



▲「全方位擴大國內需求」是明年首要的工作目標，只要帶來貨幣擴張的政策，就能夠真正擴大內需。

經濟觀察家

12月9日召開的中央政治局會議提出要「全方位擴大國內需求」，並將這一任務列為明年首要的工作目標。這表明擴大內需已經成為各方高度一致的觀點。但當問題轉向怎樣實現這個目標，答案立刻就變得模糊甚至分歧。究其原因，宏觀視角的缺失使得提振需求的政策大部分只能停留在微觀層次。

消費基本上就是貨幣總量減去儲蓄後的剩餘。狹義貨幣是銀行通過抵押貸款創造的——銀行「買入」抵押品，「賣出」貨幣。現代銀行的「抵押品」都來自權益項的可交易資產。銀行通過信貸過程將權益資產「提純」成為我們日常使用的「狹義貨幣」。

流動性不足是內需乏力癥結

鞭辟入裏
趙燕菁

我們可以用一個簡單的資產負債表來表示這一組關係。（見右圖）

表的右邊是債務端，由銀行貸款和權益市場兩項組成，表示市場的錢來自哪裏；左邊是資產端，由銀行儲蓄和內需兩項組成，表示錢用到了哪裏。

根據會計規則，資產端恆等於債務端。資產負債表擴大還是收縮，取決於較短的一端是擴大還是收縮。貨幣從債務端創造出來後，進入資產端不是花掉，就是存起來。其中，「花掉」在支出方就是「投資」，在收入方看就是「消費」，兩者同時發生，貨幣相等。

中國槓桿水平偏低

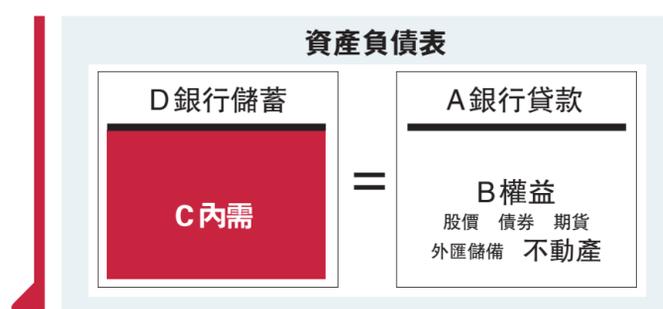
由此，擴大內需的解決辦法就變得「顯而易見」：如果是資產端約束，壓縮儲蓄就可以擴大內需；如果是債務端約束，首先要盡量擴大債務端，同時要減少儲蓄。如果債務端萎縮，儲蓄增加，內需就會萎縮，所有商品和服務的價格都會下跌直到資產端再次與債務端相等。

顯然，美國屬於資產端約束，中國屬於債務端約束。債務端表示市場上的貨幣總量。貨幣不足，所有交易就沒有媒介；產品賣不出去，體現在宏觀上，就是內需不足。2022年開始佔債務端權益項比重極大的房地產出現了猛烈的收縮，貨幣不足導致嚴重通縮，貨幣充裕時形成高度分工因流動性不足迅速解體。貨幣減少對經濟的衝擊，取決於資產端的規模——資產端越強大，債務端收縮帶來的衝擊也更猛烈。

中國製造業增加值自2010年首次超過美國，就一直穩居世界首位，2022年佔全世界比重為30.2%。但從這一年開始，中國的房地產開始了猛烈的下跌，債務端收縮導致貨幣減少，導致嚴重的消費衰退。面對流動性陷阱，簡單的降息、降準已經不足以擴張貨幣。中國現遭遇的挑戰，並非因為經濟出了大問題了，而恰恰相反，是因為過去的經濟太成功了。由於過去十年創造了空前規模的資產，債務端的衰退影響才會如此之大。

2023年底中國國債規模達到25.9萬億元（人民幣，下同），國內生產總值（GDP）總量約為126.5萬億元，國債佔GDP的比重在20%左右。如果按照二戰第一年1940年美國國債佔GDP的50%計算，就是63萬億元，起碼比現在的規模翻一倍；如果按照美國國債佔比最高峰1946年的118%計算，國債規模則高達148萬億元。無論哪個水平都遠超我們的想像。

國債是怎樣擴大內需的？我們暫且按照國債佔GDP的50%測算。據人民銀行2024年12月13日公布的數據，11月末，本外幣存款餘額309.58萬億元，其中住戶存款約149.8萬億元。



