

中央為什麼不「放水」救經濟

作者：方舟 一國兩制研究中心研究總監
文章刊載於《信報》2024年2月14日

2022年底疫情結束之後，外界曾經希望中國經濟能夠快速反彈。然而，中國經濟復甦並未如預期那般理想，特別是2023年第三季度以來又出現了減緩趨勢。包括美國、日本、印度等全球大部分經濟體股市都大漲的情況下，內地和香港的股市卻「斯人獨憔悴」。

這導致現在很多市場力量都希望中央政府能夠「放水」，採用類似美國量化寬鬆(QE, Quantitative Easing)的方式向市場大規模注資來刺激經濟。但中央政府明確表示「堅決不搞大水漫灌」。

雖然這段時間以來中央陸續使用了1萬億元特別國債、下調金融機構存款準備金率0.5個百分點，以及農曆新年前利用中央匯金公司擴大A股ETF增持範圍等政策手段，但出台的這些實際上都是局部的刺激政策，整體來說並未有外界市場所期望的強力量化寬鬆刺激措施。這背後中央最高層的考慮其實是將整體經濟結構轉型的重要性置於拉高經濟增長速度之上，簡單而言，即是轉型優先於增速。

其實中央政府對這一點早已展示鮮明態度：在2017年中共十九大報告中，就已經提出中國經濟由高速增長轉向高質量發展階段。這種調整是從簡單追求數量和增速的發展，轉向以質量和效益為首要目標的發展，本質上是要以創新為動力來推動經濟發展。

2023年9月，習近平在黑龍江考察調研期間還首次提出了「新質生產力」的概念。所謂「新質生產力」，實際上是發揮科技創新的主導作用來推動產業創新，通過前沿科技催生新產業，培育經濟發展的新動能。2023年底召開的中央經濟工作會議更是首次將「科技創新」列為首要工作任務，提出要大力推進新型工業化，發展數字經濟，加快推動人工智能發展；打造生物製造、商業航天、低空經濟等若干戰略性新興產業，開闢量子、生命科學等未來產業新賽道。上述這些「新興產業」和「新賽道」，正是對「新質生產力」的最佳註腳。

實際上，中央提出高質量發展和新質生產力等理念的背後蘊藏着當前中國經濟面臨的兩個轉型問題。第一是產業結構的轉型，即通過調整產業結構，防止經濟脫實向虛，不走美國資本主義靠金融業膨脹推動經濟繁榮的模式。國家在「十四五」規劃中第一次提出要保持製造業比重基本穩定，後來更明確地提出發展新質生產力，通過科技創新來實現經濟進步和高質量發展，而不依賴金融膨脹拉動經濟。去年中央金融工作會

議和今年 1 月中旬召開的省部級幹部金融研討班都強調了「堅持把金融服務實體經濟作為根本宗旨」，顯示出中國和美國金融模式有本質區別，中國不會允許金融系統利用大量衍生工具自我膨脹和自我循環，從而製造泡沫風險形成對實體經濟和民生的衝擊。

第二個實際上是經濟增長模式的轉型。改革開放之後，中國打破原來高度集中的財政管理體制，以「分灶吃飯」和「財政包幹」的模式向地方下放了財政自主權，由各省和中央簽訂承包合同，確定上繳中央的稅收數額，其餘全部自留。隨着經濟的蓬勃發展，地方政府口袋裏的錢多了，但因為上繳中央的稅額是根據承包合同確定的，中央財政收入不能隨着經濟的發展而增加，所以中央財政佔全部財政收入的比重不斷下降，對財政大局的控制力日漸削弱。為此，朱鎔基在 1994 年推動了分稅制改革，令增值稅等一些主要稅收歸中央財政所有。

這個改革雖然解決了中央政府的財力問題，但一定程度上令後來地方政府的財政收入壓力增大，加上法律不允許地方政府向銀行貸款，客觀上造成地方在發展時面臨資金不足的難題，從而導致它們在發展經濟，特別是推動城市化的進程中創造出「經營城市」的發展模式。

「經營城市」實際上是地方政府成立當地政府所擁有的城市投資公司（簡稱「城投公司」），然後把土地資產注入城投公司，由城投公司拿土地向銀行抵押貸款，利用貸款獲得的資金開展基礎設施建設、改善投資環境，以此吸引企業在當地落戶投資。企業的投資促進了當地經濟發展，提高了地方政府的稅收收入。更重要的是，經濟的發展還能帶動地價上漲。之後，城投公司可以利用地方政府新注入的增值土地作為抵押品繼續融資，不斷提升融資額，進入「城投公司融資—基建投資—招商引資—經濟發展—地價進一步上升」的循環，最終形成地方政府財力、房地產公司和經濟發展這三者互相促進的發展模式。

但是後來地價和房地產價格上漲過快導致了兩大問題。一是投資炒樓的利潤率遠高於一般實業投資，甚至曾經出現一家上市公司本來處於經營虧損狀態，但賣了兩個舊樓的住宅單位後就將財務報表扭虧為盈了。這種情況令整體經濟出現了脫實向虛的趨勢。第二則是樓價上漲過快帶來了民生問題，特別是大城市的高樓價令老百姓怨聲載道。在這樣的背景下，中央決定改變這種狀況，限制房地產公司用高槓桿的融資模式，嚴格控制樓價上漲。

