



▲在目前中國經濟形勢，推動居民部門消費增長成為必然選擇。

經濟觀察家

投資和消費均屬於內需，但功能有所不同，投資最終可以形成資本，增加供給或擴大產能，消費則是用來滿足人們的物質和精神的需求。在擴內需的大框架下，學界對於穩增長政策應該更側重於投資，還是更側重於消費存在一定爭議。

提高居民收入 促消費振內需

2020年中央政府提出「構建以

國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局」，因為經濟循環暢通才是經濟可持續發展的前提。但國內大循環很長時間就存在堵點，如面臨部分行業產能過剩、有效需求不足等長期問題；自2012年底至今，中國的PPI（工業生產者出廠價格指數）在大部分時間內均為負值。

今年國際大循環又受到一定阻礙，原因是美國總統特朗普上台後實施高關稅政策，儘管貿易談判最終結果尚不明朗，但預計中國今年出口將出現負增長，這可能又將導致一批出口商品會轉向內銷，加劇產能過剩問題。中國人口佔全球比重（17.5%）與製造業增加值佔全球比重（31%）存在較大缺口，故部分行業的產能過剩有其必然性。

對此，是否需要大力促消費及提高投資效率，已不再是爭論焦點，當前更應聚焦於擴大消費。這些年來民間投資增速總是在零和負值中徘徊，且2021年後房地產進入下行周期，房地產投資每年下跌約10%左右。而房地產市場的不振和較低的產能利用率拖累經濟，地方政府土地出讓金收入大幅減少，隱性債務壓力加大，勢必會打擊地方投資意願。因此，在當前經濟形勢下，推動居民部門消費增長已成為必然選擇。

推進財稅體制改革

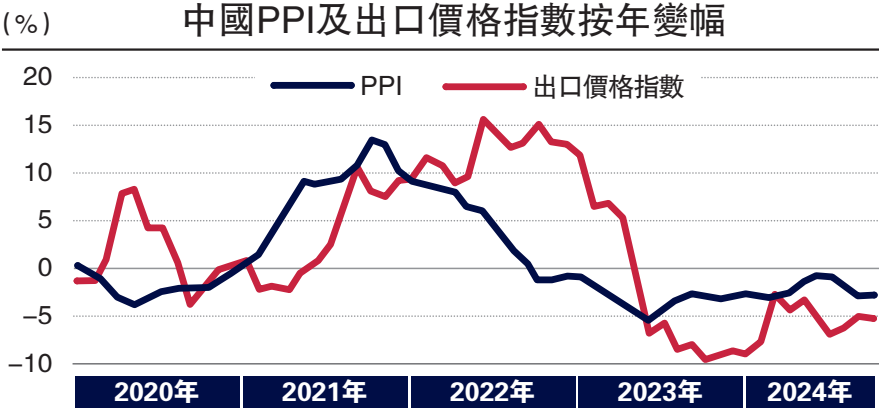
促消費一方面是要提供良好的消費場景且適銷對路，另一方面，是要讓居民收入增速加快。由於中國居民部門的最終消費對GDP的貢獻不到40%，而大部分國家都在50%以上。故要提高中國居民部門的消費水平，應該讓居民部門可支配收入的增速超過GDP的增速，目前居民收入增速基本與GDP增速同步。增加居民收入，還可以從提高社會保障，如養老、教育、醫療等方面提供更多更好的公共服務，從而讓居民敢消費。

此外，從居民收入結構不平衡的角度來看，促進消費的關鍵在於改善居民收入分配結構。從國家統計局家庭調查大隊的抽樣調查結果看，長期以來中國居民可支配收入佔GDP的比重徘徊在43%至44%之間，這一比例顯然偏低。

筆者曾經做過測算，在居民可支配總收入不變的情況下，如果中低收入群體的收入佔比（假設目前佔比為30%）能夠提高1個百分點，則可以增加2500億元（人民幣，下同）的消費額增量。這是因為高收入群體的邊際消費傾向低，而中低收入群體的邊際消費傾向高。而要縮小居民收入差距，就需要加速推進財稅體制改革，尤其是個稅改革。

