



▲學者認為，當前中國經濟局面較為複雜，財政和貨幣政策需要更加積極主動。

當前，中國經濟處於新舊動能轉換的陣痛期。不少專家提出，政府應該加大逆周期調節力度，積極主動擴張財政與貨幣，以提振有效需求。作為「最後貸款人」，人民銀行是扭轉宏觀形勢和提振微觀預期的關鍵，但目前來看正面臨多重挑戰。

人行積極主動穩增長

大學之道 薛清和
智本社社長



策性利率，這是現代央行體系的趨勢。但在改革的過程中，價格型調控工具與數量型調控工具可能相互干擾。

正如上文所述，中長期國債利率快速下降，但是7天逆回購利率與MLF兩大政策性利率的降幅均較小，可能導致收益率曲線趨平、出現長短期倒掛風險，譬如1年期國債收益率和DR007持續倒掛，DR007為存款類機構間利率債質押的7天回購利率。當債券利率、存款利率低於政策性利率時，政策性銀行、商業銀行傾向於在債市上、存款市場上融資，此舉並不有利於政策性利率工具發揮作用。

四、公共支出明顯放緩。受有效需求不足和房地產下降的影響，商業銀行降壓風險資產，減少對房地產企業的貸款，同時大規模購入無風險資產，這與經濟刺激政策需求並不一致。人行通過再貸款、結構性貨幣、購買國債（預期），支持政府融資、國企投資，但受到地方化債、產能過剩約束，以及風險偏好與投資回報下降的影響，今年政府支出速度明顯放緩，公共投資刺激經濟的力度不足。這使得今年財政和貨幣擴張程度低於市場預期，貨幣政策傳導效率和流動性均下降，貨幣乘數和財政支出乘數均下降，難以推動總需求、通脹水平回升。

幣策財策雙向發力

宏觀經濟下行壓力大，市場利率持續下降，市場風險施壓銀行系統，擺在貨幣決策者面前的一個關鍵性問題是：面臨多重挑戰的人行到底是被動應對、緩慢降息，還是主動應對、超預期大幅度降息利率，甚至大規模購買？這是一個理論問題、也是一個現實難題。

在經濟衰退時，政府應該擴張財政與貨幣以刺激經濟復甦，現時多數經濟學家都已經接受了這種主張，分歧在於政策擴張的力度。2008年之前，歐美國家的干預政策均相對保守，例如歐洲恪守3%的赤字率紅線。但金融危機爆發後，為了拯救金融市場，全球發達經濟體均突破了之前的界限，美聯儲快速將利率降至零，並首次實施量化寬鬆政策；日本實施負利率政策和收益率曲線控制政策。在2020年疫情危機期間，全球發達經濟體幾乎複製了該操作。

學界普遍認為，非正常化的貨幣政策在危機時刻對拯救資產價格、抑制金融恐慌和遏制流動性陷阱起到關鍵作用。於是在危機時刻「一鍵降息」，疊加大規模量化寬鬆的極限應對政策，成為了全球財政官員和貨幣官員的共識與標準操作。而公共部門的角色定位也發生了改變，政府被認定為「最後貸款人」，央行被認定為「最後貸款人」。

現代貨幣理論（MMT）認為，公共部門的支出就是私人部門的收入。在危機時刻，政府和央行主動擴大支出，相當於增加私人部門的收入，藉此拯救銀行、企業和家庭的資產負債表。

但面對當前複雜的經濟局面，中國財政和貨幣部門的政策較為謹慎。是不是要預留足夠的政策空間？在有效需求不足的背景上，政府擴大支出是否加劇產能過剩、債務風險？在抑制城投資和房地產下行期間，降息的效果如何？過快降息是否會引發銀行淨息差擴大和人民幣貶值？

實際上，宏觀經濟政策需要更加積極主動。如果被動應對、緩慢降息，一旦錯過最佳時機，難以起到刺激經濟的作用，反而因通脹下降而推高實際利率，進而抑制投資和消費，加劇宏觀下行和債務風險。此外，被動應對的結果通常是事倍功半，風險增加，效果不足。

