

負向循環過程中，最大的加速器是信貸下降。



降低政策利率及增加政府支出，是阻斷需求不足負向循環的最有效工具，關鍵是政策力度要夠。當下應該集中精力，先把需求不足問題解決好，避免經濟脆弱性的疊加，也為解決其他更長期的、結構性的問題提供騰挪空間。

經濟最大挑戰來自需求不足

青年論壇 張斌
中國社科院世界經濟與政治研究所副所長

需求不足是一種並不罕見的市場失靈現象，處理不當的破壞力很大，經濟社會運行方方面面都受影響。國內外歷史上有很多案例，上世紀二十年代末大蕭條的主要原因就是需求不足，日本經濟「失去的二十年」的主要原因也是需求不足。對於已經實現工業化的國家，需求不足更頻繁地成為經濟增長和社會民生的挑戰。

中國近10年來頻繁遇到需求不足挑戰，特別是新冠疫情後，需求不足更加凸顯。需求不足直接影響到居民收入和就業增長壓力、企業的盈利壓力和償債壓力、股票和房地產估值壓力、金融機構壞賬和金融市場風險壓力等方面。

需求不足環境下，即使產業升級和經濟資源配置效率還不錯，供給也不錯，但是由於需求跟不上，大家都願意工作，但是好的工作機會減少，大家都努力工作，但是收入和盈利難以增長，經濟增長就缺少獲得感。收入和盈利增長壓力持續時間長了，市場對於未來的預期和信心也會減弱。

需求不足還會帶來很多併發症，比如地方政府財政收入下降，為了緩解壓力會增加稅收徵管力度、增加非稅收入、或是留下大量企業欠賬，均對營商環境十分不利。再比如，需求不足環境下，往往是缺少積累的新企業、小企業最先倒閉，新員工和新項目最先下馬，對未來的長期增長也會帶來不利影響。還比如，需求不足背景下，大量商品不得不在海外市場上找銷路，貿易順差大幅上升，國際貿易爭端也隨之而來。

總之，嚴重的需求不足問題可能讓市場經濟快速停擺，而沒那麼嚴重但持續時間太長的需求不足問題也會傷及經濟的根本。

中國近年來採取了很多措施應對需求不足，但迄今為止尚未走出需求不足局面，需求不足的危害有進一步放大的跡象。通過加深對需求不足的理解，透過錯綜複雜的現象認清需求不足的本質，才能在決策上面擋得住噪音、下得了決心，真正阻斷需求不足。為了方便完整地理解需求不足問題，這裏我們用一個簡單的例子說明其中的要害。

信貸下降成主要推手

屋子裏面有A、B、C三個人，每個人都花錢向另外兩個人購買商品和服務。每個人花掉的錢，會成為其他人的收入。因為某種原因，屋子裏面的A突然不願意花錢了，結果會怎麼樣？A的支出下降會帶來B和C的收入

下降，B和C的收入下降會帶來B和C的支出下降，B和C的支出下降又會帶來A、B、C的收入下降，這樣就形成了收入和支出下降的負向循環。

在這個例子基礎上再添加一個維度。屋子裏面除了有A、B、C三個人，還有一個名字叫做D的銀行，三個人都有銀行的存款和貸款，三個加在一起的存款數量等於貸款數量。出發點還是A突然不願意花錢了，結果會怎麼樣？與上面例子相同的是，這會帶來收入和支出的負向循環。不同的是，在A、B、C三個人的負向循環中，對未來的盈利預期和收入預期都會下降，不敢舉債投資，更傾向於償還貸款，全社會的信貸規模下降。由於貸款的下降，A、B、C加在一起的銀行存款數量也會顯著下降。愈是不貸款、愈是還錢，A、B、C加在一起的錢愈少。對於加入了銀行和信貸的例子裏面，全社會錢的數量（信貸）也會顯著下降，而錢的數量（信貸）下降會讓負向循環進一步加劇。

