



▲美國國會預算辦公室最新估計，「大而美」法案將在十年內使美國的赤字增加3.4萬億美元，將美國經濟再推向深淵。

經濟觀察家

隨着大國博弈、地緣政治衝突及關稅貿易戰等加劇，導致更多國家選擇擴張性的財政政策，比如美國、日本、歐元區等。展望未來，全球財政的支出壓力仍存，低收入經濟體的債務負擔過重，發達經濟體的過度舉債將難以持續。

發達經濟體舉債模式難以持續

美國連續多年推行財政擴張政策，主要憑藉的還是特殊的經濟結構和國際貨幣體系，而美國經濟「例外論」持續發酵，導致美國在財政和貿易的「雙赤字」仍能維持運行。特朗普第二任期內推出「大而美」法案，延續了第一任期內減稅的政策基調，被稱為美國歷史上規模最大的減稅法案，預計通過減少赤字1.6萬億美元，幫助企業和消費者擴大投資及消費，刺激美國經濟增長。

美對外淨負債高企

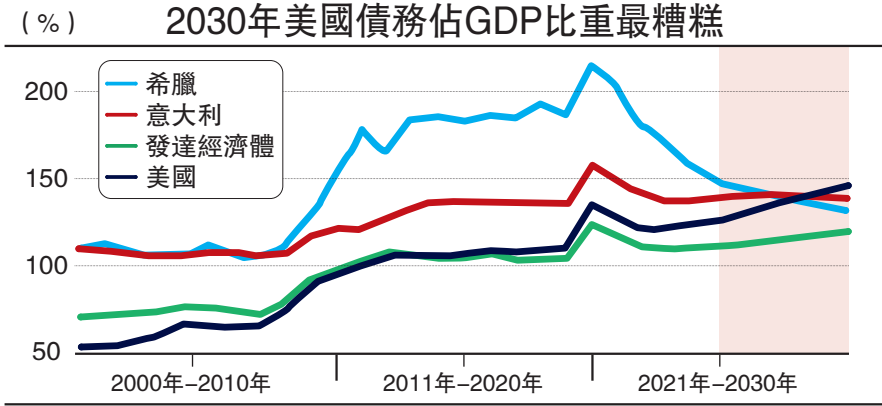
但擺在特朗普政府面前的是，美國的高赤字仍將維繫。美國國會預算辦公室（CBO）最新估計，「大而美」法案將在十年內使美國的赤字增加3.4萬億美元，並使數百萬人失去醫療保險。在大幅減稅的同時，美國財政要維持正常的運轉不得不擴大借款規模。截至2024年底，美國對世界其他國家的淨負債高達26萬億美元，相當於國內生產總值（GDP）的90%。由於美國聯儲局較長時間維持高利率環境，美國債務利息支出規模呈現快速增長的態勢。

美聯儲12月再度降息0.25厘，同時宣布將在本月開始擴大資產負債表，購買400億美元的短期國債，購買規模預計會在幾個月內保持高位，隨後會顯著縮減。這一舉措為美國財政擴張提供了便利。

美國財政高赤字難以為繼，首先是經濟的「反常」。美國經濟在保持增長的同時，就業疲軟、通脹黏性增強，財政擴張擠壓私人投資，同時較高利率仍對投資活動形成抑制。其次是財政負擔加重。CBO估算顯示，2025財年聯邦政府總收入增長了3080億美元，增幅為6%，但總支出也同步增長了3010億美元，增幅為4%。其中，公共債務的利息支出成為推動開支上漲的關鍵因素，其年度總額歷史上首次超過1萬億美元。最後是政府信用危機。此前因美國參議院先後否決兩黨撥款法案，導致聯邦政府再次「關門」。此舉不但損害了美國聯邦政府的信用，還造成巨大的「經濟損失」，白宮估算因政府「停擺」每周造成的經濟損失超過150億美元。

日加息增利息負擔

日本財政政策雖有擴張的趨勢，但受限於利率上升壓力及日本央行縮減購債。基本面來看，2025年上半年日本經濟有恢復的勢頭，一季度實際GDP環比減少0.2%，換算成年化率下降0.7%，二季度實際GDP環比增長0.5%，按年率計算增幅為2.2%，但整體看仍比較疲軟，增長波動較大。日本內閣府發布二次統計報告，將三季度日本實際GDP修正為環比萎縮0.6%，按年率計算降幅擴大至2.3%。受美國關稅政策不確定性等因素影響，內需對當年日本經濟增長的貢獻擴大至負0.4個百分點，外需對經濟增長的貢獻維持負0.2個百分點不變。日本央行行為應對通脹而面臨加息



