



▲第46屆中國（福州）國際汽車博覽會於本月一日開幕。據統計自九月以來，福州市汽車銷售額已超10億元人民幣。各類促消費活動，帶動汽車銷售額已超10億元人民幣。

經濟觀察家

近期關於宏觀經濟政策應該優先支持消費還是投資，仍然存在不少爭論。在筆者看來，短期刺激總需求與長期推動經濟可持續增長並不矛盾，當務之急是選擇乘數效應更大的政策工具提振需求。

不少有影響力的學者指出，各類經濟增長模型均表明長期增長的關鍵在於通過擴大再生產提升總產出，這一過程或者依賴要素投入，或者依賴效率提升，因而不存在「消費驅動」的長期經濟增長模式。投資，特別是基建投資應該是當下政策優先支持的領域。

消費還是投資 誰是穩增長抓手？

建言獻策 沈建光

筆者認為，面對中國經濟當下就業不足、價格下行壓力較大的挑戰，當務之急應該是刺激短期的總需求，而非只看重總供給的長期影響，刺激消費在這方面優勢明顯。

即使關注中長期經濟增長，中國投資相對消費的比例也已經顯著高於社會福利最大化的水平，而且造成產能過剩的情況。綜合考慮屬於消費的人力資本投入回報高於物質資本，且政府主導的許多投資還可能無法形成經濟學意義上的「有效供給」，筆者以為若當財支出如果能增加，仍然應該首先加強對消費的支持。

刺激消費乘數效應較高

首先從理論上講，雖然中長期的經濟增長取決於總供給擴張，但是由於短期存在多種類型的衝擊，由總需求決定的實際產出只是圍繞總供給決定的潛在產出波動，兩者並不嚴格一致。在一些情況下，讓總需求向總供給自然靠攏可能曠日持久，會出現較長期的就業不足或通貨膨脹。宏觀調控政策的主要目的是對此進行干預，平抑經濟周期。

從這個意義來看，當前中國宏觀政策的主要目標應該是較快提振中國的總需求，緩解價格下行和就業壓力——中國的居民消費價格指數（CPI）同比已經連續三十多個月低於1%，而工業生產者出廠價格指數（PPI）同比更是連續近四十個月負增長。在這種情況下，何種類型的財政支出有更大的乘數效應和槓桿效應就應該被優先考慮，而是否能增加長期的總供給只能處於次要地位。

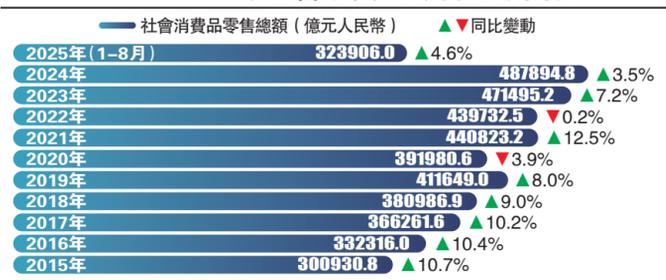
筆者以為，若財政政策在改善社會保障、提振服務消費等方面發力，效果應該明顯好於用同等規模的資金支持投資或是基建投資。比如，如果能夠更好的改善中國居民的養老、醫療、失業等領域的保障水平，不僅僅財政在這些領域的直接支出會提振消費增長和總需求，中國居民的預防性儲蓄也會下降，會通過槓桿效應進一步推動總需求走強。

實際上，2023年中國居民總儲蓄率高達34.9%，在主要經濟體中居於首位；一個重要原因就是社會保障體系不健全。而政府增加基建投資則不具備這種槓桿效應。同時，如果財政支出對服務業消費等實施刺激，由於服務業的供給要素主要是勞動力，服務業消費支出走強會直接帶動一般民眾勞動報酬的上升，並且進一步拉動消費，政策的乘數效應較高。

反過來，基建投資增加之後，勞動收入的份額僅佔一小部分，大量收入成為了資本的報酬，還存在各類跑冒滴漏。由於富裕人群的消費傾向較低，而國有企業利潤對公共財政的繳納比例也不高，基建投資的對總需求的乘數效應偏低。因此，從應對中國經濟當前最大的挑戰——總需求不足——的角度來看，筆者以為刺激消費更有效率。