如果主動應對、大幅降息、人行購債，不僅可以壓低實際利率、實際償債負擔，提振投資、消費和市場信心，還可以更加主動預測風險，積極應對淨息差、利差擴大、利率倒掛等問題。更重要的是，只有主動實施增量政策才能提振私人部門的收入，最終通過增收來化解風險、提振經濟。

人民銀行需要在改革過程中確保貨幣政策調控的有效性。該行目前正在淡化數量型調控，但同時也不能讓M2、社會融資、信貸和流動性下降過快、幅度過大。未來，美聯儲將進入降息周期，外部因素對貨幣政策的約束減弱，人行的政策可以更加聚焦於內部目標，將政策性利率與通脹率指標掛鉤，明確未來通脹率目標，向市場釋放提振經濟的信心與決心。

在經濟下行周期，央行作為最後貸款人、邊際定價者，政府作為最後貸款人，應共同構築保護國民資產、收入與信心的堅固防線。

企業「愛拚」不夠「會拚」才贏

共創共享 戈峻
天九企服董事長兼CEO

中國經濟正站在新舊動能轉換的十字路口上。不單獨角獸企業需要從資本賦能過渡去資源賦能，利用好平台去創造新增長點，打造「第二曲線」；對傳統企業家而言，發展「第二曲線」也是重中之重。正所謂「三分天注定，七分靠打拚」，在新時代之下，傳統企業家要怎麼個拚法、去找出增長的「第二曲線」？筆者認為不單要「愛拚」，還要「會拚」。

對於傳統企業家來說，「第二曲線」是什麼？既可以是原有業務在科創技術加持下的推陳出新，也可以是在新賽道上發展的新業務。無論是哪一種，都可視之為「二次創業」，而成功的「二次創業」，就能為公司找到增長的「第二曲線」。

古今中外，「二次創業」的成功例子多不勝數。如果大家看過1994年上映的電影《阿甘正傳》，是否還記得阿甘買了一間叫「蘋果」公司的股票，如果當年大家跟着他去買，現在所擁有的財富不可想像。但筆者估計大部分人就算買了也不會持有到現在，因為1994年的蘋果正深陷低谷，瀕臨破產。雖然喬布斯回歸後推出的首款重磅產品iMac大受好評，讓蘋果扭虧為盈，但仍然離不開原有電腦業務範疇。喬布斯明白，蘋果需要不斷創新，尋找新的增長點，才能實現持續發展，所以在2007年，蘋果迎來了革命性時刻，宣布推出iPhone。iPhone的問世，不僅是一次產品的迭代，更是一次企業戰略的深刻變革，蘋果公司也因此開啟了它的「第二曲線」。

筆者的老東家英偉達也有類似情況。英偉達原本是以圖形處理器著稱，通過轉型深度學習和人工智能領域，成功開闢「第二曲線」，短短五年股價翻了33倍。今年8月5日還首次登上了2024財富世界500強。另一個成功案例是小米，雷軍在今年公司年度演講裏說，造車是個意外，因為三年前手機業

務遭遇了制裁。有公司董事問，假如手機不能造了，公司員工該怎麼辦呢？於是有了那句熱血澎湃的「雖千萬人，吾往矣」，由雷軍親自領軍造車。今年小米汽車的交付，也為公司帶來了「第二曲線」。

及早開拓「第二曲線」

類似的案例還有很多，例如騰訊的微信、美團的外賣，都是「第二曲線」的生動體現。開啟「第二曲線」需要企業家具備敏銳的市場洞察力，持續的創新能力和勇於轉型的決心。

最近看到一個故事，說的是一家福建企業開半年大會。大家都知道福建企業搞活動到最後都會唱一首歌，十幾年來不變，就是《愛拚才會贏》。歌詞裏有一段話，說是人生可比海上的波浪，有時起有時落，但無論好運歹運，還是要照常的去工作去生活，因為「三分天注定，七分靠打拚，愛拚才會贏」。

