

努力增加基層收入 促進內需提振經濟



察股觀經 李迅雷

中泰證券
首席經濟學家

中央經濟工作會議提出中國經濟面臨「需求收縮、供給衝擊和預期轉弱」三重壓力，引起熱議。2022年國家雖然採取積極的財政政策和穩健的貨幣政策來應對，展望2023年，對經濟有舉足輕重影響的房地產和出口依然不容樂觀；基建投資固然可以作為逆周期的政策工具，保持較快增速，但不能完全對沖房地產和製造業投資增速的下行。

經濟靠投資、消費和出口這三駕馬車來拉動，在2023年投資和出口趨弱的背景下，要穩住經濟大盤，發力點應該在消費這駕馬車上。

筆者認為，提高居民整體收入水平，尤其是中低收入群衆的收入非常重要，從政府部門、企業部門和居民部門這三大部門的利益分配體制機制改革的角度看，為此提出三條建議：

第一，增加國家財政對居民部門的支持力度，穩步提高居民部門可支配收入佔GDP的比重。據國家統計局抽樣調查的數據顯示，居民收入佔GDP的比重歷年都在45%左右，而全球平均約為60%，這是中國消費對GDP貢獻相對低的主要原因。在最近發布的《擴大內需戰略規劃綱要（2022—2035年）》中，也提出要「提高勞動報酬在初次分配中的比重」。

近兩年來政府通過減稅、降費或退稅的方式來改善企業的經營環境，支持企業發展，實際上就是政府部門向企業部門轉移收入。從目前看，儘管這一方式取得明顯效果，但仍難以從根本上扭轉「需求收縮」和「預期轉弱」的狀況，說明「授人以漁」的方式，受到了「魚」（需求）不足的約束。不妨採取「放水養魚」的方式，即政府部門向居民部門轉移收入。

完善社會保障 倡發消費券

可以通過三種方式來進行收入轉移，一是定向轉移，即定向給低收入群體進行轉移支付，如增加低保人群收入補貼，確保他們不返貧。二是提高社會保障水平，如用財政資金加大填補社保第一支柱缺口的力度，同時進一步擴大企業年金、職業年金和個人養老金等的二、三支柱的體量；繼續推進教育、醫

療體制的改革，降低民眾負擔。三是實現普惠制，考慮到地方財政的困難，建議2023年中央財政發行1.5萬億元（人民幣，下同）特別國債，向全體公民發放消費券，規模不低人均一千元。

第二，多管道增加居民的財產性收入，提高居民的消費底氣。今年以來，隨着全國房價普遍回落，居民部門的財產性收入顯著減少。為此，一方面要多管齊下，穩房價、穩地價、穩預期；另一方面，為居民部門提供新的增加財產性收入管道，即從過去主要從房地產投資獲得財產性收入，轉向從增加金融資產配置上獲得財產性收入。這就需要在政策支持資本市場發展，在當前權益類資產的估值水平總體偏低的情況下，守住不發生系統性風險的底線，同時積極鼓勵機構投資者的長期資金入市，在高水平開放政策下提高外資的入市比例。

第三，積極宣導第三次分配，改善居民部門內部的收入結構，提高中低收入群體的收入佔比。中國居民收入結構中，高收入群體的收入佔比過高現象長期存在，從國家統計局的數據看，佔總人口前20%的高收入組的人均水平超過後20%低收入組10倍以上，故發展社會慈善事業、鼓勵富裕階層捐款非常必要。目前中國社會捐款規模佔GDP的比重與全球平均水平差距非常大，故發展空間也很大。如數據顯現，2021年中國社會捐贈佔GDP的比重為0.2%，美國則達2.3%。通過促進第三次分配規模不斷擴大的方式，可以提高中低收入群體的收入水平，從而促進消費。


總之，增加中低收入群體的收入水平，在防疫政策優化的背景下，不僅能夠改變需求收縮的現狀，還可以提振信心、扭轉預期轉弱局面。國家把更多的財政資源向居民部門傾斜，比向企業部門傾斜更符合底層邏輯，更有利於穩增長的可持續性。