其次，即使考慮中長期的經濟增

2015-2025年社會消費品零售總額變化



長，在投資和消費之間的取捨也需要考慮社會福利的影響。理論上講，經濟發展和增加產出的根本目的在於提升以消費為代表的福利水平，即「人民群眾對美好生活的嚮往」。因此，雖然擴大產出的關鍵在於增加投資，但是這並不意味著一個經濟體就應該把幾乎所有的資源都用於投資。否則，就會犯下「為生產而生產」、「把手段當作目的」錯誤。即使是從犧牲當前消費，換取未來更多的產出和消費的角度出發，消費和投資之間也應該有個合理的平衡。

實際上，宏觀經濟模型對於如何實現兩者平衡已經有明晰的指引。由於利率是調節一個社會消費和儲蓄（投資）的槓桿，學術界普遍認為，實現長期福利最大化情況下投資和消費的分配應該遵循利率的「黃金法則」——即社會的中性利率水平應該大體上與這個國家的經濟潛在增速相匹配。如果社會的中性利率低於潛在增速，意味著當前消費不足，投資項目過多且回報偏低，進行這些投資並不划算，降低了社會福利；反過來，利率如果高於潛在增速則意味著當期消費過度，投資不足，未能充分捕捉經濟體系中有回報的項目來擴大再生產，影響未來產出擴張和消費增長。

數據顯示，從長期來看，發達經濟體的利率水平基本上符合黃金法則。例如，根據世界銀行披露的數據，美國在2000年至2019年期間，實際利率中樞為2.85%，實際經濟增速中樞為2.11%，兩者偏差0.74個點。英國在1995年至2014年期間，實際利率中樞為1.43%，實際經濟增速中樞為2.22%，兩者偏差0.79個點。然而，中國的中性利率較中國的潛在經濟增速明顯偏低。比如，從2009年到2019年，中國貸款加權平均利率比名義國內生產總值（GDP）平均增速低約4.8%。

過度投資恐釀產能過剩

這意味著，由於社會保障不健全等多方面的因素，中國的消費水平已經明顯低於理論上福利最大化的消費水平。筆者以為，這也是中國居民對經濟增長獲得感不強的重要原因。在這種情況下，繼續擴大投資，全社會的福利損失只會進一步擴大。實際上，由於國有企業和政府投資的資本回報低於社會平均回報，為了政府項目的投資而犧牲當前消費造成的福利損失可能還要更高。反過來，如能用增量財政資金對消費進行支持，反而有利於中國經濟糾正扭曲，改善全社

會的福利水平——這也是回歸發展經濟的「初心」。

過度投資也會造成產能過剩。當前中國經濟存在規模較大的產能閒置。上半年，中國製造業產能利用率為74%，是2017年以來同期新低（除2020年外）。今年1月至8月，規模以上工業企業產銷率也是2001年有統計以來同期最低。產能過剩加劇企業低價競爭、利潤和現金流萎縮，進而可能引發就業萎縮、殞屍企業等一系列風險，這也反映出依賴供給端的經濟發展模式仍待進一步轉變。

加強人力資本投入

再次，筆者以為即使希望通過投資提升總供給，推動中國經濟中長期更好的增長，也應該選擇投資回報更高的領域。數據顯示，當前投資中國人力資本的回報高於物質資本。政府新增財政支出與其投資於物，不如投資於人——這也符合今年《政府工作報告》「推動更多資金資源『投資於人』」的表述。眾所周知，產出的擴張不僅僅取決於公路鐵路橋樑等基礎設施和設備廠房等物的因素，也取決於勞動力的教育水平、工作經驗、體質健康等人的因素。

根據清華大學有關課題組的研究，1978年至2020年，中國提升各教育階段毛入學率所需新增的教育投資帶來的宏觀教育回報率，高於經濟學文獻測算的同時期平均物質資本投資回報率。即使是考慮當下，測算得到的高中、大學和研究階段教育投資的宏觀回報率分別為27.1%、20.9%和21.6%，也遠高於2019年國際貨幣基金組織所測算的中國經濟5%的物質資本投資回報率。

然而，在目前的統計制度中，包括教育、醫療、育兒等人力資本領域的支出都被歸於消費。從這個意義上說，支持教育、醫療等領域的消費，遠比支持基建投資更有利於中國總供給的擴張和長期的經濟增長。