從歷史經驗來看，需求不足的負向循環過程中，最大的加速器是信貸下降。信貸下降讓全社會的錢包變小，帶來支出和收入下降，這又會帶來更大幅度的信貸下降，如此自我強化，需求不足將愈來愈嚴重。相比支出和收入的變化，信貸的變化幅度更大，信貸下降成為需求不足負向循環中的最大推手。

從中國近年情況來看，名義GDP（國內生產總值）增長速度代表支出的增長速度。名義GDP增長速度可以分解為廣義的信貸增長速度（主要是貸款和債券）與名義GDP/廣義信貸增長速度之和。前者可以理解為全社會錢包的增長速度（取決於貸款和發債），後者是給定錢包下的支出變化。

對比2012至2019年和2021至2023年兩個時期，名義GDP增長速度從9%降到4.7%。廣義信貸在後一個時期比前一個時期的增速下降了5.8個百分點，大於名義GDP增速的下降幅度。這告訴我們，過去幾年需求不足主要來自信貸下降，來自全社會錢包的增長速度大幅放緩，而不是給定錢包下的支出下降。

通過上述例子還應該看到，需求不足是一個新的、獨立的現象，脫離了造成需求不足的最初誘因。對於需求不足，最受關注的解釋是收入分配惡化：窮人沒錢消費，錢都去了富人那裏，而富人又花不了那麼多錢，所以需求不足。但僅僅從歷史數據來看，中國收入分配差距快速拉大的時期需求不足並不嚴重，反而是近10年來收入分配差距相對平穩時期需求不足更加突出。從機制上面看，即便是收入分配惡化，或者是其他什麼原因造成了最初某一方的支出下降，形成了需求不

足最初的誘因，而一旦形成收入、支出和信貸的負向循環以後，問題的性質就變了。需求不足的本質在於收入、支出和信貸的負向循環，而不再是收入分配惡化或者其他什麼誘因。

這有點像沙士和新冠病毒最初對人身體健康傷害的誘因，但是真正讓傷害放大甚至致命的不是病毒，而是人身體的過度免疫風暴。收入、支出和信貸的下滑，都可以看作是微觀個體對自身保護的理性做法，但是這些保護做法加在一起的時候，對整體造成了更致命的傷害。

加大逆周期政策力度

關於如何阻斷需求不足的傳遞，筆者認為需要抓住四點關鍵因素：

一是管住「快變量」。在社會支出結構中，消費是「慢變量」，投資是「快變量」；在社會收入結構中，勞動者收入是「慢變量」，企業盈利是「快變量」。由於信貸本身短期內可以有很大變化，也算是「快變量」。阻斷需求不足的傳遞，關鍵在於阻斷「投資—企業盈利—信貸」之間的負向循環。

很多學者建議，中國應該增加消費，改善收入分配增加勞動者收入，這些建議從長期改善經濟結構的角度看非常正確。但需求不足是個獨立於結構失衡的問題，歷史經驗中很少有在短期內通過大幅提高消費和勞動者收入阻斷需求不足的案例。阻斷需求不足中的負向循環，關鍵還是管理好短期內可以有很大的變化的「快變量」，管理好投資、企業盈利和信貸，尤其是信貸。

二是用逆周期政策。憑藉市場自發的調節機制，並不能讓需求不足自我修復。降低利率和政府舉債擴大支出，是經過國內外反覆實踐，可以在短期內阻斷需求不足的成熟、有效的做法。這些做法可以在短期內給居民、企業和政府資產負債表帶來巨大變化，有針對性地打破「投資—企業盈利—信貸」之間的負向循環。

外界亦有擔心，逆周期政策會不會破壞市場，會不會帶來太多後遺症。需求不足是市場失靈的表現，充分使用降低利率和政府舉債擴大支出這些逆周期政策，是修正市場失靈，讓市場恢復正常功能，這其實是對市場的一種保護。

