



經濟觀察家



見微知市

武漢科技大學金融證券研究所所長 董登新



►任何國家的養老金儲備都是由三支柱構成的：第一支柱是國家基本養老保險；第二支柱是僱主補充養老；第三支柱是家庭個人養老金

不存款不囤房不炒股 美國人如何老有所依

2016年彭斯在競選美國副總統職位時，向美國聯邦選舉委員會提交的「公共財務披露報告」(Public Financial Disclosure Report)顯示，彭斯當時的銀行存款還不到1.5萬美元，除銀行帳戶外，他還有兩個為子女教育存的529教育帳戶，每個帳戶上的金額都不超過1.5萬美元，同時，還有3個孩子的教育貸款，借款餘額超過了存款。

美國人對待房產的態度，十分類似於中國農民。在中國農村，一家一套房足矣，要麼是帶前後小院的平房，要麼是兩、三層的獨棟小樓，再多無益，也無需再多。另外，在美國股市交易額中，散戶參與交易的份額僅佔11%，而機構投資者交易佔89%，這是一個典型的「機構市」。

人們忍不住要問：美國人不存款、不囤房、不炒股，那麼，他們如何理財？

養老基金產品豐富

專業人做專業事。在美國生活過的人都知道，大多家庭投資都會向理財規劃師(Financial Planner)諮詢，因為大多數人對投資或理財並不專業。一般地，理財規劃師總是將「養老」設定為家庭理財的最高目標或終極目標，他們總是鼓勵並引導家庭理財者要優先參加僱主設立的「稅優」(稅收優惠)退休計劃，例如，401(k)計劃、403(b)計劃、457計劃、TSP計劃，或是自主開設個人退休帳戶(IRA)，家庭理財首先要做好養老儲蓄的長期準備。在此基礎上，如果還有足夠的收入結餘，可能十年不用，理財規劃師一般會首選若干隻股票基金或債券基金供你參考，同時他也會建議你購買一些貨幣基金以滿足日常流動性需要。

當然，理財規劃師是要收取一定的諮詢費的。不過，美國人也十分珍惜這樣的理財諮詢，大多數美國人通過購買股票基金間接參與股市投資，而且許多家庭都是長期持有基金而不是短炒，他們更注重基金投資的長期收益。

根據美國ICI年報統計，截至2018年底，共有5720萬個美國家庭、1.02億美國人持有公募基金，44.8%的美國家庭持有基金，平均每戶持有基金資產15萬美元，平均每個家庭持

有4隻基金。

與此同時，截至2018年底，3億美國人擁有私人養老金總儲備27.1萬億美元，遠超美國GDP(20.49萬億美元)，62%的美國家庭持有「稅優」退休計劃。在「稅優」退休計劃的資產配置上，也主要以公募基金投資為主。比方，401(k)資產的70%以上都是投資公募基金的，其中，投資股票基金的比例高達55%左右，但它直接投資股票的比重一般不足10%。

由此可見，不僅大多數美國家庭直接購買公募基金，而且美國私人養老金也大量持有公募基金，其中，主要以股票基金最受歡迎。因此，美國家庭一般不會直接炒股，而是通過股票基金或私人養老金間接投資股票。因此，在美國家庭的理財選項中，他們首選私人養老金儲備，然後便是以股票基金為代表的公募基金，其他投資選項則相對次要。

根據美聯儲公布的家庭資產持有結構來看，在美國家庭總資產分布中，大致形成了4個四分之一的資產結構：即不動產、私人養老金、證券投資(以股票基金為主)、銀行及保險資產各佔1/4；在美國家庭金融資產分布中，也大致形成了3個三分之一的資產結構：即私人養老金、證券投資(以股票基金為主)、銀行及保險產品各佔1/3。這就是美國家庭理財的基本結構與風格。

內地理財短炒盛行

相比之下，我們的家庭理財仍停留在剛剛解決溫飽之後「短炒、賺快錢」的投機階段，尚未進入「養老目標」時代。

20世紀90年代A股市場開放，我們首次經歷了改革開放後「炒股」帶來的財富效應；21世紀初中國房地產大開發，我們又經歷了「炒房」帶來的財富效應；2008年全球性金融危機以後，我們又經歷了「炒金」帶來的財富效應；與此同時，從P2P到各種資管產品的野蠻生長，我們終於第一次體會到了「打破剛性兌付」後的巨大投機風險。

家庭理財的直接目的，是財富保值增值，但家庭理財的最高目標和終極目標則是養老。然而，中國金融機構卻無力開發出讓老百姓滿意的長期理財產品

或養老金產品，它們只能提供一些迎合「短炒、賺快錢」的投機類產品，這只會進一步憑憑短炒與投機，無法引導理性投資和長期投資，更無法滿足養老目標需求。這是目前中國家庭理財遭遇的最大尷尬。

