



▲中國新型城鎮化的首要任務是農業轉移人口市民化，推動二點五億未落戶的城鎮常住人口盡快落戶。

經濟觀察家

經濟轉型離不開制度改革。用「人口財政」的新循環和以公共服務拉動經濟可持續性增長的「質量錦標賽」，取代「土地財政」的舊循環和唯GDP論的「數量錦標賽」，是制度改革的核心。

中國經濟二十多年的快速發展，得益於兩大發展趨勢——全球化與城鎮化。這一趨勢塑造了開發型地方政府，形成一套與之相適應的地方財政經濟循環體系。

「人口財政」驅動經濟轉型

天風視野
宋雪濤

地方政府通過園區建設、招商引資、基建投資，帶動製造業產能擴張、提升出口份額、逐漸完善產業鏈並形成規模效應，產業規模擴張又吸引更多的農業轉移人口進城、加速城鎮化發展、進而帶動購房需求；產業規模擴張和城鎮化又帶來增值稅、營業稅等生產型稅種和土地出讓收入，擴充了地方財政，使得地方政府擁有更多的財力招商引資、基建投資、推動城鎮化發展、擴大產業規模效應，進而形成一個正反饋。2023年，增值稅和土地出讓收入合計佔地方政府綜合財政收入的60%。

隨着中國勞動人口在2013年達峰及城鎮化速度在2015年達峰，全球化和城鎮化的趨勢可能已進入從加速到減速的下半場，之前的「產業—人口—房地產—土地財政—投資—產業」的正反饋，開始伴生出產能過剩、供大於求的效率問題和環境過載、社保不足的分配問題。

推動地方政府職能轉變，是當前經濟轉型過程中的重要一環，其關鍵是建立新的激勵約束機制，也是三中全會《決定》提出的核心改革措施。過去的激勵機制是一套以「土地財政」為支點，撬動地方政府「GDP錦標賽」的正反饋循環。新興的「出海」和「城市化」正在接續傳統的全球化和城鎮化，成為增長的新趨勢，「人口財政」正在取代「土地財政」，成為正反饋循環的新支點。

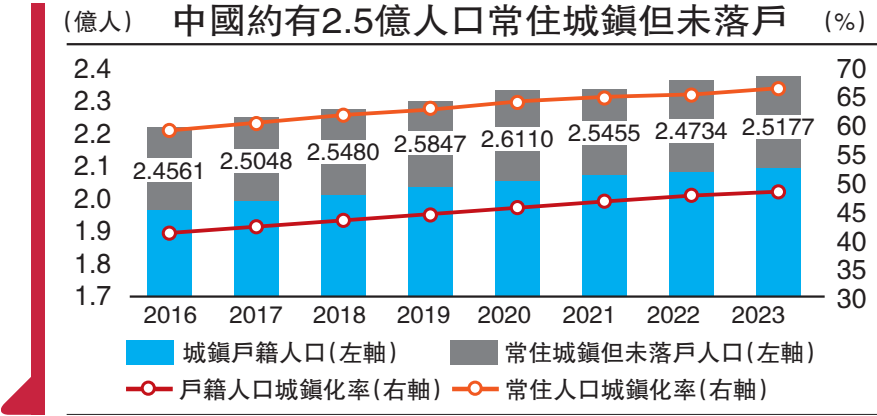
三中全會《決定》提出「建立新增城鎮建設用地指標配置同常住人口增加協調機制」。即「地隨人走」，一個城市增加了常住人口，就相應增加更多的建設用地指標，人口的流動將會撬動土地資源。

在公平競爭的環境下，人力資源和建設用地指標是吸引企業的重要條件，特別是在禁止地方政府違規補貼以後，比拼的是營商環境、人力資源、土地指標、市場規模。人口不僅貢獻了生產，同時也創造消費，兩者在未來都會創造地方的稅收。過去地方政府重視地產，是因為土地出讓收入歸地方財政，但三中全會提出「推進消費稅徵收環節後移並穩步下劃地方」，人口愈多、消費市場愈大，地方政府將會獲得更多的稅收。

深化戶籍制度改革

對地方政府而言，聚集了人口，就聚集了土地資源；吸引了人和土地，就吸引企業和稅收；有了企業，進一步吸引更多就業和人口流入；有了稅收，才能提供更多的公共服務，進而吸引更多的人口流入，進一步帶動更多稅收，從而形成一個新的正反饋循環——這就是「人口財政」。