三是逆周期政策力度要大。阻斷需求不足傳遞，必須憑藉足以打破負向循環加速下沉力量的強大外力。真正能發揮功能的逆周期政策，必須是非常堅定的表態和超預期的政策力度，表態愈堅決、愈超預期，改變市場預期的代價愈小、政策空間消耗反而愈少。

四是全力阻斷需求不足應成為最優先事項。維持經濟健康運行有各種各樣的阻礙，比如外部環境的不利變化、營商環境不夠好、貪污腐敗、收入和財富分配不合理等。相比之下，嚴重的需求不足對經濟的傷害最致命。好在只要逆周期政策力度夠了，需求不足問題可以很快得到解決。

就當前而言，化解地方政府債務存量、對金融和其他行業的治理和整頓、優化政策支出結構等都是長期任務，需要破舊立新，但也會帶來經濟短期內的脆弱性，如果再疊加需求不足的衝擊，會在短期內對經濟帶來過大壓力。

產學研有機結合 助灣區科創飛躍

安永觀察 陳奕新 梁斯爾

《粵港澳大灣區發展規劃綱要》（以下簡稱《綱要》）提出要將大灣區打造成建設國際科技創新中心。《綱要》發布5年來，大灣區已成為世界範圍內最具實力和潛力的創科集群地之一，具體表現包括香港科技大學（廣州）及香港城市大學（東莞）的相繼落地，培育更多科研人才和項目；蓬勃發展的河套深港科技創新合作區，以及一系列推動科技研發與轉化的政策。

可以說，大灣區於人才、政策、資金、市場等方面，構建了完整而優秀的創科生態鏈。企業如何攜手學界，在「產學研」上通力配合，掌握新科技，並借助大灣區的區位優勢開拓新機遇，值得探討與借鑒。

今年9月，香港城市大學（東莞）開學，並開設首批計算機科學與技術、智能製造工程、材料科學與工程、能源與動力工程四個本科專業，成為大灣區產學研合作的又一重要樞紐。早前港科大（廣州）宣布，由廣州市科技局牽頭，廣州產投負責的10億元（人民幣，下同）環港科大（廣州）科技成果轉化母基金正式設立，重點投向港科大（廣州）的科技成果轉化項目和校友創新創業項目，以促進港科大（廣州）科技成果就地轉化。

時值《河套深港科技創新合作區深圳園區發展規劃》發布一周年，河套深圳園區成長有目共睹。據內媒上月報道，園區至今已聚集440多家科技企業，其中包括西門子等8個世界500強企業研發中心及一眾大型央企研發中心；落地逾160個高端科創項目；引進了16名海內外院士專家和香港5所世界百強高校；科研人才從最初的4300人增加至如今的超過1.5萬人，展現出持續增強的創新資源聚集力和創新人才吸引力。今年年初，規模51億元的社保基金大灣區科技創新專項基金亦落地河套，為科研機構與企業提供更大力度的金融支持。

此外，計劃於10月1日起施行的《廣東省科技創新條例》，圍繞「基礎研究+技術攻關+成果轉化+科技金融+人才支撐」的全過程創新鏈謀篇布局。《條例》突出粵港澳大灣區國際科技創新中心區域創新特色，從粵港澳大灣區的科技合作機制、重大創新平台建設、科技交流合作、財政科研資金過境港澳使用、支持粵東西北創新發展以及國際科技合作等方面作出制度安排。為進一步推動科研成果轉化，今年

6月公布的《廣東省人民政府辦公廳關於加快構建現代化中試平台體系推動產業科技互促雙強的實施意見》提出，要整合完善全省中試服務資源，建設粵港澳大灣區中試服務中心。中試是產品大規模量產前的中間試驗，是提高科技成果轉化效率的重要環節，建設具有全球影響力的中試驗證和成果轉化基地，是大灣區建設國際科技創新中心的一項重要任務。

尖端技術屢有突破

事實上，過去5年間大灣區推動創科不斷取得突破，助力無數學者和初創企業茁壯成長，為國家高質量發展提供強大支撐。「產學研」的有機結合，推動了新一代信息、人工智能、大數據、新材料等新興戰略產業的長足發展。此外，在國家發展新質生產力的引領下，企業運用綠色金融、綠色技術等推動綠色發展和低碳轉型的需求也更加強勁，成為大灣區發展創科的新突破點。

