



▲隨着中國經濟不斷增長，居民的消費模式也在轉變，例如出現未富先老的情況。

## 經濟觀察家

破解消費難題，需要轉換到更長期的角度來思考。一般來說，促進增長可以提高人們的收入和預期，達到刺激消費的目標。但消費本來就是增長的直接制約因素，這就像一個「雞生蛋還是蛋生雞」的問題。所以，我們在認識上應該另闢蹊徑。

# 建立長效機制 破解消費難題

**人口經緯**  
**蔡昉**  
很多人擔心短期刺激措施可能產生副作用，其實這也是用周期性的手段應對長期結構性問題時所必然遇到的。而需求側的刺激手段只有兩個元素，一是消費能力，二是消費意願，與消費什麼東西無關，與如何到達消費者手裏也無關。

### 城市收入差距再擴大

中國正在進入一個可以稱為「弱消費時代」的新發展階段。

首先，中國經濟已從高速增長階段進入中高速增長階段，正在向中速增長過渡。這是發展階段變化的自然結果。改革開放初期，中國人均GDP（國內生產總值）處於世界最低水平，但同時具備相對良好的教育和健康水平。在改革開放紅利和人口紅利的加持下，中國避免了資本報酬遞減現象，資本回報率長期保持高水平。但隨着經濟發展水平提高和人口結構轉變，增長速度回歸常態是必然趨勢。

其次，收入差距變化趨勢發生改變。中國經歷過一段收入差距擴大的階段，那時候一部分人先富起來，是因為在一定時期必須要加大激勵力度，為了改變此前的平均主義現象，所以不可避免地會產生收入差距擴大趨勢。2010年後，收入差距開始有所縮小，但現在收入差距縮小的幅度和空間正在收窄。全國基尼系數在2015年達到谷底後便沒有繼續下降。

近年來顯現出來的創造性破壞和結構性就業困難的趨勢，導致城市內部收入差距有所擴大。由於高收入群體和低收入群體具有不同的邊際效應傾向，所以過大的收入差距自然對消費不利，收入差距改善的趨勢放緩，也是一個弱消費時代的表現。

再次，未富先老是抑制消費的長期因素。這一特徵與人口結構相關，但並不僅僅表現為老年人消費率低。發達國家的老年人都是富人，消費力很強。中國未富先老的特徵，是在較低人均GDP水平上達到了較高的老齡化水平。

從城市消費年齡分布與人口普查得到的人口年齡分布相比較可見，青少年群體的消費率較高，但由於少子化趨勢，這部分人口比例愈來愈小，並不足以支撐整體消費。

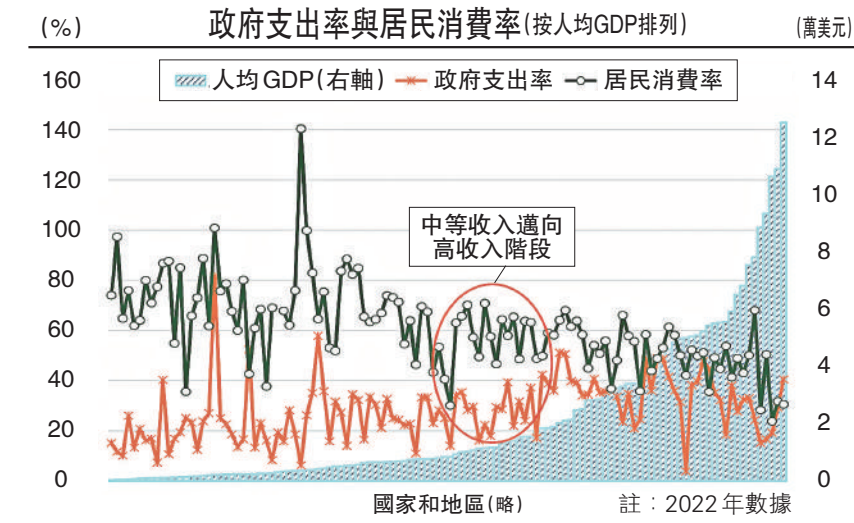
中年勞動人口消費率偏低，主要原因是他們面臨「三重負擔」：一是要繳納社會養老保險；二是贍養家中老人；三是在人口撫養比變化的預期下，為自己進行預防性儲蓄。