考慮到今年由於出口對GDP的貢獻會顯著下降，或為負貢獻。而GDP的增長目標又為5%，那麼，社會消費品零售總額的增速應該要超過5%（去年為3.5%）。

目前，在國家的財政總支出中，約85%左右的支出集中在地方政府，中央政府的佔比相對較小，這是因為



中央轉移支付給地方規模愈來愈大，超過10萬億元。目前約85%的財政支出由地方承擔，僅15%由中央支出，顯然這一比例不利於中央財政在宏觀調控中發揮更大作用。西方國家通常有50%以上的財政支出屬於中央政府的，從而提升宏觀調控的效能。

由於中央和地方之間的分工不同，中央對地方進行政績考核，這種考核方式會直接影響地方政府的行為模式。例如，由於近年來穩增長的重要性提高，對地方GDP增長目標的考核權重就會加大，為了完成考核指標，地方政府應該更傾向於拉動投資，因為投資是快變量，而消費是慢變量。這就可以解釋為何中國投資對GDP的貢獻長期維持在42%左右，是全球平均佔比的兩倍多。

再舉一個例子。即為何各地在投資新能源、電動車、芯片及其他高端製造業方面存在一哄而上、投資同質化競爭，進而導致產能過剩的現象？例如，當前中國製造業在光伏、鋰電池、新能源車、功率半導體領域產能均超全球需求總和。這是否也與考核機制有關，即要求地方大力發展高新技術產業、實現新舊動能轉換等的考核指標有關？

如果確實與此相關，解決方案有兩種：一種是優化考核指標，如把消費佔GDP的比重作為考核指標，或者把投資效益（投資回報率、資產負債率等）作為考核指標；另一方案就是減少轉移支付規模，相應增加中央政府的事權和財權，減少地方政府的事權和財權——這將有利增強中央政府的宏觀調控能力，實現全國一盤棋。

今年政府工作報告首次提出「投資於人」，這與促消費一脈相承。因為把更多資源投入到人的發展和保障上，有助於人力資本的增值。因此，在政策執行過程中，必須將「以人為本」的理念落實到實際操作中及地方政府的政績考核中。如加大醫療、教育培訓和養老、生育等方面的投入，推動農民工市民化、鼓勵生育等舉措，可以進一步提高勞動力素質。在高質量發展的要求下，對人力資本的投資一定會有長期回報。

應對未富先老挑戰

從老齡化加速和人口流動的大趨勢來看，如何提高投資效益和發揮消費的乘數效應非常重要。中國自2021年人口總規模達到最高點以後，連續三年總人口減少，估計到2027年總人口將跌破14億，到2039年跌破13億。人口老齡化加速又會為社會保障體系帶來巨大壓力。中國自2021年步入深度老齡化，即65歲以上人口佔總

人口的比重超過14%，預計到2030年該比重將達20%以上，進入超老齡化社會。

即中國只用了9年時間進入超老齡化國家，而當年日本用了12年時間、法國用了24年時間、德國用了36年時間。由於老齡化進程遠快於其他國家，則財政支出結構需要進行及時調整，以應對加速老齡化的需求。因為從全球看，深度老齡化社會均是消費型社會，而且從深度老齡化到超老齡化過程中，GDP增速都會下一個台階，消費對GDP的貢獻明顯擴大。

中國加速老齡化過程中，比當初步入老齡化的國家有兩個顯著不利因素，分別是「未富先老」和「為富先債」，因此，提高投資效益和提高消費乘數，即是消費對GDP的貢獻率均顯得非常重要，這樣可以降低債務的增速。

在人口流向方面，儘管有戶籍制度等限制因素仍然存在，但人口流動的方向，即從農村向城鎮流動、從北方方向南方流動以及從西部向東部流動，都呈現長期特徵。為了有效配置資源，基礎設施投資應該順應未來十年的人口流動的特徵和方向。例如，人口密集度不斷提高的地區將需要增加基礎設施投入，以提升勞動生產率和整體經濟效率。

如果簡單地把固定資產投資總額作為分母，GDP作為分子來構成投資乘數，那麼，中國已經有超過十個省份的投資乘數小於1，而且這些省份絕大部分屬於人口淨流出地區。由此可見，投資流向與人口流向相反的話，投資乘數會比較低，債務增長會比較快。

