



在中國的宏觀債務結構中，中央政府的槓桿率水平只有22%，遠低於其他國家。

經濟觀察家

由於過去中國經濟一直採取趕超模式，形成不少「欠賬」，這就使得近年來債務增長較快，債務成本成為經濟運行的主要成本。也因此，降低債務成本就成為降低經濟運行成本的主要手段。

中國目前的宏觀債務結構中，非金融企業部門的槓桿率超過170%，與全球各國相比，都是異常偏高，如高出美國非金融企業部門槓桿率一百多個百分點。這可能與地方政府關聯度較高的企業舉債較多有關。

中國經濟如何實現降本增效？

儘管中央政府早就明確平台類公司要與地方政府脫鉤，但平台類公司的舉債成本通常較高，且打破剛兌並不容易，若處理不慎，容易造成區域性金融風險。因此，需要及時處置平台類公司的債務問題，降低其債務成本，縮減非金融企業部門的槓桿率。

中國與其他經濟體的另一個區別在於，地方政府（含地方政府平台類公司）的槓桿率過高，中央政府的槓桿率水平偏低。為何西方國家的中央政府槓桿率水平那麼高呢？因為中央政府的信用度高，舉債成本低。

從配圖中可以發現，大部分西方國家政府債務的構成中，中央政府的債務要佔政府總債務的80%以上，中國中央政府的槓桿率水平只有22%。

擴大中央政府發債規模

中國與西方國家的體制不一，地方債的發行都需要中央政府批准，故舉債成本並不高。但問題在於，由於地方政府承擔過多的事權，同時財權與事權不對稱，使得地方政府不得不通過平台類公司來舉債籌資。這就可以解釋為何中國非金融企業部門的槓桿率水平異常高的原因。

去年末全國人大通過2025-2027年3年把專項債的限額從29.52萬億元（人民幣，下同），提高到35.52萬億元。即每年增加2萬億元用來置換隱性債務，這一舉措非常及時、有效，有利於緩解地方政府的債務壓力。但若根本上化解地方政府的債務隱患，還需要繼續置換的規模，在制度設計上杜絕隱性債務的形成機制。

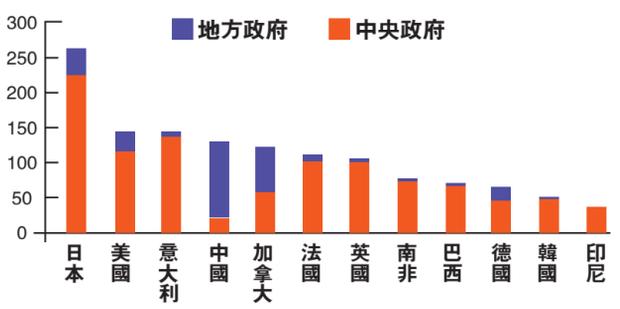
首先，專項債的定義是指政府為籌集資金用於特定項目或特定領域而發行的一種債券。這種債券的收益和還款都是由特定項目或特定領域的收入來保證的。專項債的發行和使用都是有嚴格限制的，不能隨意改變用途。因此，專項債的發行規模受制於地方政府的還款能力。

當地方政府的長期債務增速超過財政收入的長期增速時，債務風險就會加大。但在人口老齡化加速背景下，經濟運行成本的上升可能具有剛性。故需要中央政府擴大債券發行的規模，因為當下只有中央政府的舉債空間還非常大。

從中國廣義財政的支出力度看，2020年達到最高峰，廣義赤字規模為15.6萬億元，廣義財政赤字率達到15.4%；2024年廣義財政赤字為11.2萬億元，廣義財政赤字率下降至8.3%。2024年「表內財政」的支出規模創出歷史新高，但「表外財政」如政策性金融債的規模有所縮減，PSL（抵押補充貸款）淨增量、鐵道債淨融資、城投債淨融資等都出現了負增長。