「產學研」對綠色發展至關重要，以輻射製冷技術為例，利用特殊材料製成的塗層，將熱量從地球轉移至外太空，實現降溫效果，每平方米材料每年可節省約120克碳排放，這一技術還可用於製作雨傘、衣物、帳篷等生活用品。這項技術利用廣州的產業基礎配套進行量產，以深圳為融資和推廣平台，香港則負責科研及本地和海外項目的落地，靈活運用了大灣區的「產學研」優勢實現綠色科技轉化，幫助企業發展綠色商機的同時也為國家減排出力，為社會整體的環境、社會及管治發展帶來正向變化。

港科大（廣州）碳中和與氣候變化學域及創新創業與公共政策學域署理主任齊曄教授在今年安永主辦的粵港澳大灣區城市系列研討會上曾指出，中國的「向綠而行」主要以產業發展和能源安全為驅動，新能源產業已成為中國經濟增長的主要引擎之一。而大灣區要將綠色產業作為重點發展領域，長遠來看需要「技術+金融」支持。

從綠色信貸餘額和綠色債券發行量來看，中國已處於全球領先地位，尤其是大灣區，綠色金融支持產業發展大有可為，加之大灣區具有跨境業務優勢，對綠色發展企業無論是引進海外綠色資本或是進軍海外市場都提供了機會。

（註：陳奕新為安永會計師事務所香港及澳門區氣候變化與可持續發展服務合夥人，梁斯爾為安永（中國）企業諮詢有限公司華南區稅務服務合夥人）



香港城市大學（東莞）在今年9月開辦首屆四個本科專業。

聯儲減息在即 港樓有望喘定

樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

近期大家都在等待美聯儲議息，從鮑威爾的明確地表態中所見，9月減息已經毫無懸念。減息的信號對樓市和經濟既是強心針，也是及時雨，尤其是很多置業者和商家面對持續高息的壓力，這次終於能夠看到希望。香港樓市由高位回落至今，累積跌幅大約接近三成，到目前似乎仍未企穩。箇中原因包括息口持續高企，而且發展商的庫存太多、急於清貨，再加上經濟的不景氣，亦拖累了很多生意人和投資者。不少人需要沽售物業來填補債務，這些因素都會令到樓價持續受壓。

停止抱怨 拚搏向上

今天，很多人都會問樓價何時才可以喘定，筆者認為，當減息期開始，大家就可以看到這一天。息口回落除了可實際地減輕置業者的負擔，甚至發展商的負擔，同時亦可以令市民對於資產的信心逐步回復，到時業主就不用爭先恐後去

出貨，經濟亦有機會從谷底反彈，亦減少了樓市的負面因素。

經濟復原需時，但大家也不要忽視香港這幾年輸入人才的成效。人才對於香港的貢獻逐漸起到很大作用。更重要的是，港人不要繼續抱怨，積極發揮自身拚搏的奮鬥精神。這樣，香港才有機會好起來。

早前，中央港澳工作辦公室主任、國務院港澳事務辦公室主任夏寶龍提到，香港要「識變、應變、求變」。

「識變」即是懂不懂得變，指能順應環境變化，作出必要調整，以維持正常運作的能力。「應變」即有沒有能力去變，指能夠迅速反應並做出適當的回應，以應對突發或變化的情況。「求變」即是否願意去變，指主動識別問題或機會，並主動採取行動去解決問題或把握機會。

筆者相信，港人絕對懂得如何作出改變，來應付前面的困難，並且不被周圍的負面聲音所影響。樓市也是一樣，每次回落的時候，都有港人認為樓市已死，但每次最終都會克服困難，從低位反彈。目前樓市已接近這次低潮期的谷底，當減息出現，跌市亦會隨之而終結。

