



▲隨着AI時代的到來，中國的勞動生產率水平有望進一步提高。

經濟觀察家

社會發展到一定階段，經濟增長通常都會伴隨債務的增長，故債務增長可以看成是經濟增長的成本或代價。本文擬通過量化分析，估算中國、美國、日本和德國四個大國為實現經濟增長所付出的債務代價有多大。

債務驅動型增長還可行嗎？

黎股觀經 槓桿率是經濟學中經常提到的一個詞，是衡量債務水平的一個相對指標，即通過一定的舉債比例來實現某項經濟或經營目標。宏觀槓桿率則是一個經濟體如國家的整體舉債比例，其公式：宏觀槓桿率＝非金融部門債務／GDP總額。

價格低迷拖累化債

根據國際清算銀行(BIS)數據顯示，2019年末，中、德、日、美四國非金融部門宏觀槓桿率分別為239.5%、202%、382.9%、256.3%；到2024年末依次為286.5%、198.6%、387%、249.3%，中國的上升幅度最為明顯。從變化態勢看，德、日、美為「急升—回落」，三國的宏觀槓桿率在2020年均明顯上升，在2021年一季度或二季度開啟下降趨勢，到2024年末回落至與2019年末大體相當水平，但中國的宏觀槓桿率總體上穩步上升。

如果把時間拉長來看，中國政府槓桿率呈現兩個特點。一是此前水平明顯上升階段，主要出現在國際局勢出現異常變化的時候，如2008年的美國次貸危機等，原因是為了應對危機，實現穩增長目標，就採取了強有力的逆周期政策。

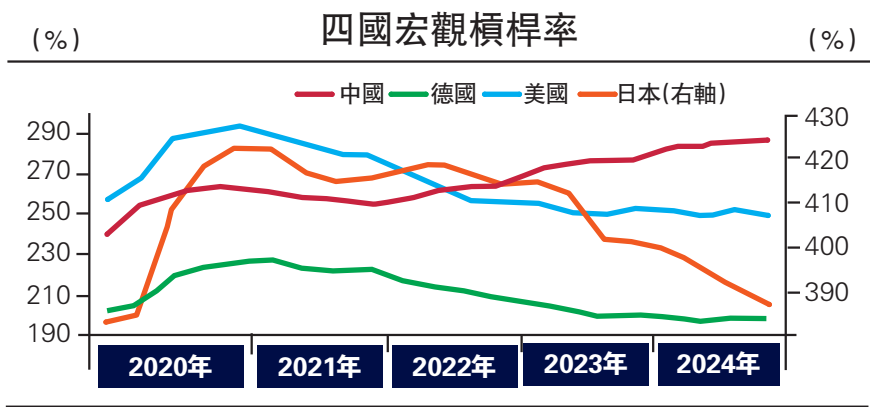
發達國家的危機發生時，政府槓桿率也會出現明顯增長，但GDP仍然負增長，或是因為它們的逆周期調控能力不如中國，也可能是因為依靠政府舉債拉動經濟增長的邊際效益遞減，2008年發達國家的政府槓桿率已明顯高於中國，但經濟增速中樞明顯低於中國。

中國政府的逆周期政策效果比西方國家好，核心原因是政府（包括地方政府）、銀行和國企都會採取逆周期的舉措來應對經濟下行，民企和居民部門往往是順周期的。而西方國家除了政府會採取逆周期政策，企業和居民部門則是順周期應對。

二是近年來中國政府槓桿率上升，不一定與國際性經濟金融危機直接相關，比如2017年末政府槓桿率相比2015年末上升13個百分點，而同一時間段美、日政府槓桿率總體平穩、德國下降；又如疫情以來，中國與美、日、德政府槓桿率走勢也存在區別。這說明長期看逆周期調控的效率可能有所弱化，逆周期政策或難以有效解決經濟的結構性問題，而長期積累的經濟結構性問題反而進一步增加逆周期調控難度。

