



▲中國的「新三樣」雖然有不錯的發展，但仍要繼續擴大規模，才有足夠力量支撐下一輪中國經濟增長。

經濟觀察家

應對經濟下行壓力、實現穩增長，需要宏觀經濟政策、行業政策和改革政策三方面的協同配合。特別是美國加徵關稅帶來的經濟衝擊超出預期，政府應採取更有針對性的措施，譬如對企業及個人提供直接救助，幫助其渡過困難。

政策協同發力 助外貿企渡難關



平心而論
黃益平

中國經濟下行壓力在過去十幾年間一直存在。我們最近分析了新世紀以來的經濟數據，發現一個有意思的現象：將每年年初全國人民代表大會確定的經濟增長目標與當年實際實現的增長數據放在一起比較來看，2012年以前，中國國內生產總值（GDP）增長目標大致在每年7%至8%，但最終實現的實際增長通常都在9%以上。可以說，我們比較輕鬆地超額完成了每年設定的增長目標。

經濟增速在2010年觸頂，在2011年以後出現下行趨勢。2012年之後，經濟增長目標逐步下調，目前為5%左右。一個有趣的現象是，中國這些年來實際實現的增長率一直緊貼增長目標，一起往下走。這表明了兩個事實：一方面，2012年以後經濟下行壓力較大，增長目標的調整實際上是適應現實的需要；另一方面，在政府、企業及其他各方市場參與者的共同努力下，每年最終都能實現既定的增長目標。

扶持新興產業 提升民企信心

這就提出一個問題：既然增長下行壓力長期存在，穩增長究竟需要什麼樣的政策組合？初步的回答是，需要三方面的政策相互配合。

一是宏觀經濟政策。在經濟不景氣時使用宏觀經濟政策是理所當然的做法，也就是通過貨幣政策和財政政策進行逆周期調節——經濟過熱時收緊政策，經濟低迷時放鬆政策。今天討論穩增長，主要是指如何提振經濟，因此貨幣寬鬆和財政寬鬆是基本做法。

需要注意的是，宏觀經濟政策主要適用於短期逆周期調節。這也提醒我們，當經濟面臨下行壓力時，採取宏觀經濟政策進行應對是沒有問題的，但如果連續2至3年，甚至5至10年一直依賴政策寬鬆，這顯然是不可持續的。

二是行業政策。中國過去十幾年間面臨經濟下行壓力，除了受到一些短期衝擊（如美國金融危機）的影響外，還有一個非常重要的現象：部分行業因為成本逐漸提高和市場環境變化而失去了競爭力，正在快速退出。與此同時，我們需要新興產業不斷進入市場來支持經濟增長。這種情況下，行業政策就顯得尤為重要。

以當前面臨的問題為例，房地產行業持續下行使得穩增長變得尤其具有挑戰性，因為在中國經濟體系中，房地產對於投資和消費的影響都非常重要，如果不能穩住房地產，其他穩增長措施就會變得更加困難。事實上，我們過去的一項研究表明，近十幾年來宏觀經濟波動背後的一個非常重要的行業，就是建築和房地產行業——早期主要是基礎設施建設，後期就是房地產。

行業更新換代帶來經濟下行壓力，意味着舊的產業在不斷退出，但新的產業增長不夠快，這要求我們抓住兩重問題：一方面，想辦法為新興產業的興起創造更好的環境，這是行業政策的重要意義，儘管行業政策可能見效相對較慢；另一方面，對於像房地產這樣對整個經濟具有巨大影響的行業，需要在短期內穩定其發展，控制其負面拖累。

從根本上講，中國經濟能否持續增長，還是要看是否有新興產業出現並支持未來增長。中國是有新興產業的，但目前新興產業存在一些問題。例如，中國「新三樣」雖然發展得很好，但體量還不夠大，還不足以支撐下一輪中國經濟增長；同時這些「新三樣」產業非常集中，導致國際上一些觀點認為中國在這些領域成本過低、產能過剩，其他國家難以競爭。

三是改革政策。隨着中國經濟從要素投入型增長轉向創新驅動型增長，經營環境的改善變得尤為重要。短期看，改革政策有兩大任務，首先是真正讓市場在資源配置中的決定性作用，其次是提高民營企業的信心。民企是中國經濟创新的主力，近年來在國際市場上能夠對其他國家企業形成競爭壓力的，幾乎無一例外都是民企。近期我們已出台了許多改善民營企業環境的政策，關鍵是要把這些政策落實到位，切實提升民營企業信心。

