

◀專家指出，積極提高居民部門收入佔經濟總收入的比重，推進消費轉型，可降低中國的儲蓄率、增加消費。 中新社

經濟觀察家 就需求不足、儲蓄過剩的經濟形勢而言，中國眼下的債務風險並不大。我們需要加槓桿來擴大內需，且首先應該由政府來加槓桿，消除「供強需弱」的局面。就當下的形勢而言，中國的債務不是太多，而是太少了。

擴大債務融資 扭轉供強需弱

金融觀察 徐高

由於政府的體量足夠大，其行為對經濟環境的影響不容忽略。在宏觀經濟中，政府支出是民間收入的重要來源之一。在宏觀經濟因為總需求不足而增長低迷時，政府的財政收入往往也會隨之下降。這時，政府如果因為收入減少而削減財政支出，民間收入和支出意願會進一步受挫，需求不足的問題會更加嚴重。**所以，面對需求不足的局面，政府正確的應對不是像企業那樣削減開支，反而要擴張財政開支——用財政支出的擴張帶動民間的收入和支出，讓經濟走出需求不足的陷阱。**

財政支出增加帶動經濟向好的過程中，政府財政收入也可能隨之上升，從而出現「政府越花錢越有錢」的局面。這種反直覺的現象之所以會產生，是因為政府支出會影響宏觀經濟環境，進而反過來作用於政府收入，從而形成一條從政府支出到政府收入的因果鏈路。

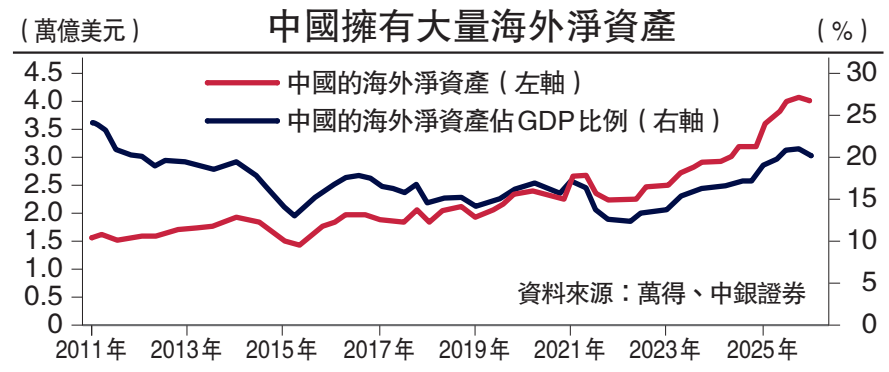
現在讓我們進入這篇文章要討論的正題：中國的債務到底是太多還是太少？單從債務規模數據來看，中國債務似乎太多了。根據國際清算銀行的估計，到今年第一季度末中國非金融部門（居民、非金融企業和政府）的總債務規模已經超過GDP的三倍。這一債務與GDP的比例不僅高於世界平均水平，也高於發達國家平均水平。而且中國的債務不僅規模大，上升速度還很快。從2008年次貸危機到現在，非金融部門的債務佔GDP比重已經翻了一番不止。

債務所對應的投資回報率狀況也不樂觀。要知道，借了債是要還的。而中國大部分債務對應的都是靠債權型融資支撐的投資項目。中國GDP真實增速從2007年的14.2%一路降到2025年的5.0%；同期，GDP與資本存量之比（該比值正比於投資回報率）也明顯走低，2025年已降至改革開放以來的最低水平。基於規模和回報率兩方面的數據，似乎不難得出中國債務過多的結論。這正是許多人認為中國債務過多，需要抑制債務擴張的根據所在。

但認為中國債務過多的看法，是對中國債務問題的誤解。這裏我們先回答針對債務規模的質疑，即中國債務規模這麼大，是不是就說明債務太多了？

在市場經濟中，判斷一個東西到底多了還是少了，不能只看其規模大小，而要看其供需平衡。債務是一種融資方式，必然有借入方和借出方。借貸過程中，儲蓄從借出者（債權方）轉移到借入者（債務方）。在債務融資中，債務是對儲蓄的需求，儲蓄則是對債務的資金供給。判斷一國債務太多還是太少、債務風險是高是低，必須看該國儲蓄與債務之間的供需平衡。不考慮儲蓄規模，僅憑債務規模來研判債務風險的思路，從方法論上來講就是沒有意義的。