但是在這次的半年會上，這位福建企業家將歌詞改了一個字，他是這樣唱：「會拚才會贏」。從「愛拚」變成了「會拚」，可說是反映了新時期民營企業家思想的變化。現在的經營環境不難？難；我們還要不要拚？要；怎麼個拚法？是愛拚還是會拚？愛拚是一種毅力，會拚，需要的就是足夠的智慧。

思想大師查爾斯·漢迪曾說，在第一曲線達到巔峰之前，企業必須找到並開始增長的第二曲線，以實現持續的發展。今天的中國經濟正站在了新舊動能轉換的十字路口，傳統生產力向新質生產力轉變，尋找並培育屬於自己的第二曲線，將成為企業破局持續增長的重要路徑，甚至對有些企業來說，找到第二曲線才能活下來。

但在筆者看來，共享經濟不失為一個好的時代，我們可以利用資源共享的平台，找到適合自己的航向和合作的夥伴，勇往直前，劈波斬浪，共創共享和共贏，開啟我們企業的第二曲線，為企業帶來新的生命力。所以希望所有傳統企業家在發展過程中，在巔峰到達之前早日出發，不單有「愛拚」的毅力，還掌握「會拚」的法門，創造增長的「第二曲線」。

減息臨近 新盤大戰開啟

樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

市場預期美國減息在即，發展商搶開提早推盤吸客，令近月新盤市場氣氛稍稍升溫。不過，面對樓價顯著回落，發展商為求清貨自然需要大幅減價。近日啟德區便引發一場啟德新盤混戰，有的大幅減價促銷貨尾，亦有趁機推出優惠加推單位，也有以「閃亮登場價」推售，新盤大戰勢必刺激本月一手銷售回升。

豪宅新盤成交明顯增加

過去半年間，新盤市場熾熱程度上落甚大，但整體而言在撤辣效應下，今年新盤市場總銷售明顯增加。自2月底香港特區政府全面撤辣後，買家入市成本大減，確實刺激不少買家趁機入市，撤辣至今短短半年多，整體銷售量已達1萬伙。換言之，僅約半年多的時間，就差不多等同於去年全年新盤銷售的總銷量，而事實上今年首八個月的新盤銷售亦已突破去年全年的紀錄，即使未來四個月新盤市場仍然「忽冷忽熱」，或許未必能夠每月維持銷售1000宗以上的熾熱情況，但整體估計今年銷量相信可突破1.5萬宗的高位，較去年全年的總銷量激增四五成。

值得一提的是，撤辣後大額的豪宅新盤成交明顯增加，以超越1億元的一手超

級豪宅成交計算，在今年初撤辣前的兩個月，市場上只錄得8宗超級豪宅成交，平均每月只有零星三、四宗成交，撤辣後半年的成交卻多達59宗，平均每月多達十宗超豪宅的大額成交。如果以成交價達5000萬元以上的豪宅計算，以往這類成交只佔整體不足1%，今年在撤辣後的1萬宗新盤成交中，已有多達約250宗5000萬元以上的成交，佔撤辣後總成交的2.5%之多，數字反映撤辣後豪宅成交比例大幅增加。

美國減息在即，同時亦代表着本地利率已經見頂，儘管難以確定香港減息周期何時展開，但隨着近期美國經濟數據回落，減息周期或會加快，甚至下星期美國可能一次過減息半厘。美國減息周期加快，本地減息周期亦可能於短期內展開，發展商近期已明顯加快推盤部署，當然在減息未展開前，買家心態仍會觀望，但相信下周減息消息落實後，新盤銷售勢必加快。



▲樓市撤辣後半年超級豪宅成交達59宗，月均達10宗，遠遠超過撤辣前的月均3至4宗。