以人口為新樞樑，用人口撬動資源（土地）、市場（消費）、企業（生產）和稅收（消費稅、所得稅、增值稅、土地出讓收入），這是對「土地財政」的替代。按照三中全會提出的改革思路，未來地方政府比拼的將是吸引「人」的能力。「人」不限於常住人口，也包括遊客，因為遊客也會帶來消費，隨着消費在經濟中



的佔比愈來愈高，消費稅的地位也會隨之上升；「人」不限於居民，也包括企業家，企業在哪裏投資，考慮的不僅是經營成本和市場規模，還有營商環境。

未來地方政府的定位將從開發型政府轉變為服務型政府，提升公共服務，增加消費場景，改善營商環境，而這些轉變正在逐步發生。完善基本公共服務制度體系是當前重要的改革舉措。三中全會《決定》提出，「把握人口流動客觀規律，推動相關公共服務隨人走，促進城鄉、區域人口合理集聚、有序流動」。

截至2023年，中國戶籍人口城鎮化率相比常住人口城鎮化率低約18個百分點，有約2.5萬億人口常住城鎮但未落戶。新型城鎮化的首要任務是農業轉移人口市民化，推動2.5億未落戶的城鎮常住人口盡快落戶。第一步是公共服務制度改革，拉平戶籍與非戶籍人口所能享受的公共服務，強化居住證的作用，淡化戶口的附加屬性，使非戶籍人口基本公共服務與身份證、居住年限掛鉤。第二步是深化戶籍制度改革，「放開放寬除個別超大城市市外的落戶限制，推行以經常居住地登記戶口制度」，讓落戶更加便利。戶籍的放鬆、淡化可以讓更多的人享受到城市的公共服務，比如解決農業轉移人口子女上學、就醫等問題，也有助於讓人口擺脫戶籍的限制，更好地自由流動。

近年地方政府也更加重視消費場景。今年以來，成都、天津、河北、安徽陸續出台相關的地方性政策。而這兩年爆火出圈的山西「黑神話、悟空遊」、天水「麻辣燙遊」、哈爾濱「冰雪遊」、淄博「燒烤遊」等也能看到地方政府在吸引遊客的努力。

在新的循環下，公共服務是地方政府擴大競爭優勢的關鍵，公共服務的水平影響了人口、市場和企業的規模，也影響到財政收入的高低。同時，三中全會對地方政府用「稅收窪地」和「小政策」等內捲式招商引資的做法提出嚴格約束，目的就是促進市場公平競爭、優化營商環境、建設全國統一大市場。

帶動消費進擴張期

三中全會勾勒的制度改革，用「公共服務改革+戶籍制度改革+土地制度改革」來推動人口和土地兩大要素更加市場化流動，用「土地指標+消費稅+生產稅」來激勵地方政府由開發型政府向服務型政府轉型，用調整地方政府激勵方式和公平競爭審查來推動市場競爭「反內捲」的轉型。

過去，地方政府以企業為主，未來，地方政府以人為本；過去，地方政府通過補貼、優惠來「搶企業」，未來，地方政府將以公共服務來「搶人口」；過去，地方財政依賴生產稅和土地出讓收入，未來，地方財政將更加多元，生產稅、消費稅及用地指標將共同構成地方的可用資源。

上述改革路徑大概率會加大區域之間的分化，產業、人口、建設用地可能都會進一步向優勢地區聚集，更好地發揮不同地區的資源稟賦和比較優勢，讓大城市更大、衛星城更多、城市群更具規模。但這並不意味着，區域之間的貧富差距會因此擴大。向優勢地區聚集的人口會受益於產業的發展和公共服務水平的提升；而非優勢地區由於人口的流出，選擇留在當地的人口所能獲得的人均資源反而增加。即使市場存在失靈的可能，還有中央轉移支付制度負責最後的調節。

上世紀70年代美國也曾經歷類似的結構轉型。由於能源成本大升、勞動力成本缺乏競爭力、經常性的產能過剩，加之日本、德國等國家工業崛起，美國在20世紀70年代推動一輪「去工業化」，實現中低端產業的出海，製造業增加值在美國GDP中的佔比持續下降。而產業出海使得美國國內的消費品供給開始更多地依賴海外進口，從1968年開始，美國正式進入了貿易逆差時代。「去工業化」也導致了城鎮化的停滯，20世紀60年代，美國的城鎮化率累計提升了3.6個百分點，而70年代則僅升0.1個百分點。

最終美國依靠新一輪創新周期和信息技術革命引領的產業升級走出70年代的滯脹。之後，美國個人消費支出在GDP中的佔比從1968年開始提升，到2011年達68.6%，較1967年提升近10個百分點；研發強度從1978年的2.3%提升至1987年的2.9%，出現了如英特爾、微軟、蘋果、甲骨文等一批信息科技公司。

