

推高通脹能否救經濟？



大學之道 清和

智本社社長

最近，88歲的經濟學家張五常常在網上發文，給當前經濟問題出謀劃策。老爺子從佛利民（Milton Friedman）的消費函數理論說起，建議中國主動推高通脹。「在不約束樓價之外，中國的央行要盡快把通脹的年率推到6%左右，然後調校到4%，一直維持到經濟復甦。」

主動推高通脹拯救經濟的辦法，引發了廣泛的爭議。有些人認為，主動推高通脹，相當於飲鴆止渴，掠奪老百姓財富，對經濟百害無一利。但也有人表示，可以效仿去年美國政府的做法，給普通家庭發錢，刺激消費，推高通脹，然後央行加息抗通脹，經濟軟著陸，這樣可以避免長期通縮。

實際上，張五常是想解決當前經濟通脹率過低的問題，為了防止經濟過度低迷，甚至陷入通縮，而主動推高通脹。這辦法有點像「放水救經濟」，看似簡單粗暴，其實很值得探討。

歷史上，費雪、凱恩斯、薩繆爾森、佛利民都對此有過深入探討。推高通脹救經濟的原理，最有代表性的就是菲利浦斯曲線。菲利浦斯曲線表明，央行推高通脹，失業率下降，促進經濟復甦。不過，菲利浦斯曲線也經常失靈。

不可否認的是，中國經濟學界、決策部門需要高度重視貨幣政策、財政政策的新思路、新變化，對當前的經濟問題，可能採取的政策要嚴肅對待，比如能否把利率降到零；比如將推動通脹率恢復到2%以上作為央行的目標；比如修改《銀行法》允許央行採購資產啟動量化寬鬆工具，比如每年發行2萬億元人民幣國債、無差異將資金發給普通家庭。

上述政策有利有弊，需要社會的廣泛討論。回到主動推高通脹這個話題，筆者的觀點很明確：主動推高通脹是「表」，增加家庭實際財富是「裏」。

張五常從佛利民的消費函數理論說起，意思也就說增加家庭財富是關鍵。凱恩斯認為，消費是現期收入的函數。

佛利民則認為，消費是財富的函數。就解決實際問題來說，佛利民和凱恩斯沒有本質區別，佛利民的主張更加全面，可以概括成一句話：增加家庭實際財富。

增加家庭財富促進消費

接下來，我們就從增加家庭財富的角度去討論推高通脹的辦法是否可行。假設有三種辦法推高通脹：

第一，央行超發貨幣，政府大量借錢投資基建，由於貨幣規模達至「天量」外溢到市場中引發通脹。這是一種糟糕的方式：匯率危機增加，政府債務危機增加，老百姓實際收入沒有增加，家庭財富被通脹削減，貧富差距擴大，還造成大規模的資源浪費。

第二，央行超發貨幣，政府大規模借錢發給普通家庭，刺激家庭消費，經濟和物價反彈，央行再緊縮貨幣壓住通脹。這種辦法有好有壞，好處是拯救家庭資產負債表，避免大蕭條，但可能引發大通脹。

去年美國就使用了這種辦法，收到奇效。美國消費、就業和經濟強勁反彈，同時也出現了大通脹，但至少避免了大衰退。這種辦法很值得經濟學界研究，它的特別之處就是財政資金市場化，就是把財政借來的錢發給家庭，讓市場去配置，效率高得多。所以，這個辦法要比大規模借錢投資基建好。

第三，央行不必超發貨幣，政府將財政收入通過減稅、發放現金的方式轉移到普通家庭，促進消費、就業和經濟增長——按照佛利民的貨幣理論，此方式引發的物價上漲並非真正的通脹。毫無疑問，這是最佳方式。關鍵在於，政府能否把基建投資的錢、行政開支的錢、國企大規模上繳利潤的錢，發給普通家庭。

所以，推高通脹並非關鍵，關鍵是增加普通家庭的實際財富。不論什麼辦法，最重要的是增加普通家庭的實際財富。最後筆者想說的是，在危機時刻，政府和央行的使命就是保護家庭資產負債表，才能穩住企業和銀行的資產負債表，國民經濟才能避免大衰退。但是，這麼操作的前提就是政府和央行要保持競爭性，國家要保持開放性。