總之，應對經濟下行壓力、實現穩增長，宏觀經濟政策、行業政策和改革政策三個方面的配合非常重要，僅靠單一政策可能難以達到理想效果。但需要注意的是，在不同時點，政策重點可能有所不同，當總體經濟相對平穩但某些產業正在下行時，行業政策和改革政策應該成為重點；而當經濟確實面臨較大下行壓力，特別是受到一些內外部衝擊時，可能需要更多考慮宏觀政策來支持增長。

發放專項補貼 助企業應急

那麼，今年的政策應對應該如何安排呢？客觀地說，年初時對經濟下行壓力是有思想準備的。去年9月一攬子增量政策推出之後，經濟指標確實出現明顯改善，證明宏觀政策發揮了作用，去年四季度和今年一季度GDP表現總體不錯。但回顧來看，2023年和2024年都曾出現過一季度較好、二、三季度走弱，四季度加碼推出提振政策，最終實現全年約5%增長的情況。從政策分析的角度來看，我們必須未雨綢繆。

決策部門顯然也對下階段可能出現的下行風險有所準備，今年兩會強調實施積極的財政政策和適度寬鬆的貨幣政策。至於具體採取什麼措施，本質上是一個數據驅動的政策反應過程——經濟表現好，政策應對會相對溫和；經濟表現差，政策應對會更加積極。

最近發生的美國加徵關稅事件對經濟的衝擊可能超出了很多人預期。特朗普當選美國總統後，大家已經預期會出現一些中美經貿交流方面的限制，但可能沒有預期到關稅會高到現在的水平。對於未來局勢的演變，也難以準確預測，但在當前環境下，高關稅將會帶來的短期經濟衝擊可以預見，只是影響持續多久尚不明確。

考慮到中國對美國出口約佔GDP的3%，儘管通過轉口等方法可創造一定緩衝空間，但我們還可能面臨其他負面衝擊，例如已經看到的一些貿易壁壘的出現。簡言之，短期內可能有相當一部分出口行業會受到較大衝擊，其直接影響加上連帶影響，對中國經濟的短期衝擊不可小覷。

受影響首當其衝的是長三角、珠三角的出口企業，我們已經聽到很多企業家反映訂單突然停滯，這將對GDP增長產生影響，尤其對特定地區、特定行業的影響或不成比例地放大。在此情況下，短期政策應對方向應該很明確——採取一切可能措施穩定局勢。當前受直接影響的部門和行業比較明顯，如果要加大宏觀經濟支持，可能需要採取更有針對性的措施。

如果一批企業面臨經營困難，甚至出現閉關風險，則應考慮如何對其提供針對性救助。企業自身也在努力將出口轉向國內市場，但這並非易事，一方面轉型本身存在困難，另一方面內地需求也並不特別強勁。因此，設計具有針對性的救助措施，幫助受直接衝擊的企業和工人尤為重要。

可以由此聯想到，疫情期間美國財政部曾採取的一些措施：對於受到疫情衝擊的企業，如果這些企業保證在短期內不解僱工人，那麼政府將對其給予一筆補貼。並不是說我們要完全照搬這種措施，但這種思路可以參考。當前的關稅衝擊來得突然且猛烈，超出了企業的應對能力，政府採取針對性措施是非常必要的。

穩經濟政策總結起來是兩條思路：一是需要宏觀、行業和改革政策相結合的政策組合。但在不同的階段政策重點可以有變化，比如短期因素造成增長急劇減速，宏觀政策應該發揮較大作用；如果增速持續性下行，可能需要採取行業與改革政策提升趨勢增長速度。

二是最近美國高關稅造成中國出口面臨挑戰、增長減弱，需要採取果斷的宏觀調控政策。力度較大的宏觀刺激政策可以擴大內地需求、特別是內地消費，不僅有利於穩定增長，也可以避免受到美國關稅限制的大量出口轉口到其他市場如歐盟、東盟，從而造成這些地區的擔憂。同時，刺激政策也可以設計一些有針對性的幫扶受到關稅衝擊的出口企業與工人的措施，緩解這些企業與個人的困難。

