



▲面向家庭部門的財政擴張，不僅有效促進消費，穩定經濟增長，也有助促進創新。

全球經濟下行風險不容忽視



韋浩思

全球經濟已經展現了非凡的韌性，在過去幾年中度過了一個非常艱難的時期。儘管面臨衝突、大選等多方面的變數，但全球經濟仍然保持在發展的軌道上。現在最擔心的是，幾個關鍵維度可能影響全球經濟的增長，例如國家政策的變化，特別是全世界最大的經濟體——美國，它的政策可能隨著特朗普第二次當選總統而發生變化。

目前全球經濟增長略高於3%，考慮到在經歷了主要央行同步收緊貨幣政策階段後，仍能取得這樣的成績是非常不錯的。雖然同比有所下降，但是出現了「聖誕樹」效應，即快速上升又快速下降，通脹得到了控制。從失業率，特別是結構性失業率的變化來看，此前的政策是正確的。通脹和各國央行的決策框架穩健性有關，無論是在戰略性、戰術性，還是操作性的政策層面。同時，這也與能源價格帶來的衝擊有關。在俄烏衝突之後曾經出現過衝擊，但現在也得到了緩解。這兩個因素必須加以解釋，才能理解當前的形勢。當然，在討論全球圖景時，我們也必須提醒大家其他方面的問題。

首先，我們在審視當前全球增長率的時候，必須將其置於歷史框架中考量。去年、今年、明年，全球經濟增長率會略高於3%，但從歷史來看這樣的增長率並不是一個很棒的成績。例如回顧疫情之前的20年，全球經濟增長率比當前增長率至少要高0.6個百分點。中期增長前景一次又一次受到了打擊，第一次是2008年金融危機，第二次是疫情，這使得所有經濟體、各類型經濟體的潛在中期增長率都在下降。

亞洲引領全球經濟增長

第二，世界的差異性更加突出。發展中經濟體有望保持2%的增長率，2024年和2025年，新興經濟體和發展中經濟體的增長率會略高於4%，是發達經濟體增長率的2倍。這是自然的，因為一般來說新興經濟體增長率更高。但是在發達經濟體內部，美國非常強勁，而歐元區，包括整個歐盟的表現仍然不佳。在新興市場內部，亞洲繼續引領着全球經濟的增長，達到了5%左右的增長率。對亞洲來說，一個非常好的消息是，亞洲不再僅僅靠中國引領增長，儘管中國的增長仍然非常重要。作

為第二大經濟體，雖然目前及未來都面臨各種各樣的挑戰，中國仍將保持5%左右的增長率，特別是2024年9月底出台了一系列的刺激性政策。達到5%或者非常接近5%的增長率的確存在挑戰，但是中國仍然保持增長。此外，現在印度的增長率達到了7%左右。東盟也大大地受益於中國和美國之間動態變化帶來的多元化、分散化的發展。韓國也需要考慮其發展。亞洲新興經濟體的增長變得更加強勁和穩定。

第三，需要提醒大家的是，這樣的增長率存在向下的風險和趨勢。一些下行風險可能會隨着特朗普政府的第二個任期開始成為現實。因為他們會以美國優先，無論是從他們的國內政策還是貿易政策來說，都可能使得其他所有經濟體受到影響。我們也在密切關注新一任政府的外交政策，特別是對華政策、俄烏衝突政策、中東政策，以及這些政策對於新興經濟體和發展中國家有什麼樣的影響。發展中國家和新興經濟體可能要面對強美元的壓力，而且減速的速度可能比美國慢。除了未來可能面臨的關稅風險之外，還存在上述的額外風險。這將使得最脆弱、最容易受影響的經濟體面臨更大的風險。