當製造業大國發展到一定階段後，傳統製造業衰落、貿易形勢逆轉、城鎮化停滯幾乎難以避免，產業升級、經濟轉型是擺脫增長困境的必經之路，隨着產業附加值的提升，人力資本在利潤分配中的比重也隨之上升，消費將進入擴張期。

中國當前的經濟轉型與美國上世紀70至80年代類似。當前的企業出海對應美國的「去工業化」，發展新質生產力對應美國的信息技術革命，以「人口財政」為支點的新循環對應了美國從第一大生產國向第一大消費國的轉型。

（作者為天風證券首席宏觀分析師）

美股估值偏高 警惕短期回調

美國大選落下帷幕，美股第三季度業績也披露完畢。單從業績角度看，儘管科技行業依然強勁，但美股整體的增長卻受周期行業拖累而下滑，市場的盈利一致預期也在下調。但這並未影響到市場表現，美股市場不僅屢創新高，連行業的強弱關係都與上述業績情況「背道而馳」，周期風格的道指甚至一度領先成長風格的納指。究其原因，筆者認為主要還是大選後升溫的特朗普交易所致。

美股走到當前位置，估值和情緒都已偏高，盈利毫無疑問將是決定後續空間的核心變量，而盈利的關鍵在於順周期和科技兩塊，前者看經濟周期和特朗普政策的修復彈性，後者看科技產業的趨勢。

結合美國自身增長路徑（2025年中經濟逐步企稳修復）及海外收入的增長預期（30%至40%的海外收入），筆者測算美股2025年盈利增速或達到10%，略高於今年的9%。當然，在我們假設中，人工智能（AI）產業趨勢依然維持樂觀情緒與高利潤率。同時，特朗普的稅改有望提振美國盈利3至4個百分點，但能否體現在2025年的盈利中還要看政策進展。結構上，重點關注順周期彈性和科技主線。

首先，順周期如金融、能源、地產與投資主要受益於幾個方面：1）經濟自然修復周期中，增長動能或出現「新」「舊」切換，利率敏感的地產和投資可能率先修復，但強度不會太大。我們測算名義投資環比折年增速從目前的5.9%小幅提升至2025年第三季度的8.7%，地產銷售增量以新屋為主，按年上升6%至75萬至80萬伙左右；2）特朗普主張的諸多政策也更多受益於順周期板塊，如減稅政策下，金融、能源、交通運輸的有效稅率更高，因此受益彈性更大。如減息周期接近尾聲，以及候任財長貝森特的金融去監管主張直接受益於金融行業；特朗普放開油氣開採有助於油氣投資的提升等。

其次，科技產業趨勢仍是主線，關注AI技術能否逐步轉化為收入，龍頭公司能否繼續擴大資本開支規模。Meta、谷歌及亞馬遜等均表示AI相關的雲業務、受益於AI技術的廣告收入在第三季度取得亮眼增長，英偉達也表示「大規模的企業人工智能需求仍在增加」，因此營收端或仍有韌性。資本開支方面，亞馬遜、Meta、谷歌和微軟均表示將繼續在AI基礎設施上增加投資，並且亞馬遜強調規模將超過2024年，但谷歌表示其投資增

速或放緩。

對比之下，估值的進一步擴張空間有限。在當前的通脹和減息路徑下，筆者預計10年美債利率合理中樞在3.8%至4%左右。同時，風險溢價已經處於1990年以來28%歷史分位數，進一步走低的空間相對有限，甚至一定情況下，有可能還會收縮。筆者測算，動態估值或小幅回落至21左右，結合上述盈利增長10%的假設，基準情形下，預計標普500指數點位6300至6400點；悲觀情形下，預計標普500指數點位在5700至5900點。

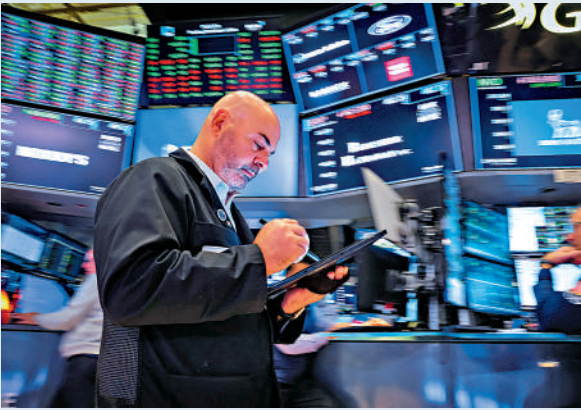
亢奮情緒需要消化

節奏上，短期關注「漲出來的風險」，回調後可以再介入，1月20日特朗普就任後是關鍵節點。短期在預期的持續加持下，美股估值已經處於高位，計入的樂觀預期也較多，技術指標如超買情況也持續升溫，因此未來若一些數據不及預期或特朗普當選後的政策推進順序與程度不及預期的話，都有可能引發市場情緒的部分「糾偏」。