美國財長貝森特說過一句話：如果美國的GDP增速快了，那麼政府槓桿率水平就會降下來。這是因為槓桿率的分母就是名義GDP。近年來，儘管中國的實際GDP增速超過美國，但與美國GDP的絕對差卻擴大了，原因在名義GDP規模的增長偏慢。名義GDP＝實際GDP×（1＋GDP增速）×（1＋平減指數）。

宏觀槓桿率的變化取決於債務規模變化與GDP規模的相對關係。從實際GDP增速看，2020—2024年中國各年度實際經濟增速分別為2.3%、8.6%、3.1%、5.4%、5%，均快於



同期德、日、美增速；但從平減指數看，2023、2024年中國GDP平減指數同比分別下降0.51%、0.71%，均弱於同期德、日、美價格水平。

拆分三次產業來看，中國第一產業平減自2023年二季度以來已連續九個季度同比負增長，第二產業平減自2022年四季度以來連續11個季度同比負增長，第三產業平減也在2024年後三個季度和今年二季度出現負增長。價格水平低迷不利於名義GDP規模增長，也不利於宏觀槓桿率下降。

增加人力資本投入

降低地方政府槓桿率是早就部署的任務，近年來為化解地方隱債，中央已經採取了諸多有效的舉措。通過以下比較研究，筆者認為，政策資源的使用效率有待提高，短期優化資本配置、中期促進技術進步、長期支持人口增長。

從國際對比看，中國存在「未富先債」的情況。總體來說，宏觀槓桿率與人均GDP水平正相關。全球來看，人均GDP每增加1萬美元，宏觀槓桿率上升約18個百分點，中國明顯位於趨勢線以上。

日本的宏觀槓桿率相對於人均GDP的水平也較高。在BIS數據中，日本槓桿率數據的起始時間點為1997年末，當時日本人均GDP為3.56萬美元、宏觀槓桿率為296.3%，但日本1971年的相對債務負擔小於中國2024年末水平（人均GDP為1.33萬美元，宏觀槓桿率為286.5%）。

根據生產函數：GDP增長＝勞動增長貢獻＋資本增長貢獻＋全要素增長率（TFP）貢獻。如果提高債務資源的使用效率，也即債務增長能夠有效增加資本、勞動或TFP貢獻，也可能對降低宏觀槓桿率有幫助。

在當前出口環境變差、宏觀槓桿率已經全球領先的背景下，還是要通過提高勞動生產率來拉動經濟增長。不妨簡化勞動生產率的等式來加以說明：勞動生產率增長＝勞動力素質＋主要素生產率＋資本密度貢獻。

這些年來，中國從勞動生產率提升的貢獻度看，主要來自於資本投入，如資本密度（資本／勞動數量）。全要素生產率的貢獻比較穩定（改革紅利減少），勞動力素質提高也放緩（表現為大學生就業難問題）。

2025年政府工作報告提出要「加大力度投資於人」，說明中國人力資本仍可進一步提升。這裏的人力資本，指的不是勞動力數量，而是單位勞動人口的受教育程度和技能水平。中國人口規模明顯高於德、日，近年來勞動力質量明顯提高，但根據受教

育年限和教育回報計算出的人力資本指數低於處於相同經濟發展階段的德、日。考慮到中國總人口和勞動年齡人口數量已開始下降，提高勞動力質量就更加重要。

此外，中國科技發展和技術進步空間廣闊。從TFP指數看，2019年中國為0.4，明顯低於處於相同經濟發展階段的德國（0.6）、日本（0.65），也明顯低於美國（1）。由此，將資源投入「教育、科技、人才一體化發展」是非常必要的。

中國目前面臨著資本存量高、投資回報遞減的問題。2019年末中國以2017年固定價格計算的資本存量是GDP的4.84倍，明顯高於處於相同經濟發展的德國（3.72）、日本（2.98），由於資本投入的邊際效益遞減，中國實際IRR（投資回報率）從超過20%的高點回落至2019年的7.7%，與處於相同經濟發展階段的德國水平相當（7.3%），低於資本存量更低的日本（11.2%）。