▲新能智慧智能汽車的潛力和巨大空間，預計會成為明年的重要支柱行業之一。

2024年，中國經濟進入築底和恢復期，不會比2023年更差，沒必要悲觀。但這並不是說，我們將會遇到一個U形或V形復甦。這是常識，猶如剛出加護病房的人不會轉身就去KTV。不同的人、企業可能面對的兩種情況，正如經乾卦的初九和九二爻辭，為「潛龍勿用」，或「見龍在田」。

「潛龍勿用」對應暮冬，是人生的蛰伏期，也是厚積薄發的階段。對於經濟而言，這是最差的時期，實體經濟的調整接近尾聲。「見龍在田」對應初春，是人生軌跡出現上升，嶄露頭角的時期。

政策發力 中國經濟穩步復甦



數字經濟 鄭磊

薩摩耶雲科技集團
首席經濟學家

中央經濟會議再次提出聚焦經濟建設這一中心工作，推進中國式現代化作為最大的政治。這次不同之處在於，提出首要任務是高質量發展，即建立在科技創新基礎上的發展模式，與過去粗放型發展有本質不同。這就意味着，重回舊軌的簡單刺激政策不再適用，明確了用新模式（立）替代舊經濟模式（破）是長期目標，「先立後破」是行動策略。

從傳統工業經濟到數字經濟的轉換是漫長過程，不可能一蹴而就，關鍵是平衡好破立關係，協調好破立的力度和節奏。「立」主要依靠企業自主行動，「破」更多來自政策作用，大家做好應對顛簸起伏的準備。

吸引外資 扶持民企

加大宏觀逆周期調控力度，財政政策需要更加積極，從中央財政層面加槓桿，統籌地方債務和對擴大消費給予支持；貨幣政策需要更加靈活和寬鬆，避免短期通縮長期化。在現有管理體制下，宏觀政策出自多門，要保持政策之間的目標一致性已經很難，而要協調非經濟政策與經濟政策的一致性，更是難上加難。如何加強各個政策領域的協調性，及時評估政策效應和糾正偏差做法，是發揮經濟活力的必要條件。

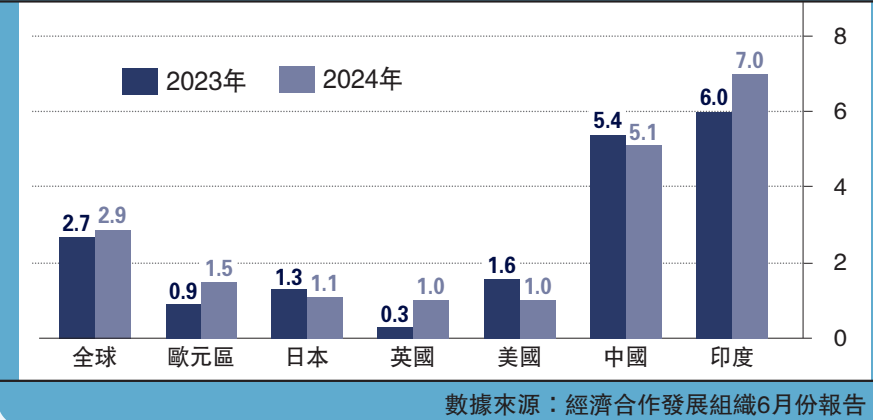
外企佔中國企業總數不到3%，貢獻了40%的對外貿易，超過16%的稅收，和近10%的城鎮就業；民營經濟貢獻了50%以上的稅收、60%以上的國內生產總值、70%以上的技術創新成果、80%以上的城鎮勞動就業、90%以上的企業數量。穩預期、穩增長和穩就業，激活經濟活力的關鍵抓手有兩個，一是穩外資外企，二是讓民營經濟在恢復元氣基礎上繼續發展壯大。針對這兩方面已出台不少政策了，但只有在市場准入、要素獲取、公平執法、權益保護等方面切實落實相關舉措，才能逐步見效。

脫鉤斷鏈和外資流出對中國出口與經濟產生較大影響。七大工業國組織（G7集團）目前採取的是管轄衝突的競爭策略，預計外交方面會出現與歐美國家一定程度的緩和，中國未來將加強產業層面的對外開放，尤其是面向東盟、拉美、西亞等「一帶一路」國家，各種吸引外商投資的政策仍有較大施展空間。

社會預期偏弱的局面要改變，要促進民間投資，中央經濟會議提出要促進民營企業發展壯大，這與之前的提法基本一致。但要扭轉民營企業家和投資者的預期，根本解決辦法是要明確如何看待和對待民營經濟，需要自上而下理清思路，要明確宣示支持民營經濟的政策將長期執行下去。打通經濟循環的堵點，要處理好低效率部門與高效率部門的資源錯配、沉重財政負擔與人口拐點之間的矛盾。