壓力，同時日本政府還必須正視經濟增長疲軟的現實。有研究指出，日本財政狀況持續緊張，2026年可能出現預算惡化，日本國債已因預期的政府支出增加而呈現更高風險溢價。日本政府內閣已經批准2025財年政府補充預算，其中重點增撥防衛開支，2025財年防衛開支總額佔其GDP的比例提前達到2%。在日本經濟低迷、通脹高企的階段，日本政府內閣過度增加防衛開支引發各界猜測，其財政可持續性存在很大不確定性。國際貨幣基金組織（IMF）的數據顯示，2024年日本政府債務佔GDP的比重為237%，遠超其他主要經濟體。

雖然日本憑藉較低的利率維持高赤字，利息支出佔GDP的比例較小，低於經合組織（OECD）國家的平均水平，但隨着日本央行開啟加息周期，其財政利息負擔將加重。日本央行在2024年底持有的日本國債比重超過50%，日本高赤字嚴重依賴央行，在地緣政治衝突和關稅戰雙重挑戰下，日本經濟增長前景堪憂。多數機構預測日本經濟2026年可能增長1%左右，但「高市經濟學」能否維繫卻存在更大的變數，短期內破解日本財政與貿易「雙赤字」問題幾無可能。

歐元區經濟環境動盪

統計顯示，2024年歐元區和歐盟國家財政盈餘狀況及公共債務佔GDP比例數據。總體來看，歐元區和歐盟赤字率有所下降，財政赤字壓力有所減輕，公共債務負擔下降。歐元區赤字率從2023年的3.5%下降到2024年的3.1%，歐盟赤字率從3.5%下降到3.2%。但鑒於各成員國經濟結構和財政預算差異，內部分化加劇。數據顯示，12個成員國債務佔GDP比重超過60%。截至2024年底，公共債務佔GDP比例最高的5個成員國分別是希臘（153.6%）、意大利（135.3%）、法國（113%）、比利時（104.7%），西班牙（101.8%）。於這些高債務國家而言，維持財政中性更加重要，但一定程度上也將對經濟增長形成軟約束。而且，歐盟各成員國財政預算機制存在差異，德法傾向於增加預算開支，以推動實現歐洲戰略自主。

因俄乌衝突疊加美國「關稅戰」，致使歐元區經濟增長動盪。短期看，地緣政治與關稅貿易衝突仍是制約歐元區經濟增長的主因，但中长期因素對歐元區的財政政策構成更大挑戰。歐盟委員會最近公布2028年至2034年期間1.98萬億歐元的支出藍圖，以應对外部挑戰與內部困境。歐委會此前公布的經濟預測報告

指出，歐元區預算赤字將從2024年的佔GDP的3.1%小幅上升至今年的3.2%，並在2026年進一步升至3.3%，2027年升至3.4%。其中，受國防支出增加影響，比利時、拉脫維亞、立陶宛、愛沙尼亞和德國的赤字預計明年將上升。歐委會指出，歐盟面臨若干戰略脆弱性，並持續遭遇結構性挑戰，包括生產率偏低、人口結構壓力，以及與國防、脫碳和數字經濟轉型相關的公共財政支出需求不斷增加，因此要增強競爭力並保持穩健的公共財政。

財策回歸正常化難度大

IMF發布最新一期《財政監測報告》指出，如果當前財政支出與債務增長趨勢得不到遏制，全球金融穩定性可能面臨嚴重威脅。報告呼籲各國調整財政結構，提高支出效率，提前為可能出現的衝擊建立緩衝。世界銀行發出同樣的呼籲，各國政策制定者應充分利用當前存在的喘息空間整頓財政狀況，而不是急於重新衝回外部債務市場。