中國是一個債務規模很大，同時儲蓄規模也很大的國家。2025年，中國儲蓄率為43%，差不多是同時期其他國家和地區平均儲蓄率的兩倍。中國的高儲蓄率與消費不足，是同一枚硬幣的兩面，都根植於居民部門收入佔比偏低的收入分配結構。有兩方面的證據可以表明，在中國儲蓄與債務的供需平衡中，儲蓄過剩。



證據之一是中國向外國借出的大量儲蓄。國際投資頭寸表數據顯示，中國在2025年末海外淨資產（中國持有的海外資產減去中國的外債）已達到4.1萬億美元，佔到當年中國GDP的21%。如果有人認為中國國內的債務已經太多了，那麼別忘了中國還借了這麼大量的儲蓄給外國。

證據之二是中國極高的債券價格（極低的債券收益率）。價格反映供求，債券價格反映了債務的供求。目前，中國債券價格指數已升至近20年最高，與之反向變化的債券收益率則降至20年最低。高企的債券價格說明買家大有人在，債券完全不愁賣、供不應求。如果一個國家真的債務太多、風險很高，債券價格應當很低、收益率應當很高才對。

穩增長不宜去槓桿

中國儲蓄供給的資金大於債務吸收的資金量。給定這一現實，中國債務規模雖然很高，但其實債務不是太多，而是太少了。近年來，國內去槓桿舉措的推進加大了中國經濟的下行壓力，增加了經濟失穩的風險。只要收入分配格局對消費增長的約束還在，只要中國還是儲蓄過剩的國家，就需要持續擴大債務融資，把更多儲蓄導向國內的投資項目，以此擴大內需、穩定經濟增長。

接下來我們來回應債務回報率偏低的質疑。翻開大量投資項目（特別是基礎設施項目）的財務報表就會發現，中國投資回報率明顯偏低。很多人因此質疑：借來的錢運用效率不高，為什麼還要借這麼多？也有人拿這一現象作為中國債務過多的論據。

要回答債務對應的低回報率問題，首先需要把投資回報率的賬算對。判斷這些投資項目的回報率，不能只看項目本身微觀層面是否掙錢，還要算上項目為地方和國家貢獻的社會效益。只盯着項目微觀層面的賬本，不算社會層面的賬，就會低估很多項目的投資回報率，尤其是基礎設施項目。比如在城裏修地鐵，靠賣票其實掙不了多少錢，地鐵要考慮公益性，票價一般不會定得很高。所以翻開各大城市地鐵項目的賬本，項目本身的財務回報率通常不太好看，甚至很多地鐵項目需要政府補貼才能運營。但這並不意味着地鐵不應該修，地鐵項目通過它的「不掙錢」，補貼了廣大人民群眾。人們從便捷地鐵交通中獲得的便利和福利，也應該算進地鐵項目的回報。

在考慮投資回報率的問題時，還必須考慮宏觀經濟面臨的約束，求取「約束最優」。**對中國經濟來說，「上策」是調節收入分配結構，提高居民部門收入佔經濟總收入的比重，以此推進消費轉型。如此，可降低中國的儲蓄率、增加消費，從源頭上減少債務生成的規模。這是中國經濟的「最優」出路。**

將儲蓄轉化為投資

但收入分配調節難以在短期內取得實質性進展。在中國儲蓄仍處高位、融資結構又以債權型融資為主的情況下，多借債、把儲蓄用起來是當務之急。而在居民收入較低的情況下，居民借債的意願不會太強。這時，通過債務把儲蓄用於投資，就是中國在現實約束下的「約束最優」，也即中國可選的「中策」。

既不調節收入分配結構，又打壓債務和投資，經濟不會因此好轉，而只會讓供強需弱的格局進一步惡化，最終走向企業大規模倒閉、工人大規模失業的「下策」。

有人可能會問：借債來搞低效投資，難道不是資源的浪費嗎？答案是肯定的，這當然是資源的浪費。但接下來的問題是：不借債來做投資，資源是不是就不浪費了？答案則是否定的。在消費轉型的「上策」還未走通的時候，如果還要打壓債務、削減投資（不走「中策」），中國經濟就會因需求嚴重不足而被迫走向去產能的「下策」。企業倒閉、工人失業、產能被摧毀，是比做低效投資更加嚴重的資源浪費。