現代化產業體系的構建要依靠創新科技，即顛覆性技術和前沿技術。

全球各經濟體增長率預估



新型工業化是建設現代化產業體系的必經之路，短期來看，數智技術是實現它的主要工具。舉國體制在發展路線和目標明確的技術領域，有較明顯的效果。但也要看到，顛覆性技術主要依靠個體自由發揮為基礎的創新，來自基礎科學理論的創新，沒有確定的路徑和方法可循，需要個人和企業善於發現不易察覺的機會，並主動嘗試新事物和充滿創新精神。

積極化債 嚴防風險

今年以來，「保交樓」成為化解房地產市場風險的主要抓手。而2024年的改革主要著力在穩定金融市場運行和預期，穩妥處置金融風險，全面實施穩慎的金融監管。這個過程可能會持續三年、五年時間。

在建設金融強國的大目標下，金融供給側改革率先在銀行、信託、保險、股權投資等領域展開。中國特色金融首先是守住安全底線，注重金融發展的普惠性，並跟上用科技為金融賦能的發展趨勢和步伐。金融深化改革和開放的重點在於，提高支持實體經濟的力度和「一帶一路」跨境投融資便利化水平。

地方政府債的巨大體量，需要央地合作，尤其一些地區可能無法靠盘活或出售資產等方式償還債務，需要協調金融機構過渡展期、借新還舊、置換等方式，化解存量債務風險。更嚴重的情况可能是，在當地金融機構也出現風險時，監管機構和地方政府需要通力合作，採用併購重組、更換股東、注入資產等方式，逐步消化和處置不良資產。

全國金融工作會議要求金融企業要牢固樹立正確經營觀、業績觀和風險觀，平衡好功能性與營利性的關係，堅持功能性第一。按照這個方向整改，金融行業的回報水平有可能整體下調。同時，為解決銀行補充資本和滿足新技術型企業融資需求的能力，金融證券市場有可能出現一波上漲，以實現金融安全和服務實體經濟這兩大打造「金融強國」的必竟之功。券商和基金管理行業有機會通過併購做大做強，但是金融業將淡化精英色彩，提高金融科技含量，逐漸告別傳統金融的經營業態。

作為融資的主要渠道，股市將在2024年有所表現。儘管大盤整體走強還欠缺一些重要條件，但一些板塊可能值得關注。筆者預計在年中某個時段將出現左側投資機會，將吸引長線投資者布局未來幾年由科技創新驅動的牛市。

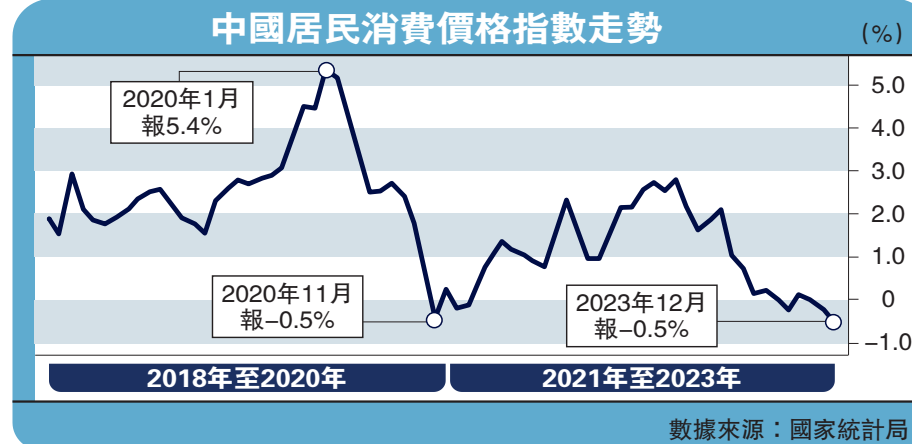
2024年，建議投資者仍重點關注科技、大健康、教育、餐飲、休閒娛樂、新型基礎設施、銀髮經濟等主題投資機會。這些板塊有較強內生動力，科技板塊的進取性較強，關鍵核心技术、減排降碳等題材關注度高；新型基礎設施處於高速穩定投入階段，有較強的持續性；其他板塊帶有防禦性，屬於經濟底部區域仍較有活力的部門。