總體而言，無論是從中國經濟短期彌補供需缺口、提振價格和就業來看，還是從改善社會福利和更有效的提升中國中長期供給能力來看，增加政府資助乃至主導的基建投資都不見得是優於促進消費的政策選擇。反過來，利用增量財政資金刺激消費，補強醫療、教育、生育、養老等社會保障方面的短板，提升財政政策的乘數效應、投資於人、改善中國民眾對經濟增長的獲得感，才是當務之急。

（作者為京東科技集團首席經濟學家）

壯大直融市場 提高幣策效率

集思廣益 管濤

當前中國貨幣政策狀態是支持性的，總量也是比較寬鬆的，主要利率均處於歷史低位，預計未來低利率可能還會持續一段時間。在低利率時代，中國資本市場的高質量發展顯得尤為重要。

「有外部環境不確定性的挑戰，有新舊動能轉換的壓力。」是理解當前中國經濟運行和政策的重要邏輯出發點。戰勝與克服這些困難和挑戰，關鍵是加快構建新發展格局，因地制宜發展新質生產力，實現經濟高質量發展。而這離不開資本市場的高質量發展。

優化融資結構 擴大內需

提高直接融資、尤其是股權融資比重一直是中國金融體制改革的重要目標。2023年底中央金融工作會議進一步提出，優化融資結構，更好發揮資本市場樞紐功能。從去年4月發布的「新國九條」，再到今年7月底中央政治局會議強調「增強國內資本市場的吸引力和包容性，鞏固資本市場回穩向好勢頭」，已釋放了清晰的政策信號。

資本市場具有獨特的風險共擔、利益共享的激勵相容機制，有助於促進產業—科技—資本的良性循環。無論是壯大培育新興產業和未來產業，還是用新技術改造提升傳統產業，都離不開資本市場的支持。近期監管部門出台的「科創八條」、「併購六條」等政策，為資本市場服務實體經濟高質量發展提供了制度保障。

中國是一個超大規模經濟體，必須也可以內部可循環。擴大內需、尤其是提振最終消費需求是必由之路。而消費是收入的函數，財產性收入又是居民的四大主要收入來源之一。十七大首次提出「創造條件讓更多群眾擁有財產性收入」；「十四五」規劃明確「多渠道增加城鄉居民財產性收入」；今年初《提振消費專項行動方案》進一步強調「拓寬財產性收入渠道」。

目前，中國居民財富中，不動產（房地產）多動產少，動產中又是存款多（股票、基金、債券、保險等）非存款少。隨著「房住不炒」政策持續推進，居民資產配置日益多元化，正逐步從不動產向動產轉移，而在動產內部也正逐漸從存款向非存款轉移。

「新國九條」圍繞提升上市公司質量、鼓勵分紅回報投資者、引導長期資金入市、推動公募基金行業高質量發展及強化投資者保護等方面推出了一系列舉措。這些政策旨在從投融資兩端優化資本市場生態，增強市場的內在穩定性，為居民通過資本市場分享中國經濟增長紅利創造條件。同時，資本市場改革也推動機構投資者走向更理性、更長期的投資行為，努力為投資者創造持續

穩定的回報。

美國「零利率+量化寬鬆(OE)」貨幣政策的實施效果之所以好於日本與歐洲，與其八成直接融資、兩成間接融資的金融市場結構有關（日本與歐元區是各佔一半，中國是三七開）。在美國，低利率可以通過股票和債券市場傳導，產生巨大的財富效應，進而拉動投資和消費。而在中國，即便股市受益於貨幣寬鬆而上漲，但因居民財富中股票佔比過低，正財富效應並不明顯。

值得一提的是，長期以來亞洲地區的資本市場發展存在「重股市輕債市」的問題。由於亞洲地區債務融資以銀行信貸為主，結果銀行體系一出問題，就可能令社會融資體系陷入癱瘓。因此，汲取亞洲金融危機的教訓之一是，要大力發展亞洲債券市場。

中國也存在類似問題。結果是，現階段企業債券融資成本下降，但企業信用債發得少，甚至因經濟環境不好，導致其更難從債券市場融資。最終，企業仍主要依靠銀行貸款。然而，銀行信貸渠道的低利率傳導普遍面臨「梗阻」：一方面是實體經濟部門的有效融資需求不足，另一方面是銀行中介部門的放貸積極性不高。

