



►分析指出，未來財政支出要轉向投資和消費並重，增加醫療教育養老等支出，進而提高居民消費意願。

## 經濟觀察家

2025年中國經濟將走向何方？成為各方討論焦點。其中，財政政策被寄予厚望，赤字率是核心關鍵。在一系列財政政策工具中，赤字率不僅意味着財政力度的大小，更重要的是起到穩定預期、提振市場的作用。筆者建議赤字率在3.5%以上乃至4.0%。

綜合來看，2025年財政政策工具可考慮包括以下構成：赤字率4.0%、專項債4.5萬億元（人民幣，下同）、超長期特別國債1萬億元（支持兩重兩新）、特別國債3萬億（補充銀行資本金1萬億，房地產穩定基金2萬億），合計14萬億元，相當於GDP的10.2%。這其中至關重要的是赤字率，無論3.0%還是4.0%，赤字絕對規模相差不大，但信號意義和穩定預期的意義卻相差萬千。

# 加強穩增長 赤字率可升至4%

宏觀漫談  
羅志恆

首先，3%赤字率並非鐵律，該突破就必要突破。過去一直在講3%是遵守財政紀律與否的標準線，實際上赤字率不論是3%還是4%，都難以真正起到約束財政紀律的作用。過去中國長期採用「控赤字、擴專項債」的理念，控制3%的赤字率，但經濟發展又需要很多資金，結果是專項債規模逐年增加，還不夠怎麼辦？這就滋生了大量的隱性債務，就形成了「控赤字、擴專項債和隱性債務持續增加」的財政實踐。

其次，衡量財政政策的積極程度，有必要從盯住靜態的赤字率轉到盯住財政支出增速，支出增速達到或者接近名義經濟增長就是積極的。赤字率是靜態的，但經濟運行是動態的，長期以一個靜態指標來支持動態的經濟運行，是不合適的。財政政策怎樣才是積極的？有必要盯支出增速，而不是赤字率的水平。財政收入會不斷波動，根據確定的赤字率和赤字規模進而確定支出規模，可能就會出現順周期的行為。

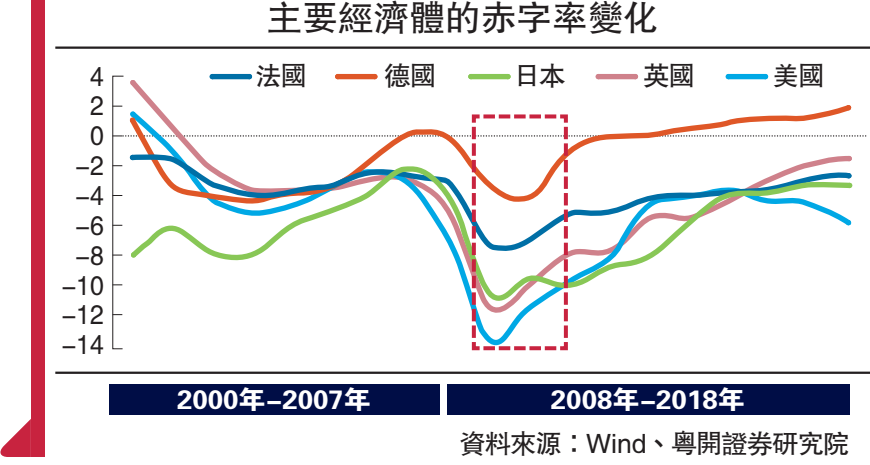
再次，經濟下行期的財政政策應當以支出政策而非收入政策為主。從過去幾年的情況可以發現，在經濟下行期企業和居民信心不足的情況下，寄希望於收入端的減稅降費政策來拉動經濟增長，效果是有限的。減稅減到了企業和居民，但是企業和居民信心不足，企業難以大幅追加投資、居民難以大幅增加消費，所以減稅降費所帶來的結果就是債務增加、但經濟增長有限。最近有專家提出提高個人所得稅基本扣除標準，提高到8000、10000元來降低個人所得稅。但筆者認為這種效果可能有限，初心是好的，但方式可能欠妥當，應該採取更加有效的方式來支持中低收入群體。

