



▲過去消費稅的徵收範圍較窄，主要針對高端消費，未來可考慮擴大徵收範圍，成為普通消費品在內的價外稅。

發展新質生產力離不開全面深化改革，但改革不是搞刺激，如果指望貨幣寬鬆或者財政加槓桿大規模投資到某個領域，那是對改革的誤解。儘管在經濟上見效需要漫長的實踐和等待，但改革本身就是最大的積極信號，降低系統風險，釋放潛在增長，修復社會預期。

經濟轉型依靠改革組合拳

天風視野 宋雪濤
天風證券
首席宏觀分析師

用一個詞來概括中國經濟的現狀，就是轉型。轉型涉及各個方面，從宏觀角度來看，過去3年房地產保持了每年投資平均下滑約10%、銷售平均下滑近20%、新開工面積平均下滑近30%的趨勢，但是中國經濟總量仍然保持了每年4%以上的名義GDP增長。

中國經濟增長模式已經從過去依靠「房地產—金融—土地財政—基建投資」的債務擴張型驅動，轉向了依靠製造業效率提升、成本下降、技術驅動帶來的出口份額持續增長和大宗消費、服務消費的穩定增長。

經濟在去地產化的同時，也在去金融化。2023年開始，金融數據中的數量型指標例如M2（廣義貨幣供應）、社會融資總額、中長期貸款等與經濟數據的相關性有所走弱。金融對實體經濟的反映更多體現為價格，比如短期利率反映短期資金供求，長期利率反映長期經濟預期。

包括房地產和金融在內的各行各業都在發生轉型，曾經受到房地產銷售影響的汽車，對房地產早已不再依賴。鋼鐵、傢具這些對房地產高度依賴型行業，也在朝着出口和消費等新需求轉型，比如汽車、造船的用鋼需求明顯上升，粗鋼產量與房地產投資的相關性明顯走弱，但是水泥、瀝青受地產的影響暫時還無法被其他行業消化。

在大多數行業開始轉型或者轉型接近完成之時，地方財政的轉型還存在着一定挑戰。2023年以賣地為主的政府性基金收入佔地方綜合性財政收入的36%，賣地佔綜合收入的32%。土地財政位於高峰的2021年，土地出讓金達8.7萬億元（人民幣，下同），2022、2023年下降了6.7萬億、5.8萬億元，預計今年土地出讓金將繼續下滑到4.5萬億元左右。

「房地產—金融—土地財政」的鏈條停滯使得地方財政收入承壓，但是支出難以等比例下降，保工資、保運轉、保民生（三保）是地方政府的底線支出，其他正常支出比如債務付息也難以快速壓降。

在土地財政降溫的背景下，僅靠中央加槓桿彌補地方財政收入難以解決長期問題，地方財政壓力還會持續存在，地方政府債務和地區性中小金融機構成為了兩個最主要的系統風險，如果沒有得到及時解決，風險可能會向其他領域傳導。

有效地解決發展和轉型中的地方政府債務問題，不是靠加槓桿或刺激經濟，而是需要靠改革幫助地方政府加快轉型，適應經濟發展模式的轉變——讓錢變多、事變少。

錢變多：擴大地方稅源

在土地財政降溫的背景下，需要增加地方的財政收入，培育稅源，調

整稅種。培育稅源需要弄清楚未來的稅源在哪些行業、哪些地區。當前經濟增長模式已出現轉變，意味着地方政府的稅源也與過去有所不同，從房地產、土地、金融轉為製造業、出口、大眾消費。

站在擴大稅源的角度，地方政府未來可能將積極培育壯大製造業的優勢能力、提高出口規模和國際競爭力，以及擴大大眾消費和服務消費，讓能發展的地區更充分的發展，創造更多稅源。

改革的核心是解放生產力，讓生產要素（勞動、資本、土地、技術、數據）去效率高的地方發揮作用，但是今天仍然有兩個關鍵要素的流動和配置受到不同程度的影響，一個是土地指標，另一個是戶籍人口。

土地要素的市場化程度不高，仍然以耕地保護為首要目標，保留耕地紅線，而且過去向發展落後地區傾斜建設用地指標，結果是有發展潛力的地方建設用地指標不足，發展潛力不足的地方建設用地指標較多。