加快金融強國建設

當前中國面臨的「企業惜貸、銀行慎貸」問題不是中國特有的，也不是現在才有的。唯有大力發展包括股票和債券融資在內的直接融資，豐富多層次、分散化的融資結構，才能增強金融體系韌性，更好疏通資金進入實體經濟的渠道，提高貨幣政策傳導效率。

2023年底中央金融工作會議首次提出加快金融強國建設。金融是國民經濟的血脈，是國家核心競爭力的重要組成部分，加快金融強國建設是經濟強國建設的應有之義。

「強大的貨幣」位列金融強國的六大關鍵核心金融要素之首。形成與中國經濟影響力相匹配的國際地位，即人民幣成為國際化貨幣是「強大的貨幣」主要內涵，也是其他五個「強大」的重要支撐。計價結算功能是最基礎的貨幣國際化，投融資和儲備功能才是更高层次的貨幣國際化。而後者有賴於金融高水平開放，尤其是資本市場的制度型開放。

中國資本市場是改革開放的產物，改革是資本市場的天然基因，開放是資本市場的鮮明標識。中國要堅持國際經驗與中國國情相結合，統籌發展與安全，通過進一步全面深化資本市場改革開放，不斷完善基礎制度，在推動本國科技創新和產業創新融合邁上新台階的同時，更好支持和吸引境外主體用人民幣跨境投資。

（作者為中銀證券全球首席經濟學家）

信心轉強交投旺 樓價待追落後

樓市智庫 陳永傑

時光能倒流十年，如果你手上有100萬元，會買黃金還是貝沙灣？

十年前，飾金價每兩只要約4400元，貝沙灣呎價則高達2.2萬元，人人都說「磚頭最保值」。結果十年後，飾金價升至每兩4.2萬元；貝沙灣呎價卻跌到1.9萬元，樓市可謂「斯人獨憔悴」。

黃金近年簡直像坐上直升機，年內累計升逾四成，筆者執筆時現貨金價每盎司已升穿3880美元，創歷史新高；白銀更猛，由不足29美元衝到47美元，升幅超過五成。推動貴金屬升勢的是美元轉弱、地緣政治風險升溫，加上投資者避險情緒高漲，資金索性湧入金銀，齊齊展開升浪。

黃金與白銀十年價格翻了兩倍有多，反觀香港樓市卻未能同步受惠，表現更呈強烈反差。中原城市領先指數（CCL）從2015年的146點跌至現時140點，十年間倒跌4%。昔日一線豪宅貝沙灣，如今竟輸給一條黃金。假設十年前用100萬元買金條，今天價值已逾220萬元；相反買樓，卻未能享受升值。



不過，黃金累積升幅已大，現價追入風險不低；而香港樓市經過連年調整，樓價已較高峰回落約26%，租金回報率升至3.6厘，創十四年新高。美國重啟減息周期，新盤庫存回落，樓市或許正蓄勢待發。

人才湧港 刺激居住剛需

更妙的是，近年香港成為全球「搶人熱點」，專才、學生與企業源源不絕輸港，令住屋需求持續旺盛。政府雖積極興建學生宿舍，但短期仍難以追上需求增長，結果住宅市場自然坐收漁人之利。近期樓市投資氣氛轉濃，不少買家看準時機，既不愁租客，又可享穩定現金流，加上樓價浮現觸底反彈跡象，可謂一舉兩得。

再審察統計數字，差餉物業估價署公布的樓價指數已連升三個月，中原城市領先指數亦連升三個月，升幅擴大至逾2%，並重上140點，可見市場信心正在上升。今年一、二手市場交投暢旺，新盤成交量突破1.5萬宗，較前兩年分別大增63%及39%；二手成交亦回升至2.6萬宗，按年增幅接近兩成，樓市回暖之勢不言而喻。

投資市場就像潮流，今日捧黃金明日愛磚頭。金價雖然耀眼，但站得高自然風險也大；樓市雖然近年失色，但正在回暖，有機會逆轉勝。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）

儘管本港樓市升幅近年有所失色，然而態勢正在回暖，有機會迎頭趕上。圖為貝沙灣一景。