元。如果國債餘額在現有基礎上再增加一倍25萬億元，就意味着有這麼多錢從資產端的儲蓄轉到債務端的國債，債務端就可以擴張25萬億元。按照資產負債表相等的規則，包括資產端在內的整個資產負債表擴大25萬億元。再加上儲蓄減少25萬億元（被借到債務端），內需規模將會擴大50萬億元。

緊接着的一個問題是，國債新增25萬億元投向哪裏？中央政治局會議提出「全方位擴大國內需求」的同時，還要「提高投資效益」。這意味着中國不可能像2008年的「四萬億」那樣，將國債投向已經過剩的基礎設施。而是應當投向資產負債表的權益項，也就是以股市、房地產為核心的資本市場。一旦股市、房市預期扭轉，就會有更多的貨幣從儲蓄流入權益，經濟規模就會在25萬億元之上進一步擴張。保存量而不是擴增量，應該是本次救市和2008年救市方法最大的不同。

增發國債比消費券有效

在現代經濟裏，廣義的信用貨幣是債務創造的。貨幣是分工的基礎，也是消費的總閘門。只要貨幣總量沒有增加，任何刺激消費的政策都只是剜肉補瘡。儘管國家一再要求提出「增量政策」，但現在提出的大部分擴內需的政策都是微觀政策。這些政策只能改變存量，不能帶來增量。如果危機是債務端收縮引起的，在資產端的任何努力都是無用功。

區分政策是「宏觀」還是「微觀」，最簡單的辦法就是看這項政策能否改變貨幣的數量。貨幣是所有分工的媒介，如果把經濟主體比作「植物」，那麼貨幣就是經濟的「氣候」。一旦「氣候」變冷，任何辦法也拯救不了「植物」。擴大內需也是如此，只有帶來貨幣擴張的政策，才能真正擴大內需。

中國當下很多社會、經濟問題，背後其實都是宏觀問題，都是源於嚴重的流動性不足。道理很簡單，如果把市場視作無數交易的集合，在市場有100萬億元貨幣時簽下的契約，兌付時貨幣減少到80億元，就算交易雙方沒有犯任何錯誤，也一定會出現大量違約。反之，如果兌付時貨幣100萬億元增加到120萬億元，很多原本違約的交易也會被正常完成（這時會給人以「內債不是債」的錯覺）。

很多經濟學家把當下經濟出現問題歸咎於「對產權保護不夠，讓民營企業家覺得不安全」，其實這背後真正的原因乃是貨幣收縮導致經濟氣候變冷。企業家為了自保，本能的選擇就是逃廢債，市場自然就會出現對企業家的不信任。當違約成為普遍現象時，出台多少保護民營企業家的文件，都是無用的廢紙。而只要經濟氣候變暖，不用任何號召，企業家自動就會重入市場，哪怕老的企業家已經跑掉，也一定有新企業家填補進來。

市場上一個普遍存在的現象，就是民營企業按照招標要求完成了地方政府的委託，但項目完成後地方政府卻說要等「賣一塊地」後才有錢支付。例如筆者認識的一個企業家只好把自己的房子抵押出去給員工發工資，如果政府再不兌付，企業破產不說，房子都會被法拍。

因此正確的做法不是動用財政發消費券，而是通過發行國債替地方政府完成遞延賬款的兌付，因為發行國債可以帶來增量貨幣但財政不能。企業家、員工和地方政府有了錢，內需就可以迅速恢復。如果企業發不了工資，不論政府發多少消費券，市場主體依然會想盡辦法捂緊自己的錢包。

追根溯源是貨幣不足

中央政府接手地方政府應收賬款，並不會像一次性補貼那樣有去無回。地方政府有持續的稅收，有大量的資產。只要經濟氣候變暖，不斷增加的貨幣早晚能把舊債淹沒。以這樣的方式向市場投放流動性，要遠比直接給居民一次性發錢效果更好，也更能拉動增量需求。

很多人以為只要新質生產力能夠突破，內需自然就會被創造出來。這是非常錯誤的。突破卡脖子技術固然非常重要，但由於產能屬於資產端，除非這種突破能體現在債務端的「股價」上，否則就算技術有再大突破，也不會帶來內需的擴大。由此推廣到失業、內卷、「遠洋捕撈」等所有微觀經濟現象，追根溯源都是貨幣不足。