目前，中國的資本形成對GDP的貢獻仍在40%左右，大約是全球平均水平的2倍，未來要實現「把擴大消費擺在優先位置」的目標，建議未來最終消費對GDP的平均貢獻上升至65%至70%左右，資本形成對GDP的平均貢獻下降至25%至30%左右。



◀中國提升中低收入群體的收入水平，有助提振消費信心，帶動經濟增長。

內地逐步復常 帶動港股樓復甦



樓語縱橫 楊永健

世紀21 〇動力
總經理

特區政府宣布市民毋須再使用「安心出行」，但會保留食肆等指定處所的「疫苗通行證」安排，而入境檢疫亦取消黃碼安排，只保留紅碼及藍碼兩種，換言之，過去3年疫情下的防疫措施將「逐步復常」，整體經濟全面重啟下，勢必為市場帶來新動力。

本地「逐步復常」的同時，近期內地防疫政策已開始改變，轉為在控制下重新開放（Reopening with control）逐步復常，即不再以壓低新冠確診數字作目標，改為管理醫療系統的負荷能力。內地若果重新開放，香港勢必成為內地經濟復常的最受惠經濟體。

有證券行報告指出，隨着內地放寬防疫限制並重啟經濟，將推高對進口和海外旅遊的需求，對香港本地生產總值（GDP）提振效果達7.6%，是亞洲區最大受益者，其次是泰國，對其經濟提振約2.9%。報告認為，內地經濟重開對旅遊支出的帶動，會較對商品進口的帶動更強勁，估計旅遊支出大增可貢獻香港經濟的6%。

無可否認，內地經濟復常，勢必對

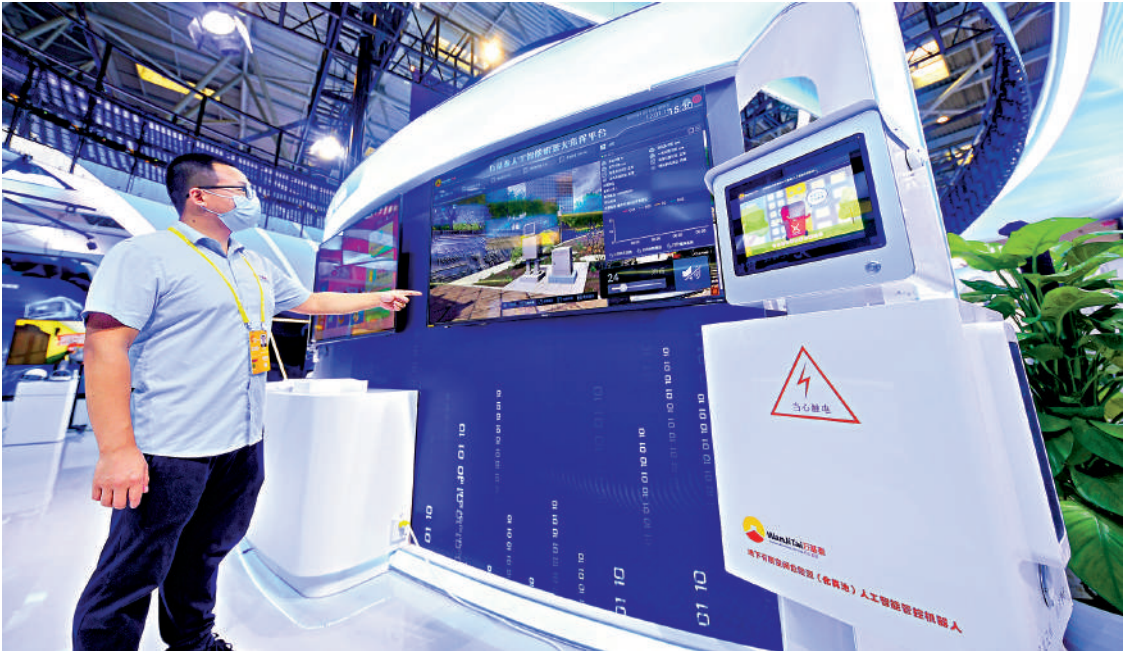
本地經濟、股市、樓市有相當刺激作用。事實上，今年本地股市大部分時間維持低迷，恒指更一度跌穿15000點，創13年半新低，令今年香港IPO市場淡靜，有券商指出，年初截至上月僅僅69家公司上市，預計全年只約80家，總集資額約1056億元，按年回落約68%，亦由兩年前全球排名第一跌至今年只是五甲之內，主要是受到內地政府堅持動態清零防疫策略，以及房地產行業低迷對香港股市構成壓力。