金融市場波動風險升溫

金融市場將保持波動，且波動可能會上升，因此或出現一些艱難時刻。我們不僅要關注挑戰，也要看到機會。對於決策部門，有兩個建議：首先，一定要未雨綢繆，及時對變化做出調整，在各國層面靈活應變。而且要進一步增進區域性的合作以及多邊合作，甚至區域外的多邊合作。特別是對於私營部門和金融部門而言，雖然金融部門擅長管理風險，但是我們必須要更多的備選計劃、應急計劃，一旦某些風險發生，我們要有應對之策。

與此同時，我們也要尋找更新的机会，讓金融市場、金融機構幫助實現這些機會，令到金融部門成為解決方案的一部分，以應對上述各種因素疊加的挑戰，這也是金融部門能夠做出的重要貢獻。

(本文由國際金融論壇 (IFF) 副主席、渣打銀行集團董事長韋浩思就「全球經濟展望與可持續發展」為國際金融論壇 (IFF) 第21屆全球年會「構建全球碳定價框架」午餐會演講稿而成，並授權本專欄發布。)(www.iff.org.cn)

經濟觀察家

中央經濟工作會議指出，需求不足是中國經濟運行面臨的主要困難和挑戰，2025年經濟工作的首要重點任務是「大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大國內需求」。如何理解政策落實的方向、力度、傳導機制，是判斷未來經濟走勢的關鍵。本文從以人民為中心的發展思想，來看應對需求不足的政策導向與機制。

財政擴張是穩增長關鍵



中金點睛 需求不足有多方面的原因，有房地產調整、金融周期下行等周期性影響，也有收入分配和稅制體制等結構性因素的拖累。從外部來看，地緣經濟競爭加劇中國經濟總需求不足的問題。在此背景下，把提振消費作為今年經濟工作的第一項重點任務，意味逆周期調節的機制需要發生變化。

過去一段時間，關於「產能過剩」的討論集中在中國經濟的供給過多上，這一認識存在一定的誤區。雖然供給側在機制上存在一定的扭曲，但現階段中國經濟的主要矛盾是需求不足，體現在就業、物價、企業盈利承壓。

從結構性因素來看，消費不足背後的最突出問題是家庭部門在收入分配中處於不利地位。首先，家庭部門收入佔國民收入的比重低。國民收入分配結構中包括居民、企業和政府三大部門。2021年，中國初次分配收入中家庭部門的佔比為61%，美國為78%，英國為75%。相對較低的家庭部門收入佔比，導致消費需求佔GDP的比重低。其次，從家庭部門內部來看，低收入人群享有的社會保障不足，社會保障體系在覆蓋面、待遇水平與均等化程度上還有待完善。社會保障不足既降低居民的可支配收入，也增強其預防性儲蓄動機，從而不利於消費需求。

收入分配需要調整

從結構性因素來看，消費不足背後的最突出問題是家庭部門在收入分配中處於不利地位。首先，家庭部門收入佔國民收入的比重低。國民收入分配結構中包括居民、企業和政府三大部門。2021年，中國初次分配收入中家庭部門的佔比為61%，美國為78%，英國為75%。相對較低的家庭部門收入佔比，導致消費需求佔GDP的比重低。其次，從家庭部門內部來看，低收入人群享有的社會保障不足，社會保障體系在覆蓋面、待遇水平與均等化程度上還有待完善。社會保障不足既降低居民的可支配收入，也增強其預防性儲蓄動機，從而不利於消費需求。

此外，個人破產制度的缺失也加劇了家庭部門在收入分配中的弱勢地位。二十屆三中全會提出，要「探索建立個人破產制度」。類似於企業破產制度，個人破產制度能夠在個體遭遇不利經濟衝擊時提供恢復機會，有助制經濟運行的順周期性，避免對消費產生過大的衝擊。

針對以上問題，宏觀政策舉措的一個重要抓手是通過財政擴張完善社會保障體系，特別是關注對重點群體的轉移支付，促進教育與醫療等公共服務均等化。財政支出可考慮提高對鄉村老人、育兒家庭、城鎮失業者住房和困難者的社會保障支出和相關福利支出。不同於暫時性的收入提振，完善社會保障體系可以提高居民的永久性收入，既增加居民的購買力，也提升其消費傾向。在收入端，降低社保繳費、降低增值稅等流轉稅有利於提升中低收入群體的可支配收入。