截至2018年底，中國60歲以上的老年人高達2.5億人，這還不包括45歲退休的女特種工、50歲退休的女工人、55歲退休的女幹部。這一龐大的老年人口，對於擁有14億人口的大國而言，人口老齡化以及養老負擔都是十分嚴重的。因此，養老儲蓄與養老金儲備既是基本國策，也是家庭理財的最高目標。

任何國家的養老金儲備都是由三支柱構成的：第一支柱是國家基本養老保險，它是底線保障，主要目標是防止老年貧困；第二支柱是僱主補充養老，包括企業年金和職業年金，它同時也屬於僱員福利的範疇；第三支柱是家庭個人養老金，它是家庭理財中自我安排的養老儲蓄與養老投資。很顯然，單靠國家社保養老是不夠的，必須要三支柱共同發力。

一般地，我們將第一支柱養老金稱為「公共養老金」，將第二、三支柱養老金合稱為「私人養老金」。在美國，公共養老金儲備僅為2.85萬億美元，而私人養老金儲備卻高達27萬億美元，遠超美國GDP。與此相反，中國公共養老金(全國社會保障基金+基本養老保險基金)接近8萬億元人民幣，而私人養老金(企業年金+職業年金)僅有1.5萬億元人民幣左右，這與中國逼近百萬億元的GDP相比，相差極其懸殊。

因此，在人口老齡化大背景下，我們的家庭理財亟需轉型升級。過去要麼單一存款，要麼單一囤房，要麼單一炒股，如此「短炒、賺快錢」的家庭理財，不僅風險極大，而且它已不適合新時代要求，金融機構應該大力開發各類家庭理財產品，以實際行動教育並引導國民建立以養老為目標的家庭理財觀。養老目標的家庭理財，強調的是長期積累、長期投資。家庭理財教育是國民教育的重要組成部分，它已經迫在眉睫、刻不容緩。

14億人的私人金養老儲備，必將是一個龐大的天文數字。但它的戰略意義，卻又遠超養老本身。

中國以開放應對變局

東方證券首席經濟學家、總裁助理 邵宇



鍍金時代

未來比較長的一段時間，全球經濟增長和全球化的路徑可能不是那麼平穩。大家都說，2018年可能是過去十年來最差的一年，但可能是未來十年中最好的一年。目前來看，全球主要經濟體大概率會再做一次量化寬鬆，因為美聯儲已經轉向，而且市場預期9月份還將繼續降息。此前，澳洲、印度等已經降息。此後，其他國家大致會跟隨美聯儲的節奏，繼續寬鬆，製造出更大的泡沫。

此外，大國之間競爭的量級可能還會持續提升。如果特朗普連任美國總統，會導致民粹主義和保護主義進一步升級。未來長達十幾年的時間，大國間的博弈和競爭都會作為背景存在，這個影響是持續的，「十四五」規劃難做，這可能是一個重要原因。這是一個重要的外生變量，會對產業、金融、科技、體制機制都帶來一些系統性的影響。

首要問題是，全球和中國產業鏈會如何調整，本質上這是一個開放和營商環境優化的問題。

最近，特朗普猛懾了越南，這是因為不少中國和日韓企業都轉移到了越南，所以越南對美國的出口飆升。特朗普的特點就是，哪個國家對美國有貿易順差，他就把貿易戰的戰火燒到哪兒。所以，很有可能的情況是，當那些在中國的跨國公司把產能都轉到越南去了，他就把越南作為對手了。那麼，企業是不是就不轉了？似乎這樣對中國是利好。顯然不是，這種不確定性帶來的最有可能的結果是，企業將部分產能遷到美國，專門為美國或者北美生產。特斯拉(上海)就是很好的案例，在中國生產的特斯拉是不能銷到美國的，主要是賣給中國，當然也有可能銷往亞洲其他國家。

因此，只要特朗普和納瓦羅堅持這種「貿易逆差就是被佔便宜」的貿易觀，那些主要的消費市場是美國的企業，很可能就會在美國布局供應鏈。而在其他地方，主要就是三大中心——亞洲、北美(除美國)和歐洲，產業鏈布局基本可以照舊，因為貿易衝突的強度可控。

作為應對，中國正在努力構建自己的朋友圈。在本次G20大阪峰會上，中國宣布了五條新的開放舉措，其

中提到，東南亞的「區域全面經濟夥伴關係」(RCEP)有望在年內達成協議；中歐之間的雙邊投資協定(BIT)也在繼續推進，有望在2020形成初步框架；而中日韓一體化也爭取在未來幾年內形成突破，只是當前受到日韓關係的影響，可能面臨一定阻力；再加上「一帶一路」倡議的深化等。大家都在玩合縱連橫的遊戲。