不過，隨着內地復常，相信來年香港IPO市場會重新活躍，更多新資金流入本地股市。

非本地客重新來港置業

同時間，相信內地與香港恢復通關後，勢必有新資金進入本地樓市。事實上，受疫情影響，過去一段時間非本地買家來港買樓的個案大幅減少，非本地買家買樓需繳付買家印花稅，按稅務局公布，今年首11個月只有約600宗買家印花稅成交個案，平均每月約55宗，其中10月份更僅20宗，遠低於2019年疫情前平均每月的177宗。

在「封關」下，非本地買家大幅減少，同時間令今年樓市交投大幅回落，相信內地與香港恢復通關後，勢必帶動非本地買家重新來港買樓，一切「復常」下，來年樓市亦勢必「復常」。



▶中國將通過結構性貨幣政策和專項財政資金，精準發力於半導體、人工智能等產業。

今年二十大正式提出「統籌發展和安全」，12月政治局會議要求，「產業政策要發展和安全並舉，科技政策要聚焦自立自強。」預計明年結構性貨幣政策及財政政策將投入更多資金到基於國防安全、國家競爭、技術封鎖相關的產業，以滿足「自立自強」的安全需求。市場將對航空航天、軍工、半導體、化石能源及新能源、高端裝備、通信及人工智能、專精特新等產業價值重新評估。

科技自立自強 產業估值提升

大學之道 清 和

智本社社長

以發展與安全並舉的視角重估技術產業價值，是未來5年或多年市場估值的主要邏輯。

崛起於90年代的全球化秩序，在2008年金融危機中崩潰。金融危機引發美國政治生態兩極化，導致建制派勢力倒台，經濟失序衝擊政治秩序，特朗普政府試圖打破貿易、技術、資本秩序。儘管拜登重新奪回白宮，並修復美國與歐日關係，但大勢已去。

新冠疫情引發的全球供應鏈危機及國家制度之爭，俄烏衝突引發的全球能源危機和地緣政治危機，將國際政治安全焦慮與國家衝突情緒大幅升溫，加劇各國的不信任。美歐亞各國紛紛增加軍事投入與財政支出，實施保護法令和支持性產業政策，增強國防、經濟、金融、技術、數據以及地緣政治方面的安全。

各國經濟政策趨向政治化

近5年，全球主要國家的宏觀經濟政策明顯政治化，即貨幣政策支持財政融資，財政融資支持產業政策，產業政策支持國家安全。各國財政政策趨於產業政策化，大量財政資金專門投入到能源、半導體、生物技術等產業，致力於技術產業回歸及本土化。

美國《2022年降低通脹法案》涉及補貼或減稅資金規模達3700億美元，目的是強化能源安全和戰略性產業回流，對受補貼企業提出了嚴格的國產化限制。

美國《2022年芯片和科學法》涉及資金2800億美元，包括為美國半導體製造業提供520億美元補貼和激勵措施，目的是重構全球半導體產業鏈，強化美國半導體產業鏈的技術領先和領導地位。要求受補貼企業，包括在美國投資的日韓企業，不再增加對一些國家的半導體產業投資。

