



▲近年來，雖然財政收入佔GDP的比例在下降，但是科技研發經費佔GDP的比例在逐步上升。

經濟觀察家

與去年中央經濟工作會議召開時相比，今年兩會召開的宏觀社會背景更偏積極。一是從短期的經濟表現來看，1月社融信貸數據超出預期，核心CPI同比連續四個月改善。二是從社會背景來看，春節前後DeepSeek吸引了全球目光，也成為投資者情緒變化的一個重要拐點，近期港股顯著反彈、A股企穩回升。

兩會展望：財策加碼基調料不變

中金點睛
周彭 鄭宇馳

年初以來，31個省、市、自治區已經召開兩會。據統計，15個省下調了經濟增長目標，而31個省加權平均GDP目標為5.3%，這一數字要比2024年目標（5.4%）下調0.1個百分點。分項來看，各地對固定資產投資的展望比較審慎。從政府目標來看，13個省公布了今年和去年的固定資產投資增速目標，其中6個省下調了增速目標，加權平均來看，這13個省的固定資產投資增速目標為5.9%，相比2024年目標（6.4%）下調了0.5個百分點。同時，各地對消費增速的目標也比較謹慎。

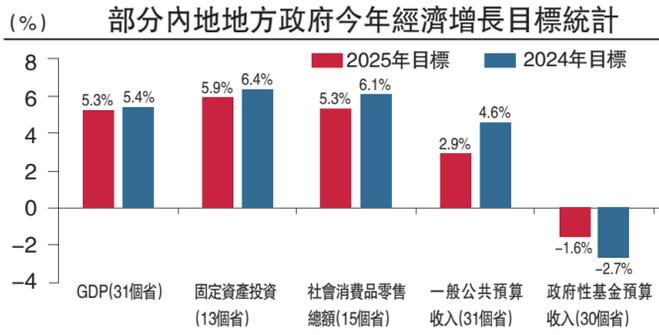
這也顯示出，地方兩會對全年經濟形勢判斷仍然偏謹慎，短期資本市場的表現可能並不會改變兩會對全年經濟仍有下行壓力的判斷。不過，財政加碼的總基調大概率不會改變，關鍵是落實擴內需任務的思路和財政的方向。

今年各地在《政府工作報告》中都普遍提到要爭取中央財政或者項目上的支持，可見中央政府的政策已經成為各地穩增長、擴內需的一個重要抓手。2025年1月10日，財政部副部長廖岷指出，「2025年財政政策方向是清晰明確的，充分考慮了加大逆周期調節的需要，是非常積極的。」財政加碼可能會去向哪裏？綜合去年12月25日發布的《關於優化完善地方政府專項債券管理機制的意見》（以下簡稱《意見》）、財政部新聞發布會以及地方兩會，我們可以梳理出一些新增信息：

各地加大科創投入

新質生產力的建設可能是重點發力方向，尤其是相關的基礎設施投資。從地方兩會的通稿來看，各地對於新質生產力的建設非常重視，把重點企業、重點項目作為穩增長、促發展的重要手段，浙江明確提出「牢固樹立項目為王，企業為要的理念」，也反映出地方政府的工作方式。從《意見》來看，2025年專項債可投資範圍明確拓寬，尤其是明確了將新興產業設備、算力設備及輔助設備基礎設施、傳統設施安全性和智能化改造、省級產業園區基礎設施納入專項債可以作為資本金的支持範圍，並將專項債可以用作資本金的比例從25%提高到30%。

科技創新綜合投入增速會得到保障。近年來，雖然財政收入佔GDP的比例在下降，但是研發經費佔GDP的比例在逐步上升。我們將31個省級行政單位的政府工作報告進行了梳理，每一份報告都把科技創新作為重要的工作任務，一個重要的體現是，各省都把科技投入作為一個重要的發力方向。各省對此的表述不盡相同，比如上海提出「全社會研發經費支出相當於全市生產總值的比例達到4.5%左



右」、杭州市長在接受採訪時明確指出「財力再緊張也不能壓減科技投入」。對於科技創新的支持不僅體現在東部地區，陝西提出「全省研發經費投入強度進一步提升，技術合同成交額5000億元人民幣以上」、內蒙古提出「加大財政科技投入，執行好20%的剛性增長機制」。