如何將土地指標，特別是工業建設用地的指標，從不適合發展製造業和出口的地方流轉、或者交易到現代化製造業能夠進一步做大做強的地方，這是土地要素市場化改革的重要議題。

國家主席習近平在2月19日的二十屆第四次深改委會議上也提到，要「增強土地要素對優勢地區高質量發展保障能力」，「建立健全宏觀政策、區域發展更加高效銜接的土地管理制度」。

土地指標的市場化配置會改變中國經濟的地理布局，如果未來大多數工業和出口集中在沿海地區、中部關鍵省份和西部兩大經濟圈，那麼人口也會朝這些地方集中，獲得公共服務的戶籍限制也需要相應放開。所以，土地指標跨區域流轉交易和戶籍制度改革是要素市場化的重要構成。

1994年分稅制改革能夠順利推進的重要背景是地方政府通過土地出讓彌補了收入缺口，「營改增」（營業稅改徵增值稅）使得地方稅源進一步集中到了土地財政上，在土地收入長期下滑的背景下，提高地方債務的可持續性，需要適當調整中央和地方的分稅比例，增加地方財政收入。

今天的主要稅種包括增值稅、企業和個人所得稅、消費稅等。消費稅過去完全歸屬於中央稅，主要在生產環節徵收，導致的結果是地方政府「重生產、輕消費」，因為拉動生產能夠帶動當地的增值稅和企業所得稅，而拉動消費可能貢獻的是其他地區的稅收。地方政府「重生產、輕消費」造成了過度補貼、消費力不足等供需失衡問題，比如某些地區鼓勵汽車消費出背景補貼政策只針對本地汽車品牌。

如果消費稅徵收從生產端後移到消費端，從中央獨享變成了央地分享，顯而易見的好處是地方政府有鼓勵消費的真實動機，並且徵收效率提升，也能減輕偷稅漏稅的問題。過去

消費稅徵收是以出廠價為基準，而在消費端徵收以銷售價為基準，一定程度上也提高了消費稅的稅基。

過去消費稅的徵收範圍較窄，主要針對煙酒、汽車、成品油、奢侈品等少數高端消費，未來徵收範圍有可能擴大，逐漸成為包括大多數普通消費品在內的價外稅，比如除了煙酒車油奢之外的可選消費也可能會逐步納入消費稅徵收範疇。

2019年國務院印發21號文中明確提出「調整完善增值稅留抵退稅分擔機制」、「後移消費稅徵收環節並穩步下劃地方」，今年年初財政預算再次提到「推動消費稅改革，完善增值稅制度」。

事變少：改革考核機制

GDP錦標賽的考核機制在過去的高速發展期起到正向激勵作用，但進入提質階段後，發展模式和考核機制更應該與資源稟賦相結合，有些地方擅長發展高新技術產業，有些地方適合發展製造業，有些地方的資源稟賦不適合工業，但是適合現代化農業、生態旅遊和環境保護。

過去一些地方政府通過違規出台「小政策」、「稅收窪地」、「財稅返還」的方式來招商引資，造成了地方政府的不良債務和重複建設浪費問題，這些做法未來將逐漸被禁止。

6月13日國務院出台《公平競爭審查條例》，明確各地稅收優惠、財政獎補面臨全面審查、清理。2024年以來，全國審計工作會議、國新辦新聞發布會、全國稅務工作會議都從不同的角度都提出對各地招商引資中的涉稅問題進行專項治理。

解決發展和轉型過程中的問題，需要調整地方政府的考核機制和發展模式，完成「應試教育」到「素質教育」的轉變。「按照客觀經濟規律調整完善區域政策體系，發揮各地區比較優勢」，「產業和人口向優勢區域集中」。

讓適合發展製造業的地區有更多的建設用地指標和人口規模，培育更大的稅源，貢獻更多的稅收；讓適合發展現代化農業和生態旅遊的地區有相應的土地指標收入和轉移支付，並減少招商引資、基礎設施建設等方面的支出。

改革一環套一環，牽一髮動全身，很難單兵突進，改變地方政府考核機制，釋放要素市場化潛力，推進財稅體制改革，這三個方面需要相互配合推進。通過改革加快地方政府轉型，解決當前經濟運行和經濟轉型過程中的阻礙和風險。