幾個關鍵的節點為：12月11日公布11月美國通脹是否會影響12月減息預期；1月20日特朗普就任後，通脹性政策（如關稅和移民）是否會大超預期，增長性政策是否符合預期（減稅、油氣供給等）。1月中旬也正值美股第四季度業績期開啟的時間，市場本來就較為敏感，因此如果出現不及預期的情形，有可能誘發一定回調。

但市場回調並非壞事，一是需要消化過於亢奮的情緒才有利更可持續的上漲，二是長期的前景並不悲觀。過去3年因為疫情和科技AI爆發等偶發因素促成的大財政、科技大發展及全球資金再平衡，成為美股走強的三個宏觀支柱。這與里根時期強勁的增長、大規模的財赤與貿易逆差（「雙赤字」），但美元維持強勢且海外資金不斷流入的組合如出一轍，形成相互加強的「里根循環」。特朗普的諸多政策可能會強化甚至固化這三大支柱，因此筆者認為只要這「三大支柱」不出現方向性的逆轉，美股的趨勢可能尚未被破壞。

（作者為中金公司分析師）



▲美股估值已處於高位，技術指標也現超買情況。

提振港樓政策有充裕空間

樓市新態
汪敦敬

最近召開的中央政治局會議提出四個要點：1）實施「更加積極的財政政策」和「適度寬鬆的貨幣政策」，充實完善政策工具箱，加強超常規逆周期調節，打好政策「組合拳」。2）大力提振消費、提高投資效益，全方位擴大國內需求，穩住樓市股市。3）防範化解重點領域風險及外部衝擊，穩定預期、激發活力，推動經濟持續回升向好。4）擴大高水平對外開放，穩外貿、穩外資。

相關消息公佈後，美國兩間大型投行美銀與大摩均應和唱好，港股當天急升548點，第二天雖然以下跌收市，但成交量亦有2475億元，亦合乎我們期望的一個健康市場的情況。很多媒體指出今次是中央政府14年來首次使用「適度寬鬆」去形容貨幣政策的。

內地經濟一攬子提振政策當然對香港是有好處的，筆者認為股市將會是率先受惠。香港與內地目前都不存在嚴重的經濟衰退，更重要的是內地M2有龐大的約310萬億元人民幣，而香港M3亦是逾18萬億港元。即是說，現在首要任務是引導部分存款流出銀行進行投資。

筆者之前曾分享過，近30多個月裏面，香港銀行總共增加4萬多億元的定期存款，這些定期存款增加的原因，很大機會是高息吸引了存戶，但間接令到市場欠缺活力。如果增加的定期有十分之一流出，金額亦達4000多億元，足以令到市場活躍。近兩個月，我們見到定期減少了900億元左右，最重要的

是在M3總數增加的情形之下定期減少，相信市場離春天不是太遠。

交投旺 增投地意欲

筆者認為，香港官員應該學習中央政府推出組合拳。所謂組合拳即是不同的提振市場政策，不單只一氣呵成，而且首尾呼應。未來香港進一步出招刺激樓市，還是有很多方式和空間的。譬如立法會議員洪雲發表文章提倡善用強積金，其中一個方向是考慮讓市民首次置業時使用強積金作為首期的補充。而在目前的環境下，特區政府也可以考慮重推置業資助貸款計劃，令到上車人士有更充足的置業機會，而豪宅板塊亦已恢復。如果是純豪宅的買賣，相信能夠令到發展商有興趣買地，對於不受發展商歡迎的地皮，筆者認為特區政府可以更彈性去處理賣地條款，例如用很平的地價再加上分賬制度。

此外，有不少投資者都很有實力，但因為現在樓價下跌正忙於補倉，筆者認為特區政府可以研究一下，盡量推出寬鬆措施，令到這部分投資者能夠站穩陣腳，甚至有能力重新在市場上有所作為。

筆者覺得除了發行債券之外，亦鼓勵特區政府在某些項目多用房產信託基金去集資，這不會變為沉重的負債，亦可將這些權益給予市場上的被動投資者。

以長遠投資的角度來說，香港很多投資項目是很吸引，包括住宅收租回報率，很多股票股息率亦有10厘，其實不應該太悲觀。

（作者為祥益地產總裁）