這些年來儘管歸屬財政部體系內的支出顯著增加，但在化債的要求下，廣義財政的總支出是下降的，廣義財政的赤字率也大幅下降。由於房地產周期下行階段通常會帶來經濟收縮的乘數效應，因此，今後擴大財政

2022年各國政府槓桿率估算



支出的力度尤為必要。

筆者建議超長期特別國債的發行規模繼續擴大。新增的6萬億元只是用來置換地方政府的隱性債務，但置換只是降低利息成本，債務仍需要地方背，且地方政府實際付息成本仍然較高。而擴大中央政府的發債規模，不僅可以大幅降低地方政府的債務壓力，而且可以優化債務結構，降低政府舉債成本，緩解目前存在的資產荒問題。

假設到2035年中國國債餘額淨增加50萬億元，那麼，2035年中國中央政府的槓桿率水平也不過在50%左右（假設未來10年的GDP年均增速為4.5%），仍遠低於目前美國聯邦政府的120%和日本中央政府的240%左右的槓桿率水平。

擴大超長期國債規模，其用途在於：1）繼續支持兩重兩新；2）彌補社養老和醫療的缺口；3）發放對特定人群的困難、失業等救濟金；4）替代部分地方政府專項債的功能。因為目前地方政府專項債的涉及範圍過大，如購置土地、房屋收儲等，這些已經超出了專項債的盈利要求範圍，導致地方政府的槓桿率愈來愈高。

加大中央政府的槓桿率水平，其內在的邏輯無非就兩個方面，一是地方政府、居民部門和民營企業部門的加槓桿的能力或意願都存在不足；二是中央政府更具備改善和優化經濟結構的能力，中央政府加槓桿可以與擴大中央政府的支出比例相協調。

提高消費支出比重

2024年末的中央經濟工作會議提出要「發揮經濟體制改革牽引作用」。為此，應該大力度推進財稅改革，明晰中央政府與地方政府之間的事權和財權，二十屆三中全會對財稅改革提出了總體要求，在方向上明確了減少地方事權、適度增加地方政府財權。我們期待財稅改革的具體細則出台。

對中央和地方事權重新劃分非常重要，不僅有關地方債務風險的管控，而且有助於改善經濟結構。由於地方政府的財政支出要佔財政支出總額的86%左右，從長期看，不利於中央在調結構方面發揮作用。

另一方面，地方為了完成新舊動能轉換、產業轉型升級、提升自主創新能力等考核目標，紛紛大力投資新產業、電動汽車、芯片、機器人、AI等新興產業，或者為完成GDP增長目標而過多依賴於投資。那麼，重複建

設、內卷式競爭、產能過剩等問題就難以避免。

因此，筆者建議將地方在有關公共服務方面的事權劃歸中央，如社會保障服務等。西方國家中央政府的財政支出通常佔財政總支出的比重在50%以上，值得我們借鑒。

中央經濟工作會議對2025年經濟工作的要求是「大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大內需」。因此，重點在於將資源配置到消費領域。大力提振消費的前提是要讓居民收入的增速快於GDP的增速，這也是二十屆三中全會提出的目標。換言之，在超長期特別國債的用途中，應該提高用於增加居民收入、增加居民部門福利等民生領域的投入比例。

中央經濟工作會議尤其強調要「提高投資效益」，實際上就是要提高投資的乘數。查閱相關文獻，發現財政支出乘數在0.58至0.67，即1元的財政支出，拉動當年GDP增加0.58至0.67元。而政府基建投資的財政乘數，短期累計效應明顯小於1。即政府用於基建的投資增加1元，短期對GDP的拉動明顯小於1。

當前階段投資的乘數效應之所以不高，這與中國長期以來依賴投資拉動的增長模式有關，投資不是最終需求，投資形成資產，投資實質上是擴大供給而非擴大最終需求。當前，部分行業的產能過剩已經成為共識，但運能過剩問題尚未引起足夠重視，故一定要嚴格管控好交通運輸項目的投資。