最後，要優化支出結構，財政政策重點從投資為主轉向投資與消費並重。投資和消費同等重要，關鍵是投資方向的問題。我們團隊最近對十個經濟體的公共投資及國內31個省份的基建投資作比較，發現投資存在的問題是：人均不足、結構性問題更多。結構性問題體現為「硬基建多、軟基建少」；「人口流入的東部地區基建不足、人口流出區域基建過剩」。

## 提高居民消費意願

筆者認為，基建投資還是有空間的，未來可能需要與四個方向掛鉤：1）跟人口流動掛鉤，人口持續流入的區域可以加大基建投入；2）跟人口結構掛鉤，中國進入人口老齡化和少子化之後，人口老齡化意味着對於醫療養老方面的投資需要增加；3）要與提高潛在經濟增長率掛鉤，投資要投向新基建、新能源等，突破「卡脖子」領域；4）要與安全掛鉤，包括老舊小區的燃氣管道、地下管廊，露天電線的排布等都需要改善。

不要糾結於要投資還是要消費，



關鍵是兩者的結構比例及找到有經濟或者社會效益的領域。當然，筆者主要想強調的是未來的財政支出要更多地從投資為主轉向投資和消費並重，要解決居民的後顧之憂，增加醫療教育養老等方面支出，解決農民工市民化的問題，進而提高居民消費意願。

## 六點建議加大財政支出

一是建議赤字率提高到3.5%以上乃至4.0%，可起到擴大總需求、釋放穩增長的強烈信號以穩定預期、緩解地方財政壓力三重功效。在目前中國經濟的體量下，1個百分點的赤字率約為1.3至1.4萬億元，3.5%和4%的赤字率分別對應2025年的赤字為4.8萬億和5.5萬億。

為何要通過上調赤字率、而非增加超長期特別國債、專項債額度的方式呢？1）赤字率上調到4.0%，赤字中的國債和一般債相較特別國債、專項債的使用約束條件少，能更快地形成支出，擴大總需求。2）赤字率指標相比其他財政工具有特殊的意義，公眾主要根據該指標而非綜合指標來判斷財政政策積極程度，信號意義顯著，更有利於穩定預期和信心，而且能直接提振資本市場。3）赤字相對超長期特別國債、專項債而言，無論是中央發國債再轉移支付給地方政府，還是地方政府發一般債，地方政府可自由支配的程度更大，有利於緩解地方財政壓力，進一步促進地方政府發展經濟和改善民生。

二是財政政策從盯住赤字率到支出增速，年內有必要根據經濟形勢、財政收入和專項債發行使用情況及時追加預算，提高支出增速，更好地發揮財政逆周期調節的功能。如果2025年財政收入再度低於預期、專項債發行使用進度偏慢以至於影響到財政支出增速提高，影響財政政策逆周期調節的能力，有必要果斷追加預算。動作要快，要走在市場預期前面。

三是改革專項債制度，包括短期放寬專項債的使用範圍、從「額度找項目」改為「項目定額度」、額度分配向債務負擔輕和產業基礎好的人口流入地區傾斜，長期看專項債要回歸本源、將部分專項債新增額度調整為一般債。為提高專項債的支出進度並降低風險，有必要從「先定額度再找項目」變成「根據項目儲備情況定額度」，避免有額度但支出不出去；同

時分配上要向債務負擔輕、產業基礎好和人口流入地區傾斜。考慮到2024年專項債新增額度為3.9萬億元，2025年要擴大使用範圍，預計規模可達4.5萬億元。

四是加大對特定群體的補助和支持，以提高其抗風險能力並提振消費。包括對失業大學生的補助、對農村老人群體的補貼、對於二孩以上家庭的特定補貼等，各方對上述群體的補助有較強的共識。

五是要高度關注化債之後的地方財政形勢，充分利用化債騰出的時間窗口，構建債務管理的長效機制與深化財稅體制改革。1）從「化債中發展」真正轉向「發展中化債」，化解了地方政府的現金流，但是部分未納入隱性債務但地方政府仍可能承擔兜底責任的支出負擔包括城投平台債務、拖欠賬款等要繼續引起重視。2）在四本經常性預算之外，研究建立債務預算和資本預算，與政府資產負債表和綜合財務報告銜接。資本預算即針對政府固定資產投資等能夠形成公共固定資產的財政支出活動編製的預算；債務預算是對政府債務規模、結構、還本付息計劃等進行詳細規劃的預算，是現行債務限額管理的升級版。3）從長期來看要提高中央財政支出比重，切實落實「適度提高中央事權和支出責任」的部署才是治本之策，否則「地方支出責任多—地方財政困難—中央加大轉移支付—財政資金使用效率低和逆向激勵」的循環難以打破。