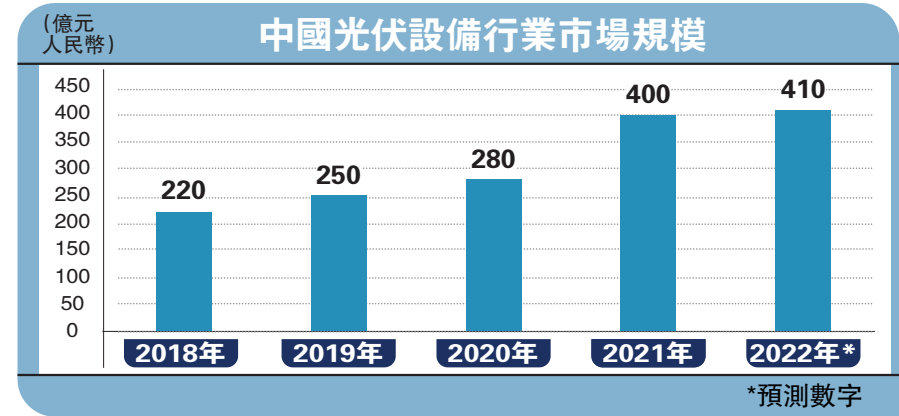
近些年，歐盟試圖通過全球統一最低稅率、減排政策推動製造業回流，但收效甚微。俄烏衝突促使歐洲經濟結構「斷臂式」調整，全面去俄油氣，引發大通脹，導致歐元大跌、製造業及貿易急劇萎縮，反而加劇了歐洲製造業的外遷。

作為歐盟核心國家，德國在能源危機中損失慘重，化工、汽車等製造業遭受產能打擊。今年11月，德國總理舒爾茨頂着政治壓力率領豪華商業團隊訪華，為巴斯夫、大眾汽車等老牌德國企業緩解產能危機、擴大對華投資作政治鋪墊。

在能源危機之下，中德之間存在相當的貿易互補性。不過，在德國政治內部，對華政策存在分歧。德國議會試圖通過限制性法令，包括投資審查、軍民兩用品出口限制，以減少對中國以及第三市場的依賴度。實際上，德國不會脫離歐盟的產業自主化及經濟安全框架。

近期，法國國際關係研究所(IFRI)發表《歐盟工業戰略：協調競爭和地緣經濟挑戰》一文，分析歐盟在全球激烈競爭背景下的戰略調整，包括歐洲工業戰略、去對第三方市場依賴度以及建立貿易預防機制。

2021年5月更新的《歐盟工業戰略》，就繪製了歐盟戰略依賴關係及



歐盟進口的5200種產品的依存度圖譜，明確了歐盟高度依賴的敏感領域的137種產品，佔歐盟以外進口貨物總額的6%。這些產品中有一半以上來自中國，主要涉及稀土和關鍵原材料。歐盟的產業戰略試圖強化歐盟在重要領域的領先地位，包括航空航天和國防、電子信息、可再生能源等。

歐盟正在制定市場預防機制，用於保護關鍵資產、打擊第三方脅迫、平衡市場准入、解決安全問題等。

中國推動科研 突破封鎖

在國際政治焦慮的大背景下，近些年中國在美國技術封鎖、國際貿易衝突、中美金融監管衝突、地緣政治與意識形態分歧中面臨廣泛的挑戰。安全成為了中國最高決策層重要的政治議題之一。

今年二十大正式提出「統籌發展和安全」，既要發展又要安全成為中國式現代化的主要路線。安全的含義頗為廣泛，包括國家安全、政治安全、經濟安全、軍事科技文化社會安全等。未來5年甚至更長時間，安全指標在中國決策邏輯中的地位將增強。

中國煤炭、進口石油以及新能源構成的能源安全體系之於美國頁岩油氣、可控核聚變以及清潔能源，中國航空航天系統、5G之於美國NASA、星鏈以及計劃服務於國防部門的星盾，中國芯片技術自主化之於美國半導體產業回歸以及技術封鎖，均面臨直接的競爭與衝突。