在這種收入分配結構的約束下，我們只能在「中策」與「下策」之間兩害相權取其輕。沒有考慮到中國經濟現在面臨的約束條件，沒有想到削減債務會帶來的不利後果，空談債務的副作用，是容易犯的錯誤。

宏觀經濟，人人都熟悉，大部分人卻並不理解。大眾對宏觀經濟的感受當然真實，但從日常經驗得出的看法，未必能抓住感受背後的真正原因。基於這些看法形成的政策思路，往往達不到目的，甚至南轅北轍。

由於缺乏宏觀思維，很多人只看到債務帶來的副作用，看不到債務對經濟穩定的貢獻，也看不到儲蓄高企背景下中國債務規模上升的必要性，許多流行的錯誤觀點由此而來。這時需要專業人士運用專業知識，把經濟運行的各種約束看清楚、把中國經濟運行的道理講清楚、把各種政策選項的利弊得失分析透，從而引導市場共識向正確的方向。任何打着專業旗號的經濟分析者，都需要認識到自己肩上責任之重大，需要不斷提升對宏觀經濟的理解，切不可嘩眾取寵。

（作者為中銀證券首席經濟學家）

「芯片美元」加劇市場波動性

市場脈搏 唐建偉

過去一年，外資買入美國股票的規模首次突破1萬億美元，是同期買入美國國債的兩倍以上。增量中最大的一塊來自亞洲。這些錢的源頭，是東亞經濟體在半導體產業鏈上積累的貿易順差。以韓國為例，其芯片順差已接近全部貿易順差，而居民海外股票持倉中有七成配置在美國，散戶比例更高。市場給這種循環起了一個名字：「芯片美元」。

美元的邊際抵押品，正在從低波動的美國國債，換成高波動的美國股票。當然要明確的是這只是邊際變化，不是存量替代。

論存量，美國國債市場仍然是全球規模最大、流動性最強的安全資產池，外國官方持有的美債規模依然龐大，美元儲備貨幣地位的根基沒有被動搖。但邊際資金決定價格的邊際走向，當新流入的錢更多選擇股票而非債券，美元信用的邊際支撐就已經在換錨。

過去「美元是避風港」的經驗，建立在資金流入國債這一層穩定抵押品之上。國債的價格波動有限，美元資產的吸引力不依賴於風險偏好。一旦邊際買盤換成對情緒高度敏感的股票資金，美元匯率的穩定性就會打折扣。

過去幾十年，美債收益率是全球資產的定價錨，住房抵押貸款、新興市場美元債、跨境資本流動的融資條件，都盯着這個坐標。當邊際資金轉向美股，越來越多的資本開始盯住科技股估值。美元的強弱與納斯達克綁得更緊，而不是美債收益率。

其後果之一，就有原有的對沖框架可能失效。過去分開持有美元、美債和美股，被認為是分散風險的標準做法；如今三者可能同向共振。德意志銀行估算，外國投資者持有的美國股票資產超過20萬億美元，其中約90%的價值來自累積的價格升值而非實際淨購入——這一龐大頭寸高度依賴美股估值的維繫。當衝擊來臨，股票和匯率可能同時下跌，傳統上「美股跌、美元漲」的對沖邏輯瓦解，分散化保護會在最需要它的時候消失。

新的資金鏈條正在成形：亞洲出口芯片賺得順差，順差資金買入美國科技股，股權融資支撐AI企業擴張，擴張帶來更多芯片採購，把順差推得更高。上行期，這是一台看起來不會停的機器；但它同時也是放大器，把亞洲出口景氣、美股價格和全球算力投資預期焊在了同一根鏈條上。

這條鏈條的規模已經可以用數字度量。北美四大雲廠商2026年第三季度合計資本開支約2087億美元，按年增長84%。按最新指引測算，四家雲廠商全年資本開支合計約7300億美元。這7000多億美元級別的算力投資，一端連着美國科技股的估值敘事，另一端連着亞洲半導體出口的訂單流。

鏈條的脆弱性在於時序：算力需求的兌現是漸進的，資本開支落地到產生回報存在時滯，矛盾不會立刻暴露。但從機制上看，一旦市場對AI投資回報產生系統性懷疑，衝擊不會只落在某一家公司，而會沿着「順差—股價—融資—採購」的環路，同時打擊貿易、股市和匯率。在以美債為抵押品的體系裏，這種跨市場的同步衝擊比較少見，因為國債的價值不依賴於某一條產業鏈的景氣度。