那麼，消費的乘數是多少呢？並沒有非常確切的結論。比較容易計算的是，2024年「以舊換新」的乘數在1.9至2.1。即增加1元錢用於「以舊換新」，可拉動GDP在1.9元至2.1元，平均為2元。可見在同樣的投資規模下，投資服務業，比投資製造業創造更多的就業機會。美國服務業的就業人口佔總就業人口的80%以上，中國才50%左右，因此，大力發展服務經濟，可以起到穩就業和穩物價的雙重作用。

當然，由於消費是慢變量，需要不斷優化消費結構，擴大服務消費比重。同時，還可以擴大公共消費規模，通過公共消費來帶動私人消費。

總之，中國經濟已經進入到精耕細作的時代，如何在穩增長、不發生系統性風險的前提下降低經濟運行成本，增加必要的投入，提高財政支出在投資和消費領域的乘數效應顯得尤為關鍵。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

擁抱新模式 創新技術轉危為機

上一篇文章分享了一些企業家朋友對2025年的看法，雖然前路不易，但他們仍然保持積極樂觀（見1月25日A13版）。積極樂觀的心態固然十分重要，同時也要有洞察趨勢的智慧和眼光，擁抱新模式的膽量，對技術創新的包容，以及共創共享的領悟，才能破局2025年，轉危為機。

首先，我們要知道，雖然2024年不少企業面對嚴寒，但每一次經濟寒冬，其實都是一次優勝劣汰的篩選，更是隱喻新機遇的起點。歷史反覆告訴大家，愈是寒冬就能隱喻出愈大機遇。2024年國慶前夕，國家推出一連串刺激經濟措施，今年也將落實更加積極的財政政策，適度寬鬆的貨幣政策，大力推動科技創新和平台經濟發展，穩樓市、穩股市、穩預期，這些政策讓中國經濟的寒冬實現逆周期調整，為企業家注入滿滿的信心。

因此，今年的宏觀大環境是溫暖人心的，是冬去春來萬物生長的好時機。要掌握這個春天的機遇，企業家需要的是洞察趨勢、順勢而為。例如從國家的大戰略中，可以看到數字化轉型、人工智能、綠色經濟、平台經濟、全球化重塑等這些領域，正在成為未來發展的主旋律，企業家應該利用好自身的優勢，積極去參與到這些未來主旋律當中，擁抱趨勢，擁抱春天。

其次，要有擁抱新模式的膽量，企業的成功從來不是一勞永逸，尤其是今時今日變革加速的時代，如果我們還抱著過去的思維不放手，以為用昨日的經驗足以應對今日的挑戰，無異於在嚴冬中裹足不前，等待被凍僵凍死。企業家要有擁抱新模式的膽量，敢於加速轉型，甚至轉守為攻。國務院總理李強明確指出，平台經濟是擴內需、穩就業、惠民生的重要抓手。平台不僅是資源整合的高效工具，更是傳統企業轉型升級的突破口，因此企業應積極地加入到平

台，將平台在創新、資源及共享的優勢轉化為進攻的武器，在政策的窗口期、市場的變化中找到突破口，快速找到增長的第二曲線，實現從寒冬到春天的跨越。

科技賦能 突破重圍

可能有企業家朋友會問，加入平台大家都懂，自己也有擁抱新模式的膽量，但能夠帶領企業突破的武器卻毫無頭緒，這個答案正是筆者想分享的第三點：科技賦能。每一次經濟周期的拐點都伴隨著技術革新的浪潮，在現今新時代下，人工智能、大數據、區塊鏈、新能源等技術正在重塑全球經濟生態，這些科技正是寒冬中的陽光，也是企業破局的核心武器。而平台的角色就是一間鑄劍所，借助平台龐大的商業數據資源網絡，用好平台提供精準對接和高效協同的科技解決方案，讓企業的科技之劍更銳不可當。