當房地產價格被打壓下去之後，又衍生出新的矛盾。第一是從經濟結構上看，房地產行業對經濟的拉動作用強。僅房地產行業自身佔中國 GDP 比重就達到近 7%，算上建築、傢俬、物業等房地產相關行業，對 GDP 的拉動作用更是達到 17% 左右。如果房地產行業快速下降，無疑將對整體經濟有很大影響，因為不只是地產行業本身，與其相關的家用電器、建材裝修等一系列產業都會被波及。第二則是地方政府原先將賣

地收入作為財政資金的補充和基建投入的重要來源，現在由於地價下跌，土地賣不出去，城投公司先前的模式就維持不下去。而且許多城投公司自身高負債，實際上構成了地方政府的大量隱形債務問題。

近年，中央在政策上開始允許地方政府發行專項債等地方債券來融資，但這些的融資規模偏小，難以彌補城投公司的土地融資。土地融資可以利用土地的快速升值來不斷提高融資額，城投公司隨地價上升能夠借到更多的錢，其融資能力強於僅依賴地方稅收來償還的發債融資。由於地方政府的融資能力下降，原來在地產商、地方政府和經濟發展之間形成的循環就被打破了。固有的發展模式打破後，許多地方的經濟發展自然也面臨着較為困難的局面。

要解決目前的局面並非簡單選擇「放不放水」，而是要把握處理好兩個重點。第一是在產業結構轉型的過程中要「先立後破」。雖然都希望新動能替代舊動能，但是維持舊動能仍是很重要的。這是因為當今中國經濟的體量已經很大，舊動能的佔比和絕對數量依然很高，新動能尚處於快速發展的起步階段，短時間內不足以完全取代舊動能。

新動能的代表之一是中國製造的「新三樣」——電動汽車、鋰電池和太陽能蓄電池。從進出口的角度看，儘管 2023 年「新三樣」合計出口比上年增長 29.9%，但其規模也才首次突破 1 萬億元，不足出口總額的 5%。從整體產值看，即使算上其他新動能產業，目前中國的戰略性新興產業增加值佔 GDP 比重也還不足 15%。

如今人們常說的物聯網、人工智能、虛擬現實等新概念，雖然前景很好，但大部分尚未進入大規模商業化普及應用的階段。從歷史上看，伴隨新技術突破的大規模商業革命往往需要技術積累成熟到某個時點才會來臨，互聯網和智能移動終端的普及皆是如此。所以在這個突破的時間節點來臨之前，一方面要繼續保持發展新動能的勢頭，另一方面也不能對舊動能「一刀切」，應該在維持舊動能、保持經濟穩定增長的同時實現發展新動能的轉型。

第二就是要解決好經濟增長的結構性問題，眼下的關鍵不是使用貨幣政策還是財政政策這麼簡單，更不是赤字率應提高到多少或減息幾個點子的問題，而是要解決舊有發展模式被打破的結構性問題。原先地產公司、地方政府城投融資和經濟發展的「三位一體」循環被打破了，未來需要創造新的增長模式，包括要維持地方政府推動經濟發展的能力和積極性。

針對這個困境，其實可以借鑑上世紀九十年代末中央採取結構性手段處理四大國有銀行負債的模式。當時中國四大國有銀行壞賬率很高，西方輿論普遍認為中國的國有銀行在技術上已經資不抵債，即將破產。但後來中央成立四大資產管理公司，通過央行和財政部特別注資四大資管公司，購買四大銀行的不良資產，成功將舊的債務包袱

剝離出來，令這些銀行得以輕裝上陣。今天，這四大銀行都是在世界最大銀行之列，中國工商銀行更長期居於全球商業銀行第一位。

現在其實也可以採取類似的手法解決地方政府和房地產公司的債務問題。雖然理論上說「誰家的孩子誰家抱」，要防止出現「道德風險」(Moral Hazard)，但現在並非個別地方政府的問題，而是整體的結構性問題，所以還是有必要由中央出手成立資管公司來承接地方債，幫助地方政府輕裝上陣。

這兩個轉型顯然都需要時間來解決，但中央推動轉型的決心同樣堅定。

如今中國經濟增速放緩，人口也開始負增長，確實有聲音認為中國在步九十年代日本的後塵陷入長期停滯期，但兩者的實際情況有很大區別。當時日本基本上是飽和型的發達社會，而中國現在的人均 GDP 剛過 1.2 萬美元，還有 10 億人未坐過飛機。對許多中國家庭而言，很多消費品還是一個從無到有的過程。例如，雖然中國現在是全球最大汽車生產國、消費國和出口國，2023 年中國汽車生產量達到 3016 萬輛，但中國內地的汽車普及率還遠未及三十年前的日本。如果要達到當時日本的水平(約每千人擁有 400 輛)，中國的汽車年產量將達到 5000 萬輛以上。所以從這個角度看，中國未來的消費還有很大增長空間。

如果觀察另一個「亞洲四小龍」台灣的歷史數據，在其人均 GDP 處於 1 萬至 2 萬美元的階段，GDP 年平均增速也超過 5.2%。所以其實在內地人均 GDP 達到兩萬美元之前，每年應該可以實現 5%至 6%的增速。未來只要處理得當，中國經濟的增長潛力依然巨大。