老年人群體的消費率更低，這與低勞動參與率、低且不均等的社會保障水平有關。特別是，超過一半領取養老金的人群只能領取非常低的城鄉居民養老保險金。

### 未富先老問題較突出

中國正面臨跨越中等收入階段、進入高收入國家行列的重要挑戰，這一跨越的核心之一在於消費的跨越。中國當前面臨着兩個階段性的跨越。

一是，中國即將跨越進入高收入國家的門檻。過去的標準是人均國民總收入達到約1.2萬美元，儘管中國已



接近這一標準，但由於世界銀行不斷調整標準以及匯率因素的影響，中國尚未正式邁入高收入國家行列。

但更重要的是，到2035年，中國的目標是成為一個中等發達國家。在此過程中，我們需要關注的主要難點是什麼？以往的觀點認為，長期經濟增長主要依賴於供給側因素，但新經驗越來越表明，需求側因素對潛在增長率實現的支撐作用至關重要。

關於潛在增長率，學界根據多種因素特別是人口變化趨勢的研究，對未來中國經濟的增長潛力進行了跟蹤預測。雖然不同課題組研究得出的具體數值有所差異，但總體趨勢一致：只要保持當前的發展態勢，中國經濟增長足以支撐在2035年成為中等發達國家的目標。

從人口結構轉變的角度來看，到2035年，中國的老齡化率將從目前的15.6%上升至23.9%（超過21%重度老齡化基準）。從經濟發展階段來看，到2035年之前，中國人均GDP將從1.2萬多美元向2.5萬多美元提升。與處在類似的人口轉變階段和經濟發展階段的其他國家相比，中國的潛在增長率普遍高於這些國家的實際增長率。需要注意的是，通常討論的潛在增長率是指，在沒有假設更大力度改革情況下，如果考慮到改革紅利，潛在增長率實際上是沒有上限的。

二是，中國面臨着消費率的巨大跨越。中國經濟增長的最大制約在於需求側，尤其是受到居民消費的制約。外需受到國際貿易環境的影響，而中國發展方式的轉變，也決定了不能再依賴過去的資本形成速度拉動增長。而未來的資本形成和投資需求，歸根結底取決於潛在增長速度保障，以及由居民消費引導。因此，消費率過低，作為中國「未富先老」的一個重要表現，成為制約中國經濟實現其潛在增長率的關鍵堵點。這也意味着，提高居民消費率，對於釋放內需潛力、促進經濟持續健康發展至關重要。

### 政府宜增加服務供給

伴隨人均GDP水平的提高，會出現兩個重要的趨勢。1）老齡化程度與富裕程度的關係。富裕的國家通常老齡化程度更高。儘管各國的老齡化程度差異很大，但總體趨勢顯示，隨着國家變得愈來愈富裕，老齡化率也顯著上升。2）老齡化與消費率的關係。隨着老齡化水平的提高，消費率呈現出下降的趨勢。

值得注意的是，中國在上述兩方

面都處於極端位置：在老齡化程度較高的同時，消費率卻位於較低水平。這不僅反映了「未富先老」的根本問題，也說明了解決消費瓶頸對於支持中國式現代化的重要性。

因此，中國跨越中等收入階段面臨雙重任務，就居民消費率來說就是雙重趕超。從一般經驗來看，隨着人均收入水平的提高，消費率通常會經歷一個先降後升的過程，形成一個U字形曲線。在較低的發展階段，由於基本生活需求佔到收入的極大比重，所以消費率通常很高；相應地，在從低收入向中等收入過渡的過程中，消費率趨於降低；而在從中等收入邁向高收入階段時，消費率會再次回升，並且正常情况下應該回升大約十個百分點。