正如美國著名大數據公司Palantir的行政總裁Alex Karp所說，只要用對方法，企業可以在數天內徹底的變革。因此，無論是創新企業加速成長，還是傳統企業轉型升級，掌握科技賦能，就如同手持神兵利器，無往而不利。

有宏觀政策的天時，有平台和科技賦能的地利，破局2025的最後一點就是人和，也即是對重塑生態，達成共創共享和共贏的領悟。我們明白到，未來的商業生態已經不再是單打獨鬥的時代，而是生態共生的時代，特別是在寒冬中，單一企業的力量是有限的，一定要通過資源整合，抱團發展，才能突破原有的增長瓶頸，找到更加廣闊的發展空間。

其實企業家對大環境的適應能力和應對能力擁有與生俱來的優勢。破局的關鍵不僅在於如何應對眼前挑戰，更在於如何布局未來。正如筆者常說的一句話，從成功走向更加成功的企業家，往往把一半的時間活在未來。執筆之時正值春節，在這個一年伊始的好時候，讓我們堅定信心、抓住趨勢、勇於轉型、擁抱科技，在商業新生態中，用破局的智慧和行動力去迎接2025的春天。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



如今，人工智能、大數據、區塊鏈、新能源等技術正在重塑全球經濟生態。

蛇年股樓運程審慎樂觀

樓語縱橫 楊永健

靈蛇獻瑞 百業興，踏入蛇年氣氛明顯變得不一樣。剛過去的農曆新年長假期，人流明顯較往年暢旺，無論是年初一的花車巡遊、年初二的煙花匯演、年初三的賀歲賽馬、年初四的賀歲盃，均叫好叫座。

初三的賀歲賽馬，今年吸引近8.6萬人入場，當中內地及海外旅客的入場人數創新高，多達9654人，全日投注額近19.45億元，較去年再多一成。今年的農曆新年明顯吸引更多遊客外出體驗、促進旅遊經濟消費，為整體香港經濟提供新機遇，連帶踏入蛇年的新盤市場亦變得不一樣。

上月的新盤銷售已變得不一樣，成為近4年同期新盤銷售新高。蛇年的新盤市場開局更見理想，過去5日的新年假期，打破近年春節新盤例淡的宿命，共售出約58宗一手成交，為12年來同期最多，較去年4天假期錄9宗，大逾逾5.4倍。新春期間有多達16個樓盤開單，一手市場明顯較以往旺價旺市。

踏入蛇年，相信不少人都對今年的運程非常關心，在整體運程、財運、事業運、股樓運又會如何。大家都希望

股樓市場可以同步暢旺，但翻查過去的蛇年，股樓運並不好景。以股市為例，十二生肖中表現最差就是蛇年，錄得13.9%的平均跌幅，統計顯示過去4次蛇年，恆生指數全數下跌。上一個蛇年即2013年，恆指回落5.1%；2001年的蛇年更是「911事件」發生的一年，美股急瀉下港股全年跌幅達32%，是跌幅最大的蛇年。

龍年樓市已「築底」

今年股市又如何？雖然在貿易戰開打的陰影下，蛇年首個交易日紅盤低開，但隨着經濟復甦，在基數效應下，蛇年預期盈利預測測升至市盈率（PE）約11至12倍，今年股市仍然審慎樂觀。

相對於過去股市的運程，蛇年的樓市有升有跌。1989年的蛇年樓價從低位反彈，全年樓價錄得顯著升幅；2001年樓價從高位急速回落，當其時樓價一度連跌6年；2013年的蛇年樓價正處於連升10年的上升軌。展望今年的蛇年，情況明顯變得不一樣，去年龍年樓市已成功「築底」，只要今年息口持續向下，成交持續回升，樓價有望迎來連跌4年後的止跌回升。

（作者為世紀21 Q動力總經理）



隨着樓市在龍年成功連跌4年的趨勢，蛇年樓價有望終止連跌4年的趨勢。