刺激消費 推動科研

消費和投資仍是2024年經濟工作的重點。挖掘消費的潛能和提高投資的效率，需要打破信心低落和資產負債表衰退的困局。消費需要有新意，在健康消費的基礎上，數字消費和綠色消費可能成為新潮流。在新能源車普及率已達到較高水平的情況下，發展智能汽車、智能家居、低空交通等戰略性新興產業，有利於催谷高消費；文娛旅遊、體育賽事和日常生活緊密結合的快速消費品仍將繼續恢復。消費的另一個着力點是貿易，中間品貿易、服務貿易、數字貿易、跨境電商出口的平台類企業將獲得政策支持和發展空間。

戰略性新興產業可以重點關注數智技術基礎設施和應用為主線的領域，以及生物製造、生命科學等有可能短期出現技術突破的新賽道。傳統產業則側重廣泛應用人工智能、綠色技術、新能源、新材料技術，加快傳統產業轉型升級的一些領域。其中，人工智能（AI）在生成式人工智能（AIGC）技術推動下，產業雛形已經形成，通過AI技術賦能各行各業將成為新的經濟增長極。低空經濟是首次重點提到的新產業，這需要疊加智慧城市相關的產業的發展，目前低空商業交通已經開始在部分城市試點，在產業層面也有了一定基礎，低空經濟未來發展成為與新能源智能汽車並立的重要支柱行業的潛力和巨大空間。商業航天、量子科學和生命科學等屬於未來產業新賽道，可以作為遠期規劃，逐步穩健推進。中央經濟會議提到這些方面，並非2024年能夠見效的領域，這是構建現代化產業體系總體規劃和遠景規劃重要組成部分。

2024年A股有可能出現長期資金入市機會，時機可能會在一季度之後。港股走勢也依賴中國經濟基本面築底之後的走強，而波動則多來自國際地緣政治事件，特別是與中國有關的消息，全年或有結構性交易機會。



減息利置業 明年樓市看俏



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

近月整體樓市交投逐步回升，無論一、二手成交量均有所回升。天水圍大型新盤YOHO WEST正式登記，銷售成績亦持續理想，三輪銷售已售近900伙新盤。本月至今整體新盤銷售已超越1100伙，預計本月新盤銷售更有機會重上1300伙以上的近八個月高位，新盤銷售連續三個月回升，反映買家已逐步重拾入市意欲。

相信讀者亦有留意，近月市場上利好消息不斷湧現，新盤亦頻錄大額交易，豪宅銷情亦相當理想。九龍站凱旋門新近更成功售出最後一伙天際獨立屋，單位為觀星閣頂層複式戶，實用面積2682方呎，平台面積1265方呎，成交價2.19924億元，呎價高達8.2萬元，再創近年九龍區豪宅呎價新高價。

樓市利好因素一直強化，美國息口預料將回落，或許美國聯儲局最快明年



▲新盤熱賣，預計本月新盤銷售有機會重上1300伙以上。

一季度便會重啟減息，息口下調加上本港租金亦持續上升，相信可重新推動部分租客變買家，甚或是收租客入市。當然，最重要仍然是明年經濟增長情況。最新廠商會預計，今年本港經濟增長或可達4%到5%，而來年的經濟增長亦可達3.5%，經濟增長升幅仍然是顯著。

專才湧港成住宅新購買力

此外，寧德時代宣布在香港科學園設立國際總部及研發中心，並於上周與科學園簽署合作備忘錄，為香港帶來正面的經濟價值和社會影響。作為全球領先的電池技術公司，寧德時代的進駐，將推動香港在電池技術和電動車產業的發展，也將對高等教育和研究工作產生深遠影響。

大型科技企業落戶香港，肯定可以吸引更多科技人才來港。去年底實施的高才計劃，初步成績已超乎預期理想，過去一年已超過18萬名海外以內內地人才透過不同的計劃來港發展，已移居香港的人才亦已超過7萬人，相信隨着寧德時代來港，亦會吸引一批科研人才，相信來年高才通或更多。

總括而言，樓市經過近一年的整固，樓價已調整至相當吸引的水平，個別屋苑樓價下調幅度更高達三成至四成，加上施政報告實施減辣後，無論是收租客、部分先買後賣的換租客以至來港專才，買家入市成本調低，大大增加入市意欲，加上種種利好因素湧現，樓市有望盡快完成尋底，來年樓市或重拾升軌。