六是從中央政府層面探索成立「房地產穩定基金」，先期規模可在2萬億元左右，專項用於保交房、收儲存量房、收購房企存量土地等工作，保障民生、緩解房企流動性壓力；引導鼓勵高品質住宅產品開發，以優質供給滿足居民合理需求。1—10月份房地產銷售同比為-15.8%，其中現房銷售同比為18.8%，期房銷售同比為-25.3%，兩者相差44.1個百分點，即房地產銷售主要是期房銷售拖累。這反映出居民不是沒有需求，而是對房地產企業風險仍有疑慮，因此「保交樓」保供給某種意義上就是促需求。但是當前地方政府保供給難度較大，可以研究探索中央政府層面宣布成立一個基金，有利於穩定居民對房地產的信心。（作者為粵開證券首席經濟學家）

# 完善M1統計口徑 增強經濟前瞻性

天風視野  
宋雪濤

2024年12月2日，人民銀行正式表示將個人活期存款、非銀行支付機構客戶備付金納入M1（狹義貨幣供應）口徑，M1從原先的「流通中貨幣（M0）+單位活期存款」，擴展為「流通中貨幣（M0）+單位活期存款+個人活期存款+非銀行支付機構客戶備付金」。

M0、M1、M2主要是按照資金的流動性（能否直接用於支付交易等）進行劃分。在1994年貨幣供應量口徑劃分之初，中國還沒有個人銀行卡，更無移動支付體系，個人存款無法用於即時轉賬支付，因此居民存款（包括活期存款），均納入到M2（廣義貨幣供應），能夠用於直接支付的如單位活期存款則納入M1。

其後，雖然人民銀行多次修正M2和M0的統計口徑（分別在2001年、2002年、2011年、2018年對M2的統計範圍進行修改，在2022年對M0進行修改），但是一直沒有修正過M1口徑。

今次調整是對M1口徑的一次查漏補缺，1994年確定的口徑在當前並不完全適用。按照人民銀行官方表述，隨著支付手段的快速發展，居民活期存款已經做到了無需取現即可隨時用於支付，應將其計入M1。同時，非銀行支付機構客戶備付金，可以直接用於支付或交易，具有較強的流動性，也應納入M1（客戶備付金是支付機構預收其客戶的待付貨幣資金，比如支付寶、微信等）。

在口徑修正後，新、舊M1口徑雖然在趨勢上走勢一致，但是依舊有兩點變化值得關注：

一是隨著涵蓋範圍變大，居民活期存款與企業存款之間的變動不再影響M1。比如往年春節受年終獎發放等因素影響，企業存款向居民存款轉移，疊加春節錯位的影響，M1同比在每年年初會出現明顯波動。但是隨著居民活期

存款納入M1口徑，春節資金波動對M1的影響明顯下降，這大大減弱了異常值對M1走勢的擾動。比如2024年1月，舊口徑M1同比從1.3%跳升至5.9%，但新口徑僅從1.6%升至3.4%。

二是隨著分項增多，單一科目對M1的影響減弱，M1同比波動降幅收窄。比如2024年10月，新、舊口徑M1同比增速分別為-2.3%和-6.1%。舊口徑下M1同比增速降幅大，主要是因為受手工貼息治理影響，企業活期存款大幅走弱，10月企業活期存款對M1同比增速的拉動為-7.7個百分點。但在新口徑下，受企業活期存款佔比回落影響，其對M1的同比的拉動從-7.7收窄至-4.8個百分點。同時，近期居民活期存款對M1的支撐一直穩定在1.5個百分點左右。這使得今年新口徑下的M1同比降幅明顯低於舊口徑下的M1同比增速。