二十大報告要求「在關係安全發展的領域加快補齊短板，提升戰略性資源供應保障能力。」

產業政策和科技政策，要求是發展和安全並舉、自立自強。預計未來多年，中國政府將持續通過結構性貨幣政策和專項財政資金，精準發力於關係國防安全、國家競爭、技術封鎖相關產業，包括航空航天、軍工、半導體、化石能源及新能源、高端裝備、通信及人工智能、專精特新等。

安全議題，正在納入各主要國的政治及對外政策的考量中，也正在改變財政、產業政策以及技術產業的估值。未來5年，發展與安全將成為技術產業估值的主要邏輯，市場需要對重要技術產業進行重新估值。

能源產業。能源安全是國家安全的主要內容之一，而俄烏衝突及其引發的能源危機又大大增加了各國能源安全焦慮。美國能源供應以市場為主，頁岩氣革命幫助美國成為能源淨出口國。近10多年，民主黨政府大力打擊化石能源，使用產業政策大規模補貼新能源產業。

中國實施能源多元化路線，回歸煤炭和火電為主體的能源安全體系，加大保供力度；增進與沙特的國際關係，增加在沙特的投資和中東石油的進口。同時，中國政府持續大規模投

資補貼太陽能、風電、電動車等新能源產業。未來，中國政府還將在煤炭、石油、電力及新能源領域大規模投入。

半導體產業。芯片被認為是技術「卡脖子」最嚴重的產業，也是當下地緣政治的焦點和各國構築經濟安全的核心力量。此前，國家集成電路產業投資基金（大基金）投資逾3400億元人民幣，不過今年該公司進入反腐風暴眼。儘管如此，中國政府不會動搖尋求芯片技術突破的決心和半導體自主化的路線。明年，國家可能推出半導體產業扶持計劃，透過補貼、稅收抵免等方式支持半導體製造企業，資金規模可能達萬億元人民幣。不過，半導體從誕生開始就是一個自主化難度極高的全球化產業，台積電成為了中美競相角逐的重要企業。同時，中國方面還可能設法爭取韓國半導體企業的支持。

航空航天及通信產業。國家之間的頂級較量將移步太空領域，航空航天及通信安全在俄烏衝突中被放大。馬斯克SpaceX的「星鏈」低軌衛星介入了這場衝突。近期，SpaceX發布了星盾（StarShield）項目，主要服務於政府、國防及情報部門。該項目將進一步加劇主要國家對低軌空域資源的爭奪。

今年中國衛星網絡集團成立，將統籌、規劃和建設低軌衛星通信和5G網絡。未來相當長一段時間，中國都將保持航空航天及通信產業的高投入、強投資。

隨着大規模的結構性貨幣、專項財政進入技術產業，市場將以發展與安全的邏輯對這些產業重新定價。值得注意的是，短期產業估值將被基於安全的財政、產業等政策拉高，但其長期價值根植於企業經營、技術實力及產業發展之中。

歷史經驗表明，當秩序加速崩壞時，各國紛紛以國家安全為目的擴張軍力、集中力量和管控資源。即便俄烏衝突在明年結束，全球性的安全焦慮在未來數年甚至更長時間依然是左右國家外交、經濟與產業政策的主要邏輯。

值得警惕的是，以國家主義主導的安全政策未必能夠帶來真正安全，反而可能加劇金融風險與政治衝突。在全球化時代，以安全為目的的國家主義存在明顯的「陀螺安全悖論」。一個高速旋轉的陀螺尚存穩定，而陀螺一旦減速，尤其是以安全為目的的「急剎車」，反致其顛覆。全球化時代的國家組織，其自身缺乏穩定性，真正的安全來自於高速運轉與自發協作的全球化市場。對於國家而言，發展是安全的前提；對於產業而言，發展是估值的保障。

發展即安全。這是全球化時代的安全觀。