新質生產力的核心是創新，根本是效率。無論是要素配置改革、財稅體制改革還是考核機制改革，都是在提升經濟運轉的效率。優化要素的配置，讓有限的資源能夠發揮更大的作用；調整稅源和稅種，讓地方財政更契合於經濟結構的轉型，重視新動能和消費市場的培育；改革考核機制，更大程度地發揮不同地區的資源稟賦和比較優勢。

「獨角獸之問」帶來的思考



共創共享 戈峻

天九企服
董事長兼CEO

《人民日報》在5月時報道，國家主席習近平在企業和專家座談會上提出一個問題：「我們的獨角獸企業新增數下降的主要原因是什麼？」這確實是發人深省的靈魂追問，其中緣由也值得大家探討。在筆者看來，這既有短期的、全球經濟周期變化的原因，亦有深層核心因素存在，那就是創新企業要催生成獨角獸，必須得到多元化的資源支持。

獨角獸數量代表一個國家的創新能力和引領全球趨勢的潛力。如ChatGPT一間公司，就能引發全球經濟的急轉彎，批量的獨角獸能重塑一個國家、乃至全球經濟的格局。中美獨角獸的數量差距，也引起中國各界的廣泛關注。

「獨角獸之問」的背景並非流於表面。據胡潤發布的《2023全球獨角獸榜》，去年中國獨角獸數量雖以316家在全球位居第二，但過去一年僅新增15家，對比2022年新增40家的規模有所減少，而在2018年，這個數字是156家。美國方面呢，去年美國獨角獸增加179家。在全球新誕生的500多家新獨角獸企業中佔了三分之一。

從短期來看，獨角獸企業新增數量下降並非中國獨有的問題，也與全球經濟周期及新興市場格局相關。當前，中國經濟正處於轉型升級的關鍵時期，而中美兩國的戰略競爭已從貿易擴展到金融、科技，美國相繼推出供應鏈轉移、限制對華投資和關鍵技術出口等措施，中國企業面臨的國際環境日趨複雜。

受上述因素影響，中外上市公司的市值差距迅速拉大。2020年蘋果公司的市值為阿里巴巴的2倍，到今年6月已擴至18倍。同時，中國的科技創新企業，特別是獨角獸的發展也受到阻力。去年全球獨角獸估值上升最快的10家企業中，有5家來自美國，僅2家來自中國。其中，OpenAI和SpaceX兩家公司的估值升逾9000億元人民幣，幾乎超過全球所有獨角獸企業估值增長之和。

雖然新冠疫情、國際局勢、政策環境、資本扶持、創業文化等因素都對獨角獸的質和量產生影響，但筆者認為，科學分析要聚焦核心問題，找出獨角獸企業新增數量下降的深層原因，就要從創新企業的特性尋找，即企業家精神、技術創新和整合能力，以及如何利用有效資源來撬動創新企業發展的能力。

對於前兩種特性，筆者並不擔心。那怕是硅谷科技巨頭或國內互聯網公司崛起，無一不是企業家精神的體現，不論是華為或其他行業龍頭，中國企業家展示出來的企業家精神都不遜色於世界

上任何一個國家。

再來看技術創新和整合能力，誠如習主席在全國科技大會、兩院院士大會上所說，中國科技原始創新能力還相對薄弱，一些關鍵核心技术受制於人，頂尖科技人才不足，但中國科技也有自身的獨特優勢。

資本與資源支持成為關鍵

中國雖然面對核心技术端、產品端的短板，卻擁有新型舉國體制、世界最龐大市場資源、技術整合能力、生產能力強大、互聯網技術的市場應用能力全球領先等優勢。也因此，企業家精神、技術創新、整合能力都不能是中國新增獨角獸減少的主要原因。

筆者認為，癥結在於資本和資源的支持。創新企業要成長為獨角獸，離不開資本和資源。目前海外資本由於地緣政治原因，不少機構撤離中國；政府資金成為最大出資主體，但政府資金既有拉升地方經濟增長的責任，也需更高的防風險考慮，因此單靠政府賦能難以完全滿足創新企業成長為獨角獸的資本需求。銀行由於監管和風控策略，也難以提供足夠的支持。中國要有更多獨角獸，必須找到更多元化的資源支持。