土儲專項債可能成為邊際變化較大的方向，房地產的結構亮點值得期待。匯總各個地方政府對土地市場的判斷，我們發現地方政府對於2025年總體的土地市場判斷仍然比較審慎：30個省公布了今年和去年的政府性基金預算收入增速目標，其中15個省下調了增速目標，加權平均來看，這30個省的政府性基金預算收入增速目標為-1.6%，較2024年目標（-2.7%）回升1.1個百分點，但仍然處於負區間。參考2024年的情況來看，政府性基金預算收入增速完成目標的挑戰不小。因此，地方政府通過土儲專項債盘活資產的需求持續存在。

我們認為尤其要注意房地產的差異性，結構性的亮點值得期待。雖然現在對土儲專項債、商品房收儲全國大範圍鋪開的預期可能為時尚早，但由於房地產的特異性很強，不排除2025年房地產政策可能出現一些結構性的亮點。

中央經濟工作會議提出「持續用力推動房地產市場止跌回穩，加力實施城中村和危舊房改造」，央行在2月13日發布的《2024年四季度貨幣政策執行報告》中也明確提出，要「加大存量商品房和存量土地盤活力度」，前一個季度的表述則是「積極支持收購存量商品房用作保障性住房，支持盤活存量閒置土地」。對於人均收入水平較高、人口較為密集的一線城市，以及部分二線城市來說，這些地區推進城市更新、城中村改造的力度可能會有所加大。

供需齊發力 提振內需

擴大消費的舉措或來自供需兩端，專項債對服務消費供給的支持或有所提高。除了已經發布的以舊換新的政策以外，有10餘個省份在政府工作報告中明確提出了在社保方面適度發力，主要的舉措包括「適當提高退休人員基本養老金」、「提高城鄉居民基礎養老金」、「提高城鄉居民醫

保財政補助標準」，有7個省份明確提到了出台、完善或落實「生育補貼」政策。供給端來看，對消費的支持還來自於擴大服務消費供給，《意見》明確將衛生健康、養老託育的項目納入了專項債可用作資本金的範圍。此外，各省還針對當地特點及消費發展的新趨勢等，在消費場景、消費業態方面提出了不同的支持舉措。

近期貨幣政策表述有邊際變化，關注是否會反映到《政府工作報告》的表述當中。去年底的中央經濟工作會議提出「適時降準降息」、2024年12月27日召開的貨幣政策委員會例會提出「擇機降準降息」，到了2025年2月13日發布的《貨幣政策執行報告》中的表述已經修改為「擇機調整優化政策力度和節奏」。我們認為這在一定程度上代表了貨幣政策節奏的調整，但並不是全年基調的重變。

向前看，貨幣政策的多重目標排序取決於經濟走勢。隨着中國過去六年多的持續降準降息，7天逆回購利率、法定存款準備金率的絕對水平已經有了大幅下降，這也意味着央行可能也會愈加珍惜傳統貨幣政策空間。與此同時，央行的貨幣政策目標又是相對多元的，包括增長、通脹、國際收支、金融系統等多方面的考量。貨幣政策節奏的變化主要取決於這些目標的排序。總結來說，在增長壓力不大的時候，央行會選擇穩匯率、推遲降息，但增長下行壓力較大的時候，央行在穩匯率的同時還是會選擇降息。

當前宏觀政策面臨的一個挑戰是風險溢價的問題：雖然無風險利率下降，但是風險溢價沒有下行，實體經濟的融資成本仍然不低、企業流動性相對緊張。這些矛盾的一個集中體現就是拖欠民營企業賬款問題。

根據去年的經驗，除了觀察兩會的政策表示以外，也要關注後續政策的執行情況。回顧2024年的經濟走勢，GDP增速一季和四季度較高、波動較大，這可能與財政政策的實際執行力度有關。去年一季和四季度財政存款增速都出現了明顯的下行，顯示財政投放較為積極。這對於今年的展望依然有意義，在經濟內生動能總體仍然較弱的背景下，財政的實際執行力度可能成為決定經濟短期波動的關鍵因素。