中國消費不振的最大原因就是貨幣不足，只要權益市場（股市、房市、國債）能「止跌回穩」，市場上流動性充足，這些微觀問題不用刻意解決就會自然消失。

（作者為廈門大學教授）

金融科技助動產擔保數字化



鍾能講堂
付鏡

近年來，動產擔保與現實世界資產

（RWA, Real World Asset）的結合，正在成為推動金融市場創新和實體經濟高質量發展的重要路徑。這一結合既是对傳統動產擔保制度的延伸與重塑，也體現了物聯網、區塊鏈等新興技術在金融領域的廣泛應用。

動產擔保是一種由債務人提供動產作為擔保物，並以此取得資金的方式。其核心目標在於為債權提供明確的法律保護，同時為企業提供靈活的融資手段。在中國現行的動產擔保體系中，仍然面臨着一些突出的現實問題。

首先，債權實現的效率問題長期困擾着動產擔保的實踐。在擔保交易中，法院支付令的異議期常被債務人利用來拖延履約進程，這直接影響了債權實現的效率。例如，《民事訴訟法》規定了債務人在支付令發出後的15天異議期，但在實踐中，這一期間常因訴訟爭議而被進一步延長，給債權人帶來額外的時間成本和法律風險。

其次，動產登記的制度設計也存在一定的分散性。中國在2021年發布的《動產和權利擔保統一登記辦法》明確規定，動產擔保應通過人民銀行的動產融資統一登記公示系統辦理。但該系統目前尚無法覆蓋機動車、船舶、航空器等特定動產的登記。這種分散化的管理模式，在一定程度上割裂了擔保物權信息的整體性和可追溯性，影響了動產擔保交易的透明度。

電子標籤降低擔保風險

RWA是近年來金融市場的重大創新之一。該技術的引入改變動產擔保的登記與公示模式。傳統的登記制度依賴於中心化的登記平台，而RWA通過區塊鏈技術可以將登記信息上鏈，實現數據的實時更新與不可篡改。例如，銀行在發放以動產為擔保的貸款時，可以通過區塊鏈即時查詢擔保物的登記狀態，從而確保擔保權的唯一性和優先性。

除了登記制度的革新，RWA的核心優勢還在於對動產的動態監控能力。通過在貨物中嵌入無線射頻識別（Radio Frequency Identification，簡稱RFID，俗稱電子標籤）標籤，並結合電子圍欄、實時視頻監控等技術，金融機構能夠隨時掌握擔保物的狀態變化。一旦貨物發生位移或損毀，系統將自動觸發預警，從而降低金融機構的擔保風險。

RWA還能夠在供應鏈金融領域發揮顯著作用。傳統供應鏈金融存在物流、資金流與信息流脫節的問題，往往導致貨物真實性難以驗證，影響融資效

率。而基於物聯網與區塊鏈的RWA模式，可以將貨物流通的每個節點實時記錄在鏈上，並與資金流數據同步。

技術與制度的結合最終需要通過實際案例來驗證其有效性。在動產與RWA結合的實踐中，許多企業已開始探索這一創新模式。例如，某中型製造企業通過一家供應鏈金融平台獲得了一筆以成品庫存為擔保的融資。

在上述案例中，企業首先按照《動產和權利擔保統一登記辦法》的要求，在公示系統中完成了貨物擔保登記。隨後，平台通過為貨物安裝RFID標籤並部署實時監控設備，實現了對擔保物的動態管理。在貨物融資期間，銀行能夠實時查詢貨物的庫存變化，並通過區塊鏈平台驗證其真實性。這種結合模式，不僅提高了銀行對擔保物的信任度，還顯著降低了因貨物流失或損毀而帶來的融資風險。

與此同時，該模式還為企業提供了更加靈活的資金調度能力。在貸款完成後，該企業通過區塊鏈平台將部分擔保貨物的所有權轉移給下游合作夥伴，完成了從登記、融資到交易的全流程數字化管理。