對於中國而言，當前的消費率為39.1%，要達到中等偏上收入國家平均水平（49%），需要提升接近10個百分點。進一步地，如果進入高收入國家行列，中國的消費率至少應向那些處在高收入國家門檻和中等發達國家門檻之間的國家靠攏。

根據目前的人均GDP水平及到2035年的預期目標，假設以人均GDP高於中國、低於葡萄牙為標準，有大約20個國家處於這樣的發展區間，這些國家的消費率介於46.7%至74%之間，算數平均值為61%。這意味着中國需逐漸縮小與這些國家間的消費率差距。

完成上述雙重趕超任務需要一系列政策措施保駕護航。筆者想強調的是，隨着人均GDP水平的提高，增加公共服務供給至關重要。通過對比居民消費率與政府支出佔比的變化，可以發現一個明顯的趨勢——從中等收入跨越到高收入階段，或者在進入高收入門檻之後的發展階段，消費率和政府支出佔比都在上升。

如配圖所示，從中等收入階段邁向高收入階段時，消費率的提升與政府支出佔比的提高顯示出一種同向的關係，特別表現在圖中圓圈內的特定階段。根據發展經濟學的研究，出現這一現象的原因在於，當經濟發展到一定階段後，公共品供給成為制約消費和發展的重要因素，同時也是影響人民福祉的關鍵因素。為了實現更高質量和更合理的消費，並進一步提升人民的生活質量，需要確保更大比例的消費支出以公共品的形式供給，由國家埋單，以滿足公眾日益增長的需求並促進社會的整體進步。

（作者為中國社科院國家高端智庫首席專家）

## 為何A股公司踴躍赴港上市？

**熱點把脈**  
**皮海洲**  
今年以來，A股公司通過「A+H」的方式選擇赴港上市，成為內地與香港兩地股市的一大看點。比如，近日恒瑞醫藥（600276）、寧德時代（300750）相繼宣布正式通過港交所上市聆訊。與此同時，賽力斯（601127）、兆威機電（003021）、東鵬飲料（605499）等多家A股公司也於近期宣布擬赴港上市。

據初步統計，截至5月5日，今年共有46家A股公司宣布擬赴港上市。其中，已向港交所遞表並獲得中國證監會境外發行上市備案通知書的A股公司有7家。

企業選擇赴港上市，對於A股市場來說，這曾經是不可思議的事情。因為同在A股與港股上市的公司，其A股股價明顯高於港股股價。所以對於絕大多數的A股公司來說，是不屑於選擇赴港上市的。只要能在A股上市就不會選擇赴港上市，只有上不了A股的公司才會選擇赴港上市。而且在兩地同時上市的公司中，通常都是在港股上市的公司通過「H+A」的方式選擇回歸A股市場。

沒想到近年來這種局面正在悄悄地發生變化，尤其是今年，A股公司選擇赴港上市似乎成了一種潮流，而且選擇赴港上市的公司，通常都還是行業龍頭，或者是A股市場上的優質公司，抑或是在A股市場上有着較高知名度的公司。一些績差公司或無名公司，想「A+H」股上市，還找不到機會呢。

那麼，A股公司為何會選擇赴港上市呢？究其原因，主要有這樣兩個方面。

一方面是港股的市場環境發生了很大的變化。比如，隨着港股與A股的互聯互通，愈來愈多的內地投資者也成了港股的投資者，內地投資者在港股投資者中佔的比例也愈來愈大。而內地投資者在港股投資的主要標的就是來自內地的上市公司，如此一來，內地公司在港股上市不再是被市場遺棄的對象，內地公司在港股上市同樣可以得到一個合適的股價定位。近年來，在兩地同時上市的公司中，A股公司的溢價在逐步縮小就是

