出投資需求下降，在供給不變的情況下價格就會下跌。2021年開始，房地產貸款增速快速下降，至去年跌至負數，相應地房價也出現下跌。

其次，資產負債表的機構失衡將加劇價格下跌，而價格與債務之間一旦相互增強，可能形成向下螺旋。資產負債表過度擴張，意味着債務透支，即提前預支資產，消耗投資和消費能力，價格自然下跌。如果三大部門均過度借債，那麼市場價格下跌將是全面而持續的，消費品、大宗商品、房地產、金融資產等價格，以及工資和利率均下跌。

市場價格下跌可能進一步惡化資產負債表。價格下跌會推動名義GDP增速下降，居民當下的工資收入、經營性收入、資產收入增速下降。而負債具有剛性，假如政策利率保持不變，價格下跌會造成居民償還債務風險持續增加。所以，如果一個經濟體是負債的，名義GDP下降或增速持續下降，即便實際GDP維持增長，也是

在不斷累積債務風險。

再次，銀行資產負債表的乘數效應下降對流動性帶來致命傷害。銀行資產負債表的乘數效應與流動性的關係，是伯南克（Ben Bernanke）金融加速器理論的核心，也是理解現代宏觀經濟的生命線。如果銀行資產負債表收縮，市場流動性將會加速下降。雷曼（Lehman Brothers）時刻出現後，金融市場出現流動性危機，隔夜拆借利率飆升，美國幾乎所有銀行都面臨被擠兌的風險。隨後美聯儲及時出手為市場補充流動性。

儘管中國的金融市場不如美國發達，但也要高度重視銀行資產負債表收縮引發的流動性風險。這是因為：1）過度借債的開發商、城投和居民部門，其資產負債表擴張能力下降，限制了銀行繼續擴張，而提前還貸則直接消滅銀行優質資產，進一步壓縮其擴張能力；2）作為銀行最主要抵押資產（佔比達到40%），房地產價值縮水，意味着銀行擴張貸款的能力受約束，信貸增速下降，引致流動性下降；3）防禦性儲蓄、定存比例增長，而開發商貸款不良率上升、風險資產投放能力下降，同時給銀行負債端和資產端帶來壓力，貨幣傳導效應下降，進而抑制流動性增長。

總結來說，價格是經濟的神經系統，資產負債表是造血系統，流動性是信用體系的血液。現代金融危機，表面上是流動性危機，本質是資產負債表危機。資產負債表規模收縮、結構惡化和反向乘數效應對市場價格帶來衝擊，從而引發名義GDP的長期衰退，乃至蕭條。

當前中國經濟政策應該服務於資產負債表的改善，首要目標是重振市場價格。市場價格是由貨幣總量和貨幣流速決定，擴大貨幣總量的常規性貨幣政策是降息，如果利率降到零依然無效，央行通常會採取非常規性的量化寬鬆政策。以日本大衰退、美國金融危機的經驗來看，貨幣總量政策對資產價格提振的效果尤為明顯，對實體價格（CPI為指標）相對較弱。當前，中國實際利率偏高，央行應加大降息力度，增加總量投放。

只有改善資產負債表，才能提高貨幣流速，從根本上提振價格。新凱恩斯主義者認為，財政政策應該更多支持居民收入，以達到提振消費的目的。政府通過轉移支付的方式，將財政資金發放給居民，由於居民的邊際消費傾向高，容易變為購買力，資本迅速在市場上流通，從而提高貨幣流速，最終提升居民消費福利、名義GDP和市場預期。