股市匯市同步共振

新興市場發行美元債、以美元計價貿易，過去面對的是相對穩定的美債利率環境；今後要承受的是隨股市情緒起伏的融資條件。資本流動和匯率壓力的波動都會被放大，貨幣政策的騰挪空間被進一步壓縮。對於順差經濟體，處境更加微妙：它們用出口競爭力換來美元順差，又把美元投回美國的風險資產，既是美國貿易逆差的對手方，又是美股的資金來源。這種結構的穩定，依賴於AI敘事的持續兌現。一旦AI投資熱潮降溫或競爭對手擴大芯片供應，順差可能大幅收窄，不僅影響增長，也會影響財政穩定。

不同經濟體的敞口並不相同。中國內地的淨國際資產中，組合投資佔比不到兩成，遠低於日本、韓國及中國台灣的近五成，配置更偏向黃金和硬資產，既不是芯片順差的主要來源，也沒有大規模回購美國股票。日韓及中國台灣的配置結構則更集中於美股，對情緒波動的敏感度天然更高。

最後，幾個邊際信號比宏大敘事更值得盯住：外資買入美股的月度流量是否持續、韓國半導體出口佔總出口的比重是否見頂、超大規模雲廠商資本開支指引的修正方向，以及美元與納斯達克相關性是否從階段性正相關固化為持續的正相關。當納指下跌時美元不再上漲，反而同步走弱，這就意味着美元作為風險資產的屬性正在強化，而避險屬性在退潮。這些數據會比敘事更早給出答案。

把邊際抵押品從國債換成股票，不會立刻動搖美元的儲備貨幣地位，但確實改寫了三件事：美元波動的中樞在抬高，全球資產的相關性在同步提升，危機的傳導路徑從債市的單點衝擊轉向股市與匯市的同步共振。

當最安全的抵押品變成了最波動的資產，全球市場波動性增強、風險性上升，是可以預見的。

（作者為資深金融研究人員）

環球股市波動 港樓市仍穩固

樓市新態 陳永傑

最近樓市升勢受阻，轉入窄幅整固，其實很正常，因為市場正處於好淡角力階段。一邊廂香港本地基本面無變；另一邊廂外圍政經局勢風高浪急，令買家態度轉趨審慎，入市腳步自然放慢。

利好因素方面，租金表現硬淨。根據差餉物業估價署數字，今年10月份私樓租金指數報213.2點，連升12個月再創歷史新高。自2022年底政府「搶人才」以來，租金累積升幅超過兩成，證明住屋需求來自實實在在的人口流入。只要全面撤辣方向不變，人才繼續來港，剛性需求就長做長有，為樓市打下強心針。

新盤熱鬧 購買力強勁

一手市場依然熱鬧，年初至今成交已衝破1.7萬宗，反映購買力無消失，只是買家入市更為理性。發展商貼市價推盤吸走大批購買力，短期內需要時間消化。

近期環球股市坐過山車，美國人工智能（AI）股急插，龍頭英偉達由高位大幅回調，市場人心惶惶，怕AI泡沫爆破，美股三大指數一度跌入技術性調整，加上中東局勢緊張、美國加息預期升溫，全球金融市場波動，香港樓市難免受影響。

不過，股市對樓市的影響只是「一陣風」。美股急挫後，市場短時間內已可消化AI泡沫憂慮，資金火速回流科技股，英偉達隨即大反彈，帶動美股一個交易日就收復失地，市場氣氛已完全扭轉。香港樓市期間無出現恐慌性拋售，中原城市領先指數CCL近期跌幅只約2%，可見外圍衝擊更多只是心理影響，基本面並未轉壞。

歷史顯示，向來股市行先、樓市跟尾，但樓市跌幅通常溫和得多，多數在股市回穩後3至6個月見底。現時租金持續上升、人才不斷流入，基本面較過往穩固，樓市未必需要長時間尋底。

好淡拉鋸之下，樓市短期難免窄幅上落，但中長期還看實質需求，而不是一時三刻的市場情緒。筆者相信，只要股市站穩，樓市便能重拾動力，年底前樓價預計在現水平2%內上落。市況淡靜期間，購買力正慢慢儲力，等外圍明朗、信心恢復，需求就會再次爆發。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



◀私樓租金指數持續創新高，反映住屋需求來自實在的人口流入。 資料圖片