二十大報告中指出，「中國式現代化是全體人民共同富裕的現代化」。財政增加轉移支付、加大教育和醫療等公共服務和保障支出的力度不僅有助於應對當前的需求不足、穩定增長、促進宏觀經濟平衡，也是促



進共同富裕、落實以人民為中心的發展思想的有效抓手。

財政對縮小收入差距的作用存在較大的提升空間，一個體現是財政稅收和支出沒有起到明顯降低基尼系數的作用。稅收再分配度低的主要原因並非稅收規模小，而是與再分配相關的直接稅（如所得稅和財產稅）佔比低，與消費相關的增值稅等流轉稅佔比高，導致整體稅收的累進性弱。同時，財政支出結構中，投資建設支出的比例較高，基建投資佔比較大，而民生保障支出的比例較低。

財政政策在幫助低收入群體、促進社會公平，尤其是公共服務均等化方面可以發揮關鍵作用。面向家庭部門的財政擴張不僅有利於穩增長，也有助於推進共同富裕。一般而言，在經濟體供給不足的情況下，穩增長和共同富裕這兩個目標在短期可能存在衝突之處，因為做大蛋糕面臨約束，提升供給能力（人力、資本、技術進步等）需要時間。但現階段的主要問題是需求不足，這種情況下，財政擴張提振消費需求能夠將穩增長與共同富裕有效結合起來，體現了以人民為中心的發展思想。

匯率貶值不利消費

2024年美國大選期間，特朗普曾提到將對所有進口商品徵收10%至20%關稅，對中國商品徵收60%或更高的額外關稅。關稅對中國是需求衝擊，對美國則是供給衝擊。當前，美國處在金融周期上行階段，中國處在金融周期下行階段。在增加關稅後，美國的供給不足將加劇，可能面臨通脹上行的風險。對於中國，關稅會促進供給轉向國內，需求不足的問題會更加突出。

經典的宏觀經濟模型告訴我們，兩個開放經濟體之間，國內需求相對於供給的強弱，將會通過貿易差額和匯率變化表現出來。內需強的國家通常有貿易逆差和實際匯率升值，而內需弱的國家則有貿易順差和實際匯率貶值。

有觀點認為，中國可通過匯率貶值應對關稅帶來的影響。這裏可能有兩種渠道來實現：一是通過內部物價下降或與貿易夥伴相比保持較低通脹水平來實現，但這種方式的前提是經濟增速放緩、失業增加。二是通過名義匯率貶值，以抵銷美國關稅對中國出口競爭力的影響，但匯率不僅通過貿易，也通過金融渠道影響經濟，匯率貶值可能降低金融市場的風險偏好，導致風險資產價格下跌，加劇國內需求的下行壓力。

匯率對經濟的影響還有結構的視角，通過貶值應對關稅，其傳導機制

是對企業部門有利，而對家庭部門不利。通過匯率貶值吸收關稅影響，以人民幣計價的中國企業出廠銷售價格可以維持不變，也就是說企業部門受到較少或幾乎不受影響。但對家庭部門而言，匯率貶值令中國貿易條件惡化，國內消費者需要以更高的價格進口商品，這降低了家庭部門的實際收入，不利於消費需求。

總結而言，通過匯率貶值應對關稅，在分配上意味着以家庭部門受損來幫助企業部門，在宏觀上意味着有利於投資、不利於消費，這些會加大中長期的結構矛盾。因此，應對潛在的關稅衝擊，貶值不是最佳的應對舉措，而是需要通過擴張性的財政政策來應對。面向家庭部門的財政擴張能提升居民，尤其是中低收入群體的收入，提振國內消費需求，是應對地緣經濟競爭的有效手段。