中國的基礎設施規模在全球已經遙遙領先，如高鐵總里程佔全球60%以上，高速公路、地鐵總里程佔全球40%以上，相比之下，人口只佔全球17.5%。因此投資乘數的下降是必然的。美國早在70年代就出現了鐵銹地帶，故今後投資一定要考慮區域的人口變化情況，注重投資預期回報率，尤其看能否帶來持續收入和現金流。

在人口老齡化加速和人口從城鎮化走向大城市化的過程中，人口的集聚度會顯著提高，即大城市的人口愈來愈多，中小城市、偏遠地區的人口減少。在這種情況下，服務消費的乘數效應將大於商品消費。而服務消費對於吸納就業也是非常有利的。美國總就業中83%分布在服務業，德國和日本也有70%，因此，大力發展服務業、提高服務消費的比重，既順應老齡化加速的需求，也符合人口集聚度加大的邏輯。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

警惕美債供需錯配風險

民生國計 陶川

當作為曾經全球三大資產泡沫之一的日債，都出現了「銷售」問題，這本身就是對全球債市變局的一種警示。日前，20年期日債和美債的「災難性」拍賣，疊加美國眾議院比較順利地通過減稅與支出法案，導致全球債市的動盪，日本和美國債市首當其衝。在本篇報告中，筆者會進一步結合特朗普的減稅和關稅主線，給出美債等資產風險的分析框架。

首先說說對於全球變局的看法，對於廣義的債務來說，有供給和需求兩個角度：

從全球再平衡的「經濟賬」來看，由於美國傾向於減少作為全球主導性大國的義務支出，收縮陣線、聚焦區域，其財政支出和赤字本應逐步相對應地減少。但美國眾議院近期通過的減稅和支出法案，是對這種再平衡的直接挑戰，也意味着全球政府債務供給將面臨系統性的上升。

減稅和支持法案本身增加的赤字並不多。根據美國國會預算辦公室等的測算，眾議院通過的減稅法案支出本身將在未來十年增加3.1萬億美元的赤字（包含增加的利息）。值得注意的是，這一測算沒有考慮增加的關稅收入。如果按照2024年美國商品進口的規模3.3萬億美元測算，提高10%的關稅稅率可能帶來約3300億美元的關稅收入（十年就是3.3萬億美元），當然考慮到未來美國進口的萎縮，關稅整體收入會低於上述測算，但無疑會明顯縮減減稅帶來的赤字。

更重要的信號意義在於，特朗普政府完全沒有主動降低政府赤字和債務的意願。而根據國會預算辦公室年初的測算，不考慮減稅和關稅，未來十年美國年均增加的預算赤字仍在2萬億美元左右（2024財年赤字規模是1.8萬億美元）。

需求的維度上，全球資金也面臨着總量和結構性的壓力。而日本的債市算是「礦井裏的金絲雀」：一方面，2021年以來由於持續的低利率，日圓的跨境融資規模大幅上升，已經超過2008年金融危機前，日圓的利率和流動性情況對於全球的影響將是「釜底抽薪」式的，而這一點正在逐步發生。

另一方面，從今年日本超長期國債的交易結構來看，傳統的多頭日本保險和銀行開始降低債券久期，反而是海外資金成為主要的淨購買方。這也是為何市場愈來愈關注日本央行加息節奏和日本政府的支出。此外，由於全球經貿

和地緣格局的重構和動盪，非美資金的本土化和多元化配置需求也會進一步上升，客觀上會增加美債市場的壓力。

外資持有意願存疑

其次，再來進一步說說美債的市場供需錯配問題。在美國目前的財政預算框架下，每年約2萬億美元的國債供給可能在所難免，那麼就是誰來接盤的問題。從美債的持有情況來看，大致可以分為四大主體：美聯儲、美國商業銀行、美國居民部門（企業／家庭等）和海外資金。

1）美聯儲由於貨幣政策的原因，仍然處於縮表和淨賣出階段。重啟趨勢性購買美債需要貨幣政策的調整和轉向，而就今年的情況看，除非出現市場危機性事件，美聯儲政策轉變的可能性存疑。