（作者為中金公司分析師）

特朗普如何徵收「對等關稅」？

天風視野
宋雪濤

特朗普
本月13日簽署《互惠貿易和關稅備忘錄》，宣布了一項針對全球的新關稅計劃——「Fair and Reciprocal Plan」(公平互惠計劃)，按照這項計劃內容，美國將根據其貿易夥伴針對美國的關稅和貿易壁壘水平來推出對等的關稅手段。

所謂「公平互惠」，不僅有「對等關稅」，還包括增值稅、產業補貼、數字服務稅、匯率政策等方面的差異，以及其他不公平貿易行為。「公平互惠計劃」標誌着美國貿易政策的根本性轉變，這也是自1947年現行多邊貿易體系建立以來最重大的貿易政策變革之一。

在加徵時間上，雖然商務部部長盧特尼克稱具體措施預計最早於4月2日準備就緒，但並未設定具體的時間表。備忘錄僅要求商務部長和美國貿易代表在各機構提交截止日期為4月1日的美國優先貿易政策報告後，評估貿易夥伴的非互惠貿易措施對美國造成的損害，並提出補救措施。同時，在特朗普被國會授權的加徵關稅權力中，除《國際經濟緊急權力法》(IEEPA)外，其他法案下關稅的實施均需要遵循一定的程序，這些程序需要耗費一定時間。

考慮到特朗普在加墨關稅問題上表現出的談判靈活性，「對等關稅」政策並不會立即生效，為各國提供了一個時間窗口，以便與美國展開新一輪貿易談判，最終結果仍將取決於各國與美國的談判成果。

回到「公平互惠計劃」具體如何徵收這個問題上，可以將其拆解為兩步，第一步是對其貿易夥伴徵收「對等關稅」，第二步是拉平貿易夥伴的非關稅貿易壁壘。

印度日本壓力大於中國

拉平實際有效關稅水平方面，如果對齊關稅水平，排名前十的貿易夥伴中，加拿大、墨西哥、韓國、中國和越南面臨加徵關稅的壓力較小。加拿大、墨西哥、韓國和美國簽署了自由貿易協定，面臨被加徵額外關稅的風險相對較低，比如在美加墨自由貿易協定框架下，三國之間互徵的加權平均關稅幾乎為零。

中國和越南的情況是進口稅率低於出口稅率，若要實現對等關稅，美國需要降低關稅。比如，2023年中國出口美國的稅率還低於美國出口中國的稅率約1個百分點，但加上2024年5月拜登加徵180億美元中國商品關稅，以及

2025年2月4日特朗普加徵全部中國商品10%關稅之後，中國出口美國的稅率已經高於美國出口中國的稅率。

印度和日本的關稅加徵幅度較大，分別為7.17%、2.46%，未來將承受較大的與美國談判的壓力。其中，兩國的動植物產品和食品將面臨較大的加徵壓力。目前，印度正在考慮降低12個關鍵領域的產品關稅，包括電子、醫療、手術設備和化學品等，以刺激美國對印度的出口。據估算，這些領域目前面臨的關稅加徵幅度約為6%到10%。而日本方面，除了外相岩屋毅表示希望將日本排除在擬實施的「對等關稅」措施之外，尚未採取其他行動。

拉平非關稅貿易壁壘方面，重點在於增值稅退稅和產業補貼。歐盟國家的增值稅率普遍在20%左右，特朗普認為「歐盟國家出口給美國的商品有增值稅退稅，但進口自美國的商品要在流通環節中徵收增值稅，所以產生了不公平的競爭優勢」。因此，站在特朗普的視角下看，一個國家的增值稅越高，對美國進口商品越不利。高增值稅率的歐盟國家，比如愛爾蘭、意大利、比利時、荷蘭、英國、法國、德國，可能面臨較高的關稅威脅。