對於那些距離獨角獸只差一線的創新企業來說，更需要跨區域業務拓展。在這一發展階段的企業，對資源的需求往往大於對資本需求。而通過平台合作，盤活和撬動各地傳統企業的存量資源，就能夠幫助他們獲得資源，實現快速增長的目標；同時還能滿足傳統企業希望找到新增長點和轉型升級的需求。

創新企業要怎樣找到資源？答案在於平台。數據顯示，中國大約54%的獨角獸企業都是由平台經濟所投資孵化的，早前我們亦發表了《企業家孵化器戰略》，為創新企業走向獨角獸帶來更加有力的支撐，冀望透過抱團合作，共創共享共贏，以資源共享平台模式，作為解答「獨角獸之問」的一道良方。

2024年全球獨角獸前十

排名	企業	估值 (元人民幣)	國家
1	字節跳動	15600億	中國
2	SpaceX	12800億	美國
3	OpenAI	7100億	美國
4	螞蟻集團	5700億	中國
5	Shein	4600億	中國
6	Stripe	4300億	美國
7	Databricks	3050億	美國
8	Canva	2800億	澳洲
9	幣安	2400億	馬耳他
10	微眾銀行	2350億	中國

資料來源：胡潤研究院

銀行傳收緊按揭 樓市復甦添壓



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

現在的香港樓市十分奇怪，租金由2023年春季開始進入上升趨勢，直到現在升勢仍算凌厲，很多租客變相在幫業主供樓，卻不趁這個最好時機去買樓。

更加奇怪的是剛公布的香港M3（M2+有限牌照銀行等機構的存款及可轉讓存款）顯示，香港的資金量又再破新高，去到17.8萬億港元。無論活期儲蓄或定期存款，港元、人民幣和美元的資金都大增。在此情形之下，香港銀行居然還收緊按揭，與市場復甦的趨勢相背離，縱使在強勁因素下不斷改善，樓市短期的確是有下跌的壓力。

近期銀行融資服務出現不穩定情況，有關問題不斷擴大，正為市場累積風險。筆者認為，特區政府應留意和合適作出介入，掌握適當的市場秩序，以避免問題作過度的發酵。

銀行重估物業價格的背景下，的確會因新估價和之前相差太大，銀行要求借款人「補倉」，筆者認為銀行避免風險是合情合理的，但當「純粹補倉潮引發借款人賤賣物業的現象」出現得比「欠供款者引發的危機」還要大的時候，市場掌握不到銀行借貸的進退尺度。除了銀行與銀行之間會互相踐踏之外，市場上的大部分投資者都會停止投資去觀察，以上的情況在非住宅的商業信貸出現，雖然表面上影響不大，但已令到主導購買力幾乎完全停頓，對市場造成內傷。

住宅的按揭也在收緊，主要是從樓花開始。近年樓花升幅的確高於樓市指數表現，屯門區的呎價曾在十多個月由1.1萬去到1.7萬至1.8萬元，再加上部分樓盤有高回佣，當樓價下跌，銀行便全面收緊，增加潛在買家的不安。

筆者認為，市場似乎荒廢了二、三十年前的樓花發售「按揭保證」或「慣例」。以前樓花發售前，都會有銀行的按揭保證配合。即是說到入伙後，縱使樓價下跌都會以樓花的原價去做按揭借給借款人，這個做法的好處就是銀行一早評估了風險，亦不需要考慮市場出現互相踐踏的情況。更加重要就是，這種樓花保證的做法，間接令到銀行必須在價格上取共識，價格去得太高銀行就自然不肯做按揭保障。

成交前先了解物業估價

筆者覺得上述制度現在是荒廢了，應該對有關的市場轉變做一些研究。我們一定要尊重銀行避風險的權利，但也要避免市場對按揭制度失去信心，令市場回復更好的秩序。

二手市場近期有不好的風聲傳出，有報道指不同銀行開始在按揭年期上限方面，包括樓齡上限和借款人年齡上限作出更嚴謹的限制，這與市場的復甦是背離的。不過，筆者公司的按揭部暫未找到一間銀行承認收緊按揭，希望有關消息只是傳言。

就算二手市場的按揭銀行轉向謹慎，其實也不影響買家，但在彈性上就減少了很多商量的餘地。為保障精明消費者，地產代理應該在成交前找到銀行，掌握估價和買家的負擔。