（作者為北京大學國家發展研究院院長）

關稅博弈中的最優策略



國金視野
宋雪濤

特朗普「對等關稅」的稅率誕生於荒誕的算法，所以本質不是貿易問題，而是博弈問題，中美博弈接下來的核心是談判。

對於美國而言，與中國這樣的大國談判並沒有太多實際好處，更多是尋求面子上的讓步，以便在政治上有所交代。向大國要「面子」，向小國要「裏子」，索取經濟利益。這也是特朗普發動關稅戰的核心目的，並非像納瓦羅、萊特希澤等理想主義者所期望的那樣，通過「關稅牆」來推動美國製造業回流和自主產業化，而是通過獲取經濟利益解決美國的財政與債務問題。

美國挑起關稅戰之後，中國「以牙還牙」的博弈策略，不僅給美國經濟帶來了額外的衰退擔憂，也在破解美國的談判籌碼。今年4月，多家華爾街投行下調了美國經濟增長預測，上調了美國經濟衰退與美股下跌的概率，因為美國的破壞性政策將引發報復性關稅，從而對商業情緒和供應鏈構成重大打擊。

「以牙還牙」策略為其他國家贏得了90天的緩和期，也為中國企業爭取到90天的轉口貿易時間窗口。在「壓力測試期」內，製造業企業可制定貿易摩擦背景下的應對策略，並與供應商及客戶們進一步探索拓展出口轉口的可能性。於中國而言，拉長博弈的戰線意味着更低的博弈成本和代價。

特朗普的底牌有三張：一是其他國家對美國經濟的依賴度；二是利用美國的軍事力量作為籌碼，要求部分國家增加軍費開支；三是借助美元霸權來做文章。面對特朗普的極限施壓，部分非美國家缺乏有力的談判籌碼，原本不得不付出實際的經濟利益。而中國「以牙還牙」的博弈策略，給予非美國家一個認清時勢的機會。

中國展現「大國範本」，也給非美國家釋出新訊號：首先，中方強硬的態度能使美國的談判籌碼逐漸減少，最終為了結束談判而付出的代價或遠低於直接妥協。其次，一些國家不僅與美國有經貿關係，與中國也有密切往來。如果因過度倒向美國而損失了中國供應鏈或者市場，結果可能得不償失。以越南為例，美國是其最大單一出口國，去年越南對美出口佔其全部出口額的30%，對美出口貢獻其國內生產總值(GDP)26%，這種高度依賴使越南在與美國的貿易談判中處於相對弱勢。但越南的最大進口國是中國，去年從中國進口的佔比達39%，其中九成以上為生產性原材料。為滿足美國而傷害中國，於越南經濟是無法承受的。對非美國家來說，制衡特朗普霸權的籌碼之一，是與中國開展更廣泛的製造業合作。

與中國談判，是非美國家改變與美國談判處境的關鍵。一旦各國從中國獲得更多基礎設施和製造業支持，便會影響到他們與美國之間的博弈處境，不

僅能減輕其被美國「敲詐」的痛苦，還能提升當地的基礎設施建設，深化產業鏈的深度和廣度。

「對等關稅」不可持續

反過來對中國而言，如果能與其他國家的關係在貿易領域取得突破，中美的關稅攻守之勢也就發生逆轉。因此，中國政策的思路順序清晰，先「外」後「內」，時下與周邊國家的談判和外交是我們的首要任務。中央周邊工作會議於2025年4月8日召開，其規格之高足見外交的重要性。

在實踐上，中國正與日韓、東盟和歐盟積極改善貿易關係：與日韓，中國正在深化「面向未來的戰略性協作」，在RCEP（區域全面經濟夥伴關係協定）既有成果基礎上，探索更高標準的制度型開放體系。與東盟，中國通過出海、製造業和技術輸出，減輕東盟與美國談判的痛苦，加強中國與東盟之間經濟合作的同時，也降低了中國與美國談判的門檻和難度。與歐盟，雙方談判進展迅速，拜登曾慫恿歐盟對中國新能源車整車出口加徵關稅，但目前看來取消的概率很大，最終可能達成「最低價格」協議，既照顧到歐洲本土新能源車生產的競爭力，也尊重了市場經濟規律。接下來，中國新能源車企業可能會在歐洲建廠，通過技術輸入帶動歐洲傳統汽車製造就業，解決產能過剩問題，實現雙贏。