但擺在全球財政部門面前的首要問題仍是維持經濟增長，在多數經濟體貨幣政策工具箱嚴重不足的情況下，被迫依賴財政擴張政策，以推高赤字為代價，從而維繫正常的經濟運轉，較高利率的金融環境更加劇了財政擴張的風險，不但發展中國家和低收入國家的財政狀況日益脆弱，而且包括美國、法國等在內的發達經濟體同樣面臨高赤字問題，穩健性和脆弱性的平衡只能加劇潛在的公共債務危機，如同美國聯邦政府被迫實施更長時間的「關門」，日本財政所長期依賴的低利率環境也將發生轉變，不得不支付更高的利息或承受長債利率高風險溢價。歐元區財政因過往的預算平衡以及未來的中性理念而壓力趨緩，未來實現長期發展藍圖還有賴於延續財政擴張，預計未來歐元區財政框架有可能再次調整，擴大預算或是新選項。

整體而言，全球降息周期有助緩解財政擴張壓力，但意味着財政政策回歸正常化的難度更大。IMF認為，全球財政政策面臨着重大的權衡取捨，既要削減債務，又要建立緩衝應對不確定性，還需要在增長前景走弱和融資成本上升的情況下滿足緊急的支出需求。同時，維持必要的財政預算是積極選項，但也要在財政與貨幣政策協同配合的過程中，嚴格區分二者的功能及邊界。

（作者為上海金融與發展實驗室特聘研究員。本文僅代表個人觀點）

企業行穩致遠 決策緊緊目標與手段

經管之見 李勤

美國學者納特（Paul Nutt）以二十多年的時間來研究決策者的決策過程，他發現一個非常震驚的事實是：決策幾乎佔去團體和個人決策者近一半時間。

環球航運集團創辦人包玉剛在1970至1980年代航運界高峰期擁有逾200艘商船，載運量達到2000萬噸，執全球牛耳。自1970年代國際石油危機爆發，包玉剛通過和各國政要的接觸中，敏銳地預視世界航運需求將會下跌，於是他開始變賣船隻另謀出路，並以收購九龍倉作為「登陸」第一站。事實證明，包玉剛站得高、看得遠，從而作出明智的、有長遠價值的關鍵決定。

本文乃闡析企業家如何高瞻遠矚，作出有利企業長期持續發展的決策，及須關注的地方。

我們不應該把決策的失敗單純歸咎於外部環境的影響，例如經常改變的消費者行為，而應該理智地分析導致失敗的根本原因。筆者認為，決策錯誤有三個原因：

首先，缺乏對失敗的系統性分析。公司高管也許會想到他們在制定決策過程中所經歷的多次成功和失敗，但是卻很少對此進行系統性研究。沒有這種理性分析，便不能找出決策方法和決策結果之間的聯繫。

其次，缺乏縝密考慮的投入。決策者總是執著最初的想法，不願改變。然而，固守舊域，不去開拓新天地，是造成失敗的一個關鍵原因。當原有計劃遇到岔子時，就會走捷徑，抄襲許多知名大企業的做法，而未有考慮本身所具備的條件，如此往往再走彎路。

再次，把時間和金錢花費在不重要的事情上。當決策者把大量的時間花費在瑣碎事情上，而漠視大方向，錯誤也就容易產生。

筆者所知，因決策錯誤導致的個案有二：一是，美國百貨連鎖店傑西潘尼（J.C. Penney）的品牌重塑失敗。該百貨公司在2011年聘請前蘋果零售部門高級副總裁約翰遜進行大刀闊斧改革，包括取消折扣、改變定價策略與品牌形象等。然而，這些改變未有考慮到原有顧客的習慣與需求，導致業績暴跌，公司元氣大傷，約翰遜最終去職。

二是，寶麗來（Polaroid）數碼轉型失敗。雖然寶麗來早已意識到數碼攝影的崛起，並投入資源發展數碼相機，但其組織內部無法有效轉型，仍過度依賴傳統拍立得業務，結果是轉型速度趕不上市場變化，導致退出市場。

可以看出，嚴重的決策錯誤往往是由於方法不對頭、考慮不周全。因此

企業決策者要注意方法及慎思，方能成事。

管理者須站得高看得遠

筆者最近閱畢香港管理出版社《立己立人與CEO對話》（陳志輝教授等編著，2023），其中有一節有關德國寶（German Pool）品牌發展的故事，看到主事人成事的長遠眼光。1982年德國寶香港有限公司正式成立，在第一個十年裏，公司產品非常單一，只有熱水器。樹立了自己品牌後，主事人開始轉向B2C業務（企業直接到顧客），即向家庭主婦推銷，於是決定延伸產品線，由單一產品擴大至不同產品及服務，核心概念是提升生活風格（Life style），賦予品牌一個魅力——「家有德國寶，生活無煩惱」。