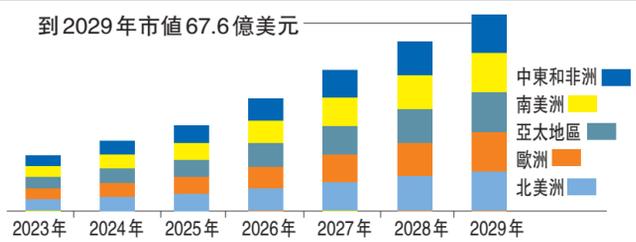
方便企業靈活融資

展望未來，動產與RWA的結合有望實現更大突破，並推動金融市場與實體經濟的協同發展。（1）登記制度的鏈上化是未來發展的重要方向。通過智能合約實現擔保資產的自動管理與清算，不僅能夠提升交易效率，還能在很大程度上減少人為干預帶來的信息不對稱問題。（2）三流合一的供應鏈金融模式將進一步成熟。物流、資金流與信息流的數據將實現全面共享與透明化，從而徹底打破傳統金融模式中存在的信息孤島。（3）法律與技術的協同發展將為動產與RWA的結合提供更堅實的制度保障。例如，在區塊鏈登記的法律效力、跨平台資產流轉規則等問題上，需要進一步明確相關法律條文與技術標準。

動產與RWA的結合，是法律、技術與金融實踐相互交融的產物。這一創新模式不僅為企業融資帶來了新的解決方案，也為金融市場的效率提升提供了強有力的技術支持。在中國立法不斷完善的背景下，通過大力推動物聯網、區塊鏈等技術在動產擔保領域的應用，將為金融市場注入新的活力，更為實體經濟的高質量發展提供持續的動力。可以預見，隨著更多成功案例的湧現，動產與RWA結合的模式將成為未來金融科技發展的重要方向。

（作者為香港國際新經濟研究院執行董事）

全球射頻識別（RFID）系統市場規模預測



港優勢穩固 樓市穩中轉好



樓市強心針
廖偉強

近年中國被美國針對，企圖阻止中國經濟高速發展。香港作為國家一個具戰略價值的城市，在「一國兩制」下發揮獨特功能，香港也是國家對外的一個重要窗口，同樣被列入打壓範圍。與此同時，新冠疫情後，香港經濟仍在復甦中，不論是生意人還是打工仔都面對壓力。

香港經濟未如人意，樓市又豈可獨善其身？事實上，近年樓價走勢也反映出經濟的舉步維艱。樓價持續下滑，樓市同樣充斥了負能量。這些負能量，令市場信心更加低迷，人們很容易就會將問題放大，形成惡性循環。筆者認為，就算目前的環境有幾多的困難，都應該保持有正能量、樂觀地面對，不能讓負面的情緒影響自己的決定。

香港經濟未如人意，樓市又豈可獨善其身？事實上，近年樓價走勢也反映出經濟的舉步維艱。樓價持續下滑，樓市同樣充斥了負能量。這些負能量，令市場信心更加低迷，人們很容易就會將問題放大，形成惡性循環。筆者認為，就算目前的環境有幾多的困難，都應該保持有正能量、樂觀地面對，不能讓負面的情緒影響自己的決定。

減息周期啟動 銀行積極做樓按

樓市目前有利淡也有有利的因素，導致樓價未止跌的主因，是發展商的庫存太多，加上市場有實力的投資者因受高息影響，怕持貨太多影響現金流；業主及銀主也在爭相沽貨，也令到市場充斥太多貨源，價格難免受壓。

不過，市場的利好因素其實也逐漸積聚起來，令氣氛有所改善。例如減息的周期啟動，減息的趨勢正在形成；而來港的國際優秀人才正不斷增加，為樓市帶來必然的剛性需求；租金也正在上升，帶動租金回報率變得吸引，加上銀行做按揭開始回復積極。上述利好因素正在對沖市場的負能量。

雖然經濟及樓市的復甦步伐都不算得很理想，但須知香港仍然有相當的優勢，除了背靠祖國，香港也繼續面向國際，有着很大的國際視野，對國家有獨特的貢獻。香港既是一個言論及經濟自由的城市，有活力，也融入了多元的文化，加上稅率低、稅制簡單；還有優秀的醫療及教育等等。此外，香港有完善的法制，以地產市場為例，香港的私人住宅數量達到170萬伙，這些私有財產都受到法律的保護。

筆者始終認為，經濟和樓市的復甦，除了需要具體的幫助，也要市場調整心態，正如治病除了要用藥，也要病人保持正面的心境，以及對抗病患的鬥志。香港人也一樣，必須時刻保持滿有正能量，有正向的思維，就總會迎來更好的明天。

（作者為利嘉閣地產總裁）