打造「三零」自由港

相對美國而言，歐盟對中國的態度更客觀務實，認為在不同政策領域中國既是與歐盟有相似目標的合作夥伴；又是歐盟需要找到利益平衡點的談判夥伴；還是同樣追求技術領導地位的經濟競爭者；也是擴展不同治理模式的體系型對手，估計其他非美的發達國家也會有類似的判斷，求同存異，接觸和合作還是主基調。

所以，一方面中國通過雙邊和區域自由貿易和投資協定形成同盟；另一方面不斷在本土的自貿實驗區實質擴大開放，去年開放了22個領域，今年會更多，負面清單不斷壓縮，開放的條件也逐漸放鬆。這種開放，面向所有企業，不管是美國還是歐洲，無論是服務業或是製造業，要立即行動，並且要向全球進行新一輪的產業鏈招商。這次新增上海臨港片區為新的自由貿易區，很大的一部分的內容就是部署新一代的中國製造的全球化產業鏈，特別是在大飛機、新能源汽車等高端製造業領域。對於開放，關鍵問題是能否切實落實「競爭中性」原則。而且，在當前全球不確定性上升的背景下，企業大多持觀望態度，加大了吸引長期投資的難度。

以上更多的是美好的願景。如果中國可以通過進一步的開放，構造穩定的朋友圈，則跨國公司的產業鏈未必會從中國連根拔起，畢竟巨大的消費市場放在這裏，勞動力優勢和人力資本紅利仍然存在。再往深處看，就是如何優化營商環境的問題，例如外資企業不斷強調的提高透明度、監管環境的可預測性與公平性；切實保護知識產權；減少產業保護政策，減少障礙壁壘；開放當前限制領域的市場進入等幾個關切，要從體制上做出回應。

綜合開放和市場化改革的進一步，就是要最終形成一個三零的自由港，即零關稅、零准入壁壘(國民待遇)、零補貼(競爭中性)。

新樓入伙迎來高峰期

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

中美貿易戰糾纏不休，正逐步影響環球經濟，不少大行看淡樓市前景；財爺又對經濟前景看法吹淡風，正拖累香港樓市氣氛。幸而，近期一手表現仍然不俗，新近推出的新盤銷情亮麗，另一緊接登場的將軍澳大型新盤，以「開心置業價」發售，開價以貼市價，甚至是低於市價發售，相信同樣會獲用家及上車客熱捧。

至於二手相比之下表現差強人意，近期市場氣氛急變，睇樓量未如理想，樓價亦開始略見調整。「美聯樓價指數」最新8月14日至8月20日報172.95點，連跌四周，較四星期前更跌約1.2%。的而且確，現時買家議價能力確是大增，但樓價會跌到什麼水平呢？

個人認為，正如上一期專欄所言，樓市供求失衡的趨勢難改。而根據上一輪樓價調整幅度的承接力去看，以及近日新盤開價後的市場反應，估計目前二手樓價只要比市價低出約8%至10%，已有不少剛需支持；亦有可能僅跌3%至5%左右，即獲不少資金吸納物業。姑勿論如何，但按照目前市況評估，樓價未有大跌之虞。

在當前買賣拉鋸局面下，租市相對受惠。買家最近大膽「鎖價」，促使不少未到「心水價」的業主寧願將單位轉賣為租，大大刺激屋苑放租盤量。事實上，屋苑成交量低企，加上踏入租務旺季，不少對後市抱持觀望態度的用家，紛紛由計劃入市「變陣」至暫時租樓，非但令租價持續上揚，更進一步推高租務交投，當然，放租盤量增加，亦是租務旺場的助力之一。

其實遭不少投資者忽略的租金水平，正悄悄地上揚，與樓價走勢正好相反。根據美聯「租金走勢圖」，住宅租金繼續上升。7月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租，報約38.33元，按月續升近0.5%，連升五個月，並打破去年8月份紀錄高位，創歷史新高。

展望今年，根據市場統計，有數十個新盤入伙，涉及的單位數目多近1.9萬伙。鑒於近期樓市存在不少負面因素，相信會令不少有上車需要的用家及準上車客，暫時決定租樓觀望後市發展。隨著新樓入伙高峰期殺到，相信本港整個租務市場將轉趨暢旺，特別是小型單位，大有可能跑贏大市。至於租金水平走勢，究竟會因為租盤供應增加而下滑，還是會因為買家轉買為租而續創新高，則要由實際租務供求去判定。