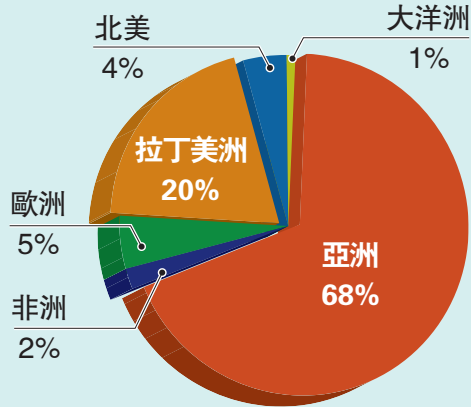
對等關稅本質上是一個多方動態博弈，評估關稅戰前景的核心也絕不是計算稅率。「對等關稅」稅率充滿隨意性的計算方式，鑒別商品豁免與否的極高難度，以及實際執行層面海關人力欠缺的客觀事實，均注定了「對等關稅」不可能持久存在。將階段性關稅稅率作為前提假設，來推算對中國出口和經濟的影響，價值其實有限。

透過特朗普漫天要價、極限施壓的「談判藝術」，我們的注意力還是應當回歸到博弈之上。未來需要觀察的是美國還有無牌可打，G2各自的經濟耐受力和政策儲備，以及各自與第三方國家的談判進展。關稅博弈的平衡，將由與第三方非美國家之間的談判打破。

（作者為國金證券首席經濟學家）

2023年中國對外直接投資存量

（按地區分布）



資料來源：Wind、國金證券研究所

激活樓市的六點建議



樓市新態
汪敦敬

過去內地以房地產分配社會財富給普羅大眾，而且非常有效。在此，筆者提出六方面建議給予香港特區政府，希望重拾房地產這個重要的財富環節。

一、平衡供應。過去特區政府曾推行「勾地政策」，結果失去房產供應主導權，若以無限供應去對付供應不足，在從政情感上是對的，但當遇上房地產供應太多的時候，樓價已經不可以負擔到建築成本，而且在過去追求大量供應的同時，可能已經搶高了建築成本。

筆者認為，特區政府須知道，市場情緒與官方情緒是不同的。

二、受控的炒家是有益的。與發展商一樣，炒家是市場的持份者。雖然部分炒家行為是十分惡性的，但我們不可以嫌棄或者封殺任何持份者，應該好好規管好炒家的副作用，如過分炒賣和以信息影響市場，亦可以善用炒家立功，尤其是市道差的時候，確保市場上有炒家動力，便確保到市場較快復原。

例如在2003年，很多炒家接收了銀主盤，然後把破舊的銀主盤裝修成為雅緻裝修的單位。新買家可借九成按揭上會買雅緻單位，更為市場創造了成交，這就是炒家的生命力。

三、活躍的轉流率。轉流率已經在行政上荒廢多時，直至最近才開始受重視，大部分社會財富都是根據房地產的成交轉流去重新分配，成交牽涉的板塊愈多，財富就會分配得愈均勻，限制成交即是限制了財富分配和流動。如果想解決貧富懸殊的問題，不可能接受現在的低成交量。

四、一二手要平衡分配市場。現在市場太重視一手樓，令到小業主分配財富的幾率減少。其實二手轉流率低，最後會令一手成交減少，看近年的情況就是這樣。如果二手市場能夠活躍，最終市場得到不同成交，而財富亦因此分配，筆者認為特區政府應該要在管制以外的不同環節上令到市場更均勻分配。

五、銀行必須提供有力、有效的按揭。一個好的市場必須要有融資作配合，而不同板塊轉流率裏面往往出現個別板塊難借按揭，會影響整體轉流率的運轉，很多時銀行不太與市場同步，政府要作出監管和協助。

六、特區政府要提供清晰的市場藍圖。特區政府對市場的前景取態，將影響銀行的按揭鬆緊和發展商是否進取。特區政府在未來市場藍圖上宜給予清晰的方向，令到市場「夠膽」做一些長遠的部署。

（作者為祥益地產總裁）