► 近期，不少A股公司計劃來港上市，包括正進行招股的寧德時代。

最好的證明。正因為內地公司在港股上市同樣可以得到合適的股價定位，這就意味着赴港上市對內地公司的吸引力在增加。

不僅如此，港交所對A股公司赴港上市也拋出了橄欖枝。比如，港交所降低了A股公司發行H股的門檻，將「A+H」股發行人在香港上市的最低H股數門檻降低至發售股份佔該股「A+H」股發行人同一類別已發行股份（不包括庫存股份）總數的10%；或相關H股於上市時有至少為30億港元的預期市值，並由公眾人士持有。正因為A股公司發行H股的門檻降低了，這就為A股公司選擇港股上市提供了方便。

### 再融資流程更便捷

另一方面是不少A股公司也有赴港上市的需求。這種需求至少也有兩點。首先是國際化發展的需要。部分A股公司經過A股上市之後，公司在內地市場有了長足的發展，這些公司在接下來的發展中面臨着國際化的問題，所以這些公司需要走向國際化的市場。而香港市場就是A股市場身邊的國際化市場，如此一來，不少A股公司就有了港股上市的願望。

其次是企業融資的需要。雖然A股市場本身就是一個服務於上市公司的融資平台，但在A股市場融資同樣受到各方面條件的制約，所以對於一些對融資有着較大需求的公司來說，它們還需要更多的融資平台。

隨着A股與港股之間的溢價在逐步縮小，港股作為融資平台的作用逐步受到A股上市公司的重視。不僅在港股IPO（首次公開招股）可以拿到一定數量的融資，而且港股的再融資甚至比A股更便捷，可以更好滿足上市公司對融資的需求。也正是基於這樣一些原因，有愈來愈多的A股上市公司選擇通過「A+H」的方式赴港上市。

（作者為財經評論家）



## 剛需與投資者入場 樓市復甦在望

**樓市強心針**  
**廖偉強**  
樓市的上下落，一直是香港社會的熱門話題。

樓價的波動不僅影響市民置業能力，更牽動整體經濟與社會穩定。樓價長期高企削弱市民負擔能力，降低入市意欲，即使成功置業者也因財務壓力而減少消費，引發「望樓興嘆」情緒，潛在影響社會穩定。反之，樓價大幅下跌會損害市場信心，若每個單位價值下跌數十萬元，總計財富蒸發可達數萬億元，引發「負財富效應」，對經濟民生構成更大威脅。

過去幾年，住宅樓價由高位已下跌約三成，雖然至今仍未完全觸底，但底部已近。當前樓市展現多元需求支撐，顯示市場具備回穩潛力。

首先，剛性需求是市場恆常動力。無論市況如何，因婚姻、家庭結構改變、校網調整或工作地點變更等因素，總有買家需要置業，推動交投活躍。

其次，短線投資者對400萬元以下細單位的興趣日益濃厚；對他們而言，樓價回落同時亦是機遇。這類物業因成



本較低且回報潛高，成為投資熱點，為市場注入活力。

再次，追求穩定租金回報的長期投資者，亦是近期市場的重要支柱。他們專注優質物業，短期波動對其影響有限，為市場提供穩定需求，鞏固樓市基礎；加上近期拆息回落，供樓開支減少，但租金卻仍然有上升空間，令長線投資者更加積極。

### 公屋富戶成私樓新購買力

近期公屋富戶成為新興買家群體。特區政府收緊公屋政策，約8萬戶富戶可能需遷出，釋放大量置業需求。不少富戶具備購買高端住宅或投資物業的能力，為市場注入新動力。至於內地買家，則是這幾年樓市的重要支柱，粗略計算佔總成交量逾兩成，且比例持續上升。他們資金充裕，無論自住或投資，均顯著支持市場需求，推動樓市交投。

樓價回落近三成，多數業主不願見價格進一步超預期下跌；而剛性需求、短線投資者、長期投資者、公屋富戶及內地買家等持續入場，更令市場需求日益穩固。當前市場雖未完全企穩，但回暖跡象已現。買家若能把握時機，精選優質物業，或可在市場全面復甦前搶佔先機。

（作者為利嘉閣地產總裁）

◀ 香港樓市受到多方面的需求回升支撐，逐漸接近觸底回穩。