## 熨平春節因素波動

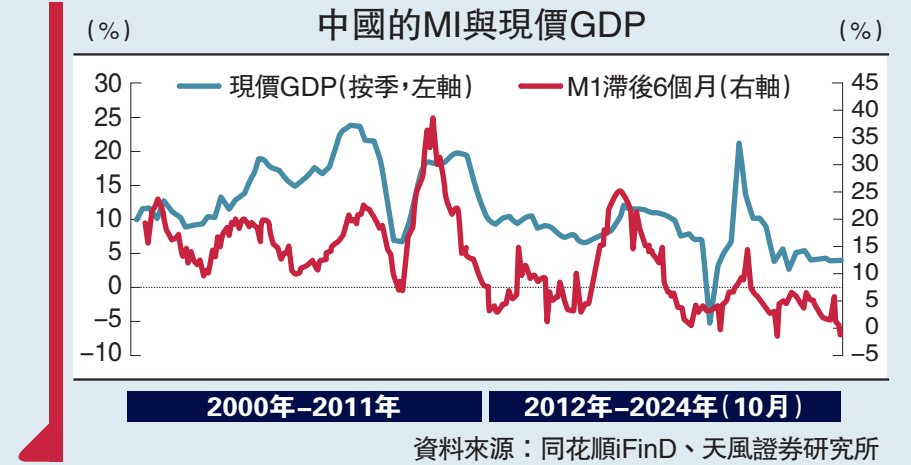
不過，M1統計口徑變更的實際意義並不止於此。M1作為高流動性的貨幣供應量指標，一般會被用於表徵當前實體經濟的活躍程度。比如，M1同比增速高增（單位活期存款走高），往往表明當前居民消費意願（居民存款向單位活期存款轉化，如購房和消費）、財政擴張意願（財政資金下發，財政存款向企業存款轉移）、企業投資擴張意願（企業定期存款向活期存款轉移）的走強。

體現在數據上，M1同比增速領先PPI同比、現價GDP、工業企業利潤等經濟指標六個月左右。雖然本次口徑修正並不影響M1同比的走勢及其對相關經濟指標的領先性，但在春節等異常值減少後，新口徑M1同比增速與PPI等指標的相關性有望提升。

此前無論是出口導向型經濟還是投資導向型經濟，核心主體一直是企業，因此主要由單位活期存款為主的M1能較好地跟蹤經濟狀態，但隨著消費對中國經濟的重要性越來越高（體現為消費在GDP中的佔比提升），居民消費將通過活期存款的變動影響到M1增速，一定程度上提高了M1增速對企業投資和居民消費的表徵性。（作者為天風證券首席宏觀分析師）



▲消費對中國經濟的重要性越來越高，居民消費將通過活期存款的變動影響到M1增速。



# 適應市場改變 避過淘汰戰

樓市新態  
汪敦敬

香港近年可謂歷盡滄桑，有一些港人可能從樂觀變成悲觀。樓市上，大家從傳媒報道上看到樓價不斷下跌的消息。筆者認為，政府要穩定樓市，一定要連環出招、環環相扣。

人類生存在社會裏，遇到不一樣的環境，需要改變心態，從而改變命運。當年，美國牛仔年代結束進入鐵路時代，馬蹄鐵工人出現大量失業，很多工人一直都等待市道回復景氣，但他們

永遠等不到那一刻，因為時代已經改變了。

如果面對的是時代改變，我們就應該趕快爭取時間去適應遊戲規則，不要再花時間自怨自艾。樂觀者勝利的原因不是他們克服市場，而是他們贏了自暴自棄。

現在市道欠佳，其實是社會面對很多改變，道理就如汽油車可能會被電動車淘汰一樣。筆者覺得地產代理的人海戰術一樣要面對淘汰，因為人海戰術之下，即使市道回復，「食白果」的人一樣會多得很多。筆者經營的公司是用「多舖少人」去平衡「僧多粥少」，算是殺出了血路，11月份同事人人開4.2宗成交。

勤奮樂觀者遇到逆境照樣前進。悲觀者選擇躺平，即使市道好時也會困難處處。躺平甚至放棄者會被更勤力的精英取代。筆者希望港人拒絕躺平，珍惜機會。（作者為祥益地產總裁）



▲社會不斷變遷，香港當前也面臨不斷變化的環境，希望港人應變，拒絕躺平。