因此，再通過實物投資等資本性開支拉動經濟增長的效率下降，反而可能推高宏觀槓桿率。由此，筆者建議短期內通過優化資源配置減少重複和過量投資，中期通過技術進步促進產業發展，長期綜合施策落實好人口發展戰略。

擴大消費暢通循環

中國在進入2000年以後，資本投入對GDP增長率的貢獻顯著上升，到2012年達到峰值，之後則逐步回落；而在資本投入對GDP增長的貢獻方面，中國顯著超越美國，但是就ICT（指信息、通訊、軟件投資等）在其中的佔比而言，中國目前僅僅為10%左右，而美國已過半。說明中國資本投入的構成中，信息科技等方面的含量比較低。

今年1月至7月，中國固定資產投資同比增長只有1.6%，主要受房地產開發投資增速負增長的拖累，但從另一個側面說明可投資的領域在不斷減少，想靠投資規模增大來實現穩增長的難度也越來越大，如7月份銀行貸款也出現罕見的同比負增長。

中國從2020年起就力推新發展格局，並提出高質量發展的要求，前者的重點是暢通內外循環，後者則強調提高投入產出比（提高投資效益），最近又在倡導反內捲。要暢通循環，唯一的選擇是擴大消費。隨着AI時代的到來，相信今後中國的勞動生產率水平能進一步提高。但這仍需要處理好短期穩增長（KPI考核）和長期發展戰略之間的關係。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

轉型陣痛難免 企業家須積極應對

共創共享 前一段時間，先後有四位創業超過20年的企業家驟然離世，令人嘆息。這些悲劇讓人看到再強大的靈魂也有脆弱

的時候，但我們也要相信，無論是人生的路途上、企業轉型發展階段中，總會有無數風浪打擊，但同時也會有無數溫暖的燈引導走出迷茫，因為世間沒有過不去的坎。

艱難時刻示弱 並非放棄

回看那四位已經離世的企業家，實在心情沉重。他們正當盛年，既是行業的翹楚，亦是數萬員工家庭的依靠，這些曾經穿越經濟周期，扛過無數風浪的鐵人，最後不是敗給市場，而是輸給了自己。這些悲劇讓我們意識到，哪怕是成功的企業家，同時也是父母的孩子，是愛人的伴侶，是孩子的依靠，夥伴的朋友，他們是身邊人的靠山，也是一個需要依靠身邊人的普通人。

筆者常常強調，面對困難，內心要強大，但也要意識到，在最艱難的時刻，示弱是對生命最大的負責，要能聽到自己內心的聲音，在疲憊脆弱時要會呼救。像我們搞業務一樣，不要放棄找人找方法救自己，因為助人者自助，自助者天助，活下去才有春天。

同時間，我們也要理性地明白到，任何產品從問世開始就是走向衰亡，沒有例外。當原有的一套開始不行，當轉型才是出路時，其實並不需要擔心會傷筋動骨，關鍵在於找準嫁接點，用好自己的根基。真正的轉型不只是逃離傳統的行業，放棄那條曾帶你成功的模式，而是用新技術去重構行業價值。如果你有實力有資源，一定要在硬核科技创新上敢於下注，在核心環節上

面全力以赴，在那些決定性的技術壁壘上敢於下真功夫，才能真正掌握主動權。

其實，經營企業跟做人一樣，就像是一個高段位的圍棋手，走一步看三步，要調節心態、主動轉型，看準機會看準市場，有目標地主動出擊，這樣才能一直處於先手，游刃有餘。

在轉型的路上，最大敵人往往不是外部的挑戰，是企業內部的慣性，包括對既有利潤的依賴，以及對未來認知的恐懼。任何企業的生命周期都遵循一條崛起、鼎盛和衰落的拋物線，沒有例外，就好像人生總是高低起伏。但真正偉大的企業，在這一條拋物線即將下墜之前，就要去找到一條新的增長曲線，任何商業模式的護城河都有保質期，我們必須要在既得利益和長遠利益之間做出正確的選擇，企業才能不被時代所拋棄，不被浪潮所吞沒。