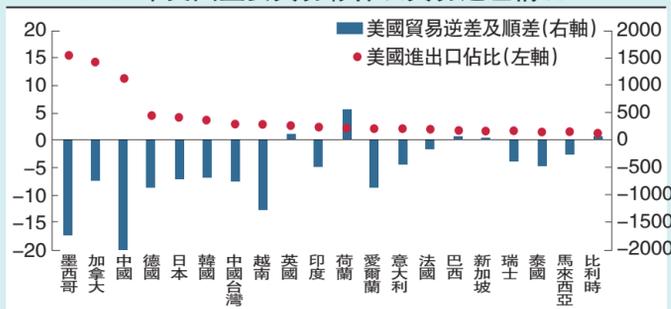
近年來，美歐等國家雖然對其他國家為私營和國有企業提供補貼表示不滿，但也紛紛效仿，推出了一系列以關鍵技術和氣候變化為重點的產業政策來支持本土企業發展。比如經合組織(OECD)在2025年2月發布的《How Governments Back the Largest Manufacturing Firms》中提到，高科技行業（如半導體）和重工業（如鋁冶煉、水泥和化肥）是各國政府產業補貼的主要受益者。

在考慮產業補貼的情況下，太陽能光伏電池及組件、鋁、半導體、造船、鋼鐵、水泥及其他建築材料、電信網絡設備、化肥、軌道車輛及信號系統、風力渦輪機、航空航天與國防、汽車、化學和玻璃、陶瓷及耐火材料這些行業可能被徵收較高的關稅。

綜上所述，特朗普以美國消費市場作為籌碼，頻繁發出關稅威脅，並通過與貿易夥伴的談判達成自己的真實目的。這也意味着，關稅的落地將充滿不確定性。在特朗普推行的「公平互惠計劃」政策下，印度和日本可能面臨較大的加徵關稅壓力，其中農產品和食品行業首當其衝。若考慮增值稅因素，愛爾蘭、德國、英國、比利時和荷蘭等高增值稅國家也將面臨較高風險。

（作者為天風證券首席宏觀分析師）

2024年美國主要貿易夥伴及貿易逆差情況 (億美元)



資料來源：ITC 天風證券研究所

人才流入 租盤供不應求

樓市新態
汪敦敬

有關2月17日召開的民營企業座談會，有媒體報道的標題是《風向已變，關鍵在於執行》。在中央政府肯定民營企業為國家經濟作貢獻的背景下，港人可以

做什麼呢？

遇上國際資金大流動，港人首先要做好本分，做好金融中心角色和運作。事實上，香港股市風起雲湧，地產亦正在逐步回穩。當然地產市場有其他問題，筆者是同意特區政府出「甜招」作正面刺激的，令市場得以更流暢地運作及回復。

當下的確有不少地區遇上春節前後的小陽春，但樓市大病初癒，特區政府出「甜招」或許可令到市場進一步加熱，但不會出現明顯的樓價回升。香港樓市不會是長期問題，現在重要的是執行上要配合好政府，香港是有足夠的民間力量去讓特區政府調動的，反而一些中期的問題，我們現在應該要去處理，否則未來可能沒有足夠的資源應對。

譬如住宅租盤開始出現供不應求的現象。特區政府的人口政策吸收大量的境外專才，令到香港人口規模回升，而且引入不少優質且年輕的人才，對香

港未來發展是很重要的，因為人口的增加，租金亦止跌回升，同時防止了地產買賣價斷崖式下跌。

中期來說，有些事情我們必須要知道的，香港沒有足夠的單位給新增移民，那就要訂立一些方案，要不然就會破壞了香港走勢良好的人口政策。以屯門及天水圍為例，過去兩年大概少了約一半的租盤供應。筆者經營的是街坊生意，所以對二手租盤的掌握應該比其他行家準確，這是一個令人吃驚的數字。租金上升的趨勢是避免不到，除了影響民生之外，到最後香港也不夠地方給人居住。

隨着DeepSeek及哪吒動畫的火熱，西方日益對中國改觀，再加上中國經濟的成長，喜歡來港的人只會愈來愈多，這是大勢所趨，筆者希望特區政府關注這方面的擔憂，即是香港最終是否沒有足夠的租盤讓外來人居住呢？

筆者同意，有不少以各種人才名義來港報到後馬上返回內地的申請者，這行為都有違香港人才政策的原意。筆者認為特區政府是要逐步精準地過濾，令我們掌握到真正需要來港的人才，以免影響香港搶人才計劃的質素及信心。

（作者為祥益地產總裁）