其後二十年，德國寶由單一的廚房抽油煙機，創出很多新猷，包括光波爐、韓式燒烤爐、養生機，橫向發展多元化生活電器，拓展到食住行一攬子。協助父親釐定長線決策的德國寶執行董事陳嘉賢認為，「香港是一個在任何環境下都有商機的城市，契機在於能否變通。不斷求變，與時並進，是德國寶和他的營商之道。」

從德國寶事例中可以看出，當企業管理者站得高、看得遠，作出符合發展趨勢的決策，是企業立於不敗之地的充分保證，值得其他企業人參照、借鑒。類似的轉變在東鵬陶瓷集團身上也發生過。

早在上世紀80年代中期，東鵬陶瓷集團憑藉對市場的掌握和對行業趨勢的敏感性，經周全考慮後，決定將業務線延伸至彩釉磚和馬賽克領域，並從意大利引進了生產線，專門生產彩釉磚和馬賽克磚領域。多款款式和規格的彩釉磚產品和馬賽克產品一經面世，就受到市場青睞。90年代末，東鵬推出「金花米黃」系列產品，讓中國消費者告別「馬賽克」時代，產品不但受到了消費者追捧，也引領整體建築陶瓷行業呈現出「一片黃」的流行趨勢，並將整體產品轉型。

東鵬主事人眼光遠大，對創作一直持之以恆，每年都投入大量經費進行生產設備和工藝技術的改進，如在瓷磚產品上引入條形碼和二維碼系統，實現產品的智能追溯。在研發方向上，東鵬也根據消費市場的升級作出相應調整，由原來的技術導向型升級為消費需求導向型，從單一產品發展成為產品齊全、品類豐富的領軍陶瓷企業，並開拓國際疆界。東鵬的成長歷程，是中國建陶行業逐漸由模仿到超越的寫照。

（作者為香港理工大學工商管理博士、資深金融家）

房委與房協二手樓按揭有別

樓按明曦 張顯曦

白居二合資格申請人日前已接獲購買資格證明書，可在未來一年時間內，購買二手居屋或者房協住宅發售計劃第二市場名單購買單位。但有些申請人未必知道，房委會二手居屋與房協二手樓，按揭申請難度有所不同，本文將講解兩者的差異。

每年白居二計劃中，除了傳統房委會未補地價的二手居屋，申請人還可選擇房協的住宅發售計劃二手單位（下稱房協二手樓），例如深水埗樂年花園及青衣偉景花園等屋苑。申請人獲發的批准信文件內，附有可以申領房協「住宅發售計劃」第二市場的購買資格證明書，並根據證明書12個月有效期內，能夠夠補地價方式購買相關單位。

一、居屋房協樓按揭相同之處

房委會二手居屋與房協二手樓按揭條款表面上基本相若，兩者均可選擇H按及P按、現時H按計劃為H+1.3厘，鎖息上限為3.25厘，還款期可長達30年，並可享有按揭活期存款掛鈎戶口，不過兩者的按揭成數及入息要求仍有細

微不同之處。

二、房協樓高成數按揭需申請按揭保險

按揭成數方面，購買房委會二手居屋，除非樓齡甚高，一般無需透過按揭保險公司的情況下，可申請高達九成按揭（綠表買家按揭成數更高達九成半）。然而，房協二手樓申請七成以上按揭，則需要申請按揭保險，並支付按揭費用。

三、房協二手樓入息要求似私樓

入息要求方面，房委會二手居屋較為寬鬆，只需要簡單申報入息即可。惟房協二手樓按揭要求與私樓相若，需提供入息證明及稅單等，並要符合供款與入息比率的最低要求，即每月供款不得高於每月收入的50%。如果收入不足，買家可增加擔保人，以通過入息審查。

由於二手居屋與房協二手樓的按揭申請難度有所不同，建議先諮詢銀行或大型按揭轉介公司，向專人提供入息及心儀物業資料，以進行初步估算，讓置業路上有更精準預算。

（作者為經絡按揭轉介營運總監）



▲房委會二手居屋與房協二手樓按揭，還款期可長達30年。