雖然支持金融部門的財政擴張促進總需求效果有限，但增加了政府的債務，在這種情況下，如果大幅增加支持家庭部門的財政赤字，政府的總體債務會不會太高了？是否導致政府債務可持續性問題，如何思考財政擴張的空間有多大？

從宏觀視角來看，當國債利率低於GDP增速時，發行國債的成本低於發債帶來的經濟收益，任何規模的債務都是可持續的。經濟增長意味着GDP的增加，進而帶動政府稅收及其他收入的提高，為償還債務提供更多資金。目前，中國10年期國債的市場利率低於2%，而2024年GDP的名義增長是4.23%，政府債務擴張的空間較大。

從貨幣金融視角看，利率是否低於經濟增速，央行的貨幣政策有重要影響。央行寬鬆的貨幣政策可以降低利率，這是為什麼由於中央政府擁有貨幣發行權，理論上中央政府的本幣債務不存在無法償還的問題。但如果低利率導致總需求強勁擴張，央行為控制通脹則需要提升利率。因此，制約政府債務的關鍵並不是政府信用違約，而是通脹。

基於歷史累積的結構性問題，現階段支持家庭部門，不僅促進消費，穩定當下的經濟增長，也促進創新。一個典型的例子是旨在提高生育率的財政補貼，但並不局限於直接的鼓勵生育的措施，家庭部門的財務狀況改善有利於增加生育意願與提升生育能力，也有利於增加在教育等人力資本的投入。

總之，面向家庭部門的財政擴張可以更加有效地把穩增長與調結構結合起來，扎實推進中央提出的以人民為中心的發展思想。(作者為中金公司首席經濟學家)

銀主盤平價吸客 成交15年新高



樓市智庫 陳永傑

近年銀主盤湧現，部分銀主為求去庫存以平價吸客，吸引大量用家和投資者執平貨。數據顯示，去年銀主盤成交量急升逾五成，創下15年新高，升幅更跑贏大市，是2024年樓市最活躍板塊之一。

銀主盤湧現多為經濟不景的時候，不少業主因為資金周轉問題而無法供樓。眼下急增成因之一源於早幾年樓價升幅強勁，不少業主趁手上物業升值作「加按」套現，惟現時樓價由高位回落逾25%，加上息口上升，最終淪為銀主盤。

個別較一手價低五成

受惠去年政府宣布全面撤辣、減息及放寬按揭等利好因素，樓市氣氛好轉，不少銀行或財務機構為求套現積極「去庫存」，銀主盤多以低價吸客，當中更不乏近年才入伙的新樓，個別單位售價較一手價低近五成，自然成用家及

投資者尋寶地，銀主盤「抵買」效應下去貨速度加快。

據中原地产統計，去年第四季銀主盤交投暢旺，成交約168宗，較第三季度約93宗上升八成。總結2024年，全港銀主盤成交量約495宗，較2023年約326宗急升逾五成，是2009年約831宗後的15年新高。去年整體物業註冊宗數67979宗，按年升幅不足兩成，可見銀主盤表現跑贏大市。

但與此同時，以2024年全年計，銀主盤也新增545間，比2023年397間增加37%，創15年新高。換言之，去年銀主盤售出及新增個案，比例是1比1.1，即是每賣10間，就多11間。

翻查紀錄，自2008年有紀錄以來，有6年銀主盤的成交量是高於新增，即求過於供，包括2009、2010、2011、2014及2019年。最近一次是2019年，當年銀主盤成交156間，同年僅新增149間，反映銀主盤也有渴市的時候。筆者相信，若本港經濟復甦緩慢，或美國高息環境較預期長，料銀主盤將在高位徘徊，由於銀行去貨意欲積極，不失為吸納尚盤好時機。

(作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁)



▲樓市氣氛好轉，不少銀行或財務機構為求套現積極「去庫存」，銀主盤多以低價吸客。