集大衆力量共同闖關

更重要的是，再強的企業、再準備充分，也不可能完全避開低潮，陣痛期是難免，這時候也要學會「呼救」，找人找方法，因為有些問題不會是單獨就能解決，需要依靠不同夥伴，集合大眾力量共同闖關，示弱何嘗不是企業在起伏的海浪中一種周旋的智慧？重點是，示弱並非放棄，只要心中抱有要闖的信念，就沒有翻不過的山；心中有韌的堅持，就沒有跨不過的河；心中有巧的智慧，就沒有解不開的結；心中有幹的執著，就沒有幹不成的事。在這個風起雲湧，新舊經濟交替變革的新時代，希望每一位企業家，不論是在拋物線中的任何一個階段，都能記住「世間無過不去的坎，活着才有春天」。

（作者為天九企服董事長兼CEO）



◀ 示弱，就是沒有翻不過的山。智慧，重點是示弱並非放棄，抱有一種周旋的信念

息口回落 樓價全年或反彈5%

主樓布陣 近月香港樓市交投活躍，樓價亦呈現止跌回穩跡象。然而，不少買家仍心存顧慮，擔心目前市況僅為「跌市中的短暫反彈」。當買家猶豫不決的時候，其實悄然錯失入市機會。今次筆者再次「老調重彈」，從分析樓市利好因素入手，希望大家能把握目前尚未完全回彈的入市機會。

近月港股氣勢如虹，上半年IPO集資額冠全球。今年以來，恒指已經累升超過兩成，早前更正式突破25000點的逾三年半新高，最近一直於高位徘徊。股市節節上揚，衍生財富效應，亦刺激套股換樓活動，預料樓市有望漸漸「追落後」。

儘管最近一個月銀行同業拆息回升，但整體仍處低位。聯儲局年內或再度減息，息口回落，預期進一步支撐樓市表現，為買家提供有利環境。

此外，一直困擾本港樓市的庫存高企問題，亦開始逐步改善。據美聯物業研究中心資料顯示，截至今年7月份，累積貨尾量約為2.0239萬個，按月跌約3.2%，更連跌六個月，累減約12.5%，創出2023年8月後的兩年新低。

不得不提租金走勢，據美聯「租金走勢圖」，7月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約38.55元，按月

升約0.65%，連升六個月創歷史新高，在租金上漲而息口趨降的環境下，「供平過租」的優勢日益顯著，進一步推動自住及投資需求，為樓市提供持續上升動力。

個人預計，今年樓市很可能重現「價量齊升」，預期全年二手成交量將錄得約4.5萬宗，按年升約9%至四年新高；一手則估計錄得約1.9萬宗交投，按年升逾22%，創自2013年4月「一手住宅物業銷售條例」生效後的新高。至於最受關注的樓價，則有望升3%至5%，具體表現視乎下月施政報告的政策措施及聯儲局減息進程而定。其中，「豪宅」及「中細價」物業表現尤為看好，有望跑贏大市。

建議全面放寬投資移民置業

下月公布的施政報告備受矚目，市場話題度十足的「兩地跨境購房通」及將100元印花稅擴展至600萬元以下物業的政策，均有望刺激市場需求。筆者則建議，政府可考慮全面放寬投資移民至購買任何樓價的物業，樓價全數計入投資額，以鼓勵置業投資移民，為香港帶來資金，增加「搶人財」計劃的吸引力。

同時，筆者亦建議政府恢復舊有印花稅繳付方式，即允許交易完成後才繳付印花稅，讓置業人士有更大的彈性運用資金，有助減輕短期資金壓力。上述種種措施，均有助加速香港樓市復甦。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）



◀ 今年樓市可能重現「價量齊升」，一手估計錄1.9萬宗交投，按年升逾22%。