2）美國商業銀行受到監管約束，對於美債的吸收能力有限。這也是為何美國財政部長貝森特多次強調要修改SLR（補充槓桿率）規則的重要原因——通過調整美債的風險系數，釋放銀行購債的結構性空間。但空間也談不上大，2020年美國曾階段性從SLR中豁免國債，美國銀行滾動四個季度增持美債的最大規模約為4380億美元。

3）美國居民部門的空間同樣面臨逆風。一方面，疫情後居民的超額儲蓄消耗殆盡，每年能增加的儲蓄有限（遠不及萬億美元）；另一方面，由於債務到期壓力，美國企業的現金流情況也在持續惡化。此外，還要考慮當前美國居民和企業持有美債的佔比，已經回到21世紀全球化加速之前階段的水平。

4）外資可能更多是意願問題，而不是空間問題。一方面，近年來美國的貿易赤字居高不下，從去年底開始更是開始加速擴大，流到海外的美元規模持續增加；另一方面，外資持有的美債比例基本是穩中有降。影響外資意願的核心因素，短期內是美國的貿易談判和關稅問題，中長期是美國債務的可持續性問題。

筆者始終認為，今年美國股債匯的「陣眼」在美債。在短期內，如果把上述的「全球變局下的債券供需錯配問題」具象化和聚焦化，在未來一至兩個月內，最重要的兩條主線依舊是減稅和關稅（貿易）問題：減稅的進展直接影響未來美債供給的確定性，而關稅談判的進度則會影響對於美債增量外資需求的預期。而矛盾的集中點可能會在6月中下旬至7月初。

（作者為民生證券研究院首席經濟學家）

低息吸引熱錢流入 港樓添活力

樓市強心針 廖偉強

香港樓市正迎來轉勢訊號，港元拆息近期大幅回落，加上過去數次減息累計幅度近2厘，物業投資者的利息負擔大減。投資者心態轉趨樂觀，積極部署新一輪投資策略。市場預計美國聯儲局下半年再次減息，資金成本進一步下降，低息環境有望重臨，熱錢流入將為樓市注入新活力。

「樓市好，經濟才會好」是香港經濟發展的定律。住宅市場復甦往往帶動相關行業，包括地產代理、裝修建材、家品、服務業及金融業等，樓市交投旺，氛圍亦隨之改善。與此同時，銀行定期存款息率逐步回落，資金尋求更高回報的產品，而住宅物業近年租金水平愈升愈有，自然就成為投資者首選。

另外，內地赴港人口持續增長，顯著推高租賃需求。內地品牌進軍香港，派遣員工駐港；人才計劃及投資移民申請增加；而近年亦愈來愈多內地學生選擇來港攻讀專上課程，有不少更在畢業後留港發展。這些生力軍刺激住宅租賃市場，令租金水平持續上揚。相較之下，住宅樓價過去數年回落近三成，租金與樓價「此消彼長」，令買樓收租的回報率超越定期存款，平均達3.5%

或以上，形成吸引的投資環境。

儘管樓價短期內仍偏軟，可能出現輕微調整，但市場已展現「離底不遠」的訊號，下行空間有限，入市值博率較過去數年顯著提升。租金持續上升，供樓利率確定回落，這些因素成為具前瞻性投資者的入市指標。近期市場交投漸趨活躍，反映投資者捕捉到利好因素，開始採取行動。

內地買家穩步增長

發展商過去兩年積極減持庫存，部分項目雖面臨虧損，但資金回籠是核心策略。隨着高息環境消退，財務壓力減輕，發展商對市場動態敏感度高，當庫存降至低位，價格回升的契機便浮現，樓市反彈訊號愈來愈明顯。

事實上，香港樓市的生態近年已悄然改變，客源不再局限於本地買家。內地人對港樓的需求穩步增長，粗略計已佔總成交量約兩成，這些需求促使樓市交投穩步向上。筆者相信，香港樓市的熊市階段步向結尾。低息環境的重臨，加上租金回報強勁，以及內地客源的持續流入，均為市場復甦提供堅實支撐。投資者若能把握當前時機，或可在樓市全面回暖前搶佔先機。

（作者為利嘉閣地產總裁）



樓市，低息環境重臨，提供支撐，的住宅租金流入，報為強勁。