



▲由於服務一般較難以實現標準化複製和遠距離傳輸，其供應會較容易出現短板。

## 經濟觀察家

服務消費是總需求的重要組成部分，也是提振消費的重要着力點；服務業就業吸納能力強，擴大服務消費是穩增長、穩就業、穩民生的重要抓手。但服務消費不同於商品消費，除了商品消費的共性外，還存在收入彈性更高、供需同步性、耗時性、高度依賴人口聚集等特點。本文分析了當前中國服務消費的總體現狀和主要特徵，梳理當前服務消費的主要制約因素，提出提振服務消費的基本路徑。

# 服務消費具提振空間

**宏觀漫談**  
**羅志恒**

服務消費是指消費者為獲取各種非物質性、非商品形式的服務所產生的支出。服務消費有着區別於商品消費的若干屬性。第一，收入彈性更高、對居民收入變化更為敏感。第二，供需同步，需要更多閒暇時間。第三，更依賴於人口集聚，需要更家庭化的消費場景。第四，更難實現標準化複製和遠距離傳輸，對供給能力的要求更高。

在中國當前的宏觀經濟形勢和發展階段下，服務消費的重要性日益凸顯，其發展意義遠超消費本身，是關係到經濟社會發展全局的戰略性問題。在宏觀經濟層面，服務消費是穩增長、穩就業、穩民生的重要抓手。其邊際效用遞減效應更弱、消費上限更高。隨着製造業智能化趨勢加強，服務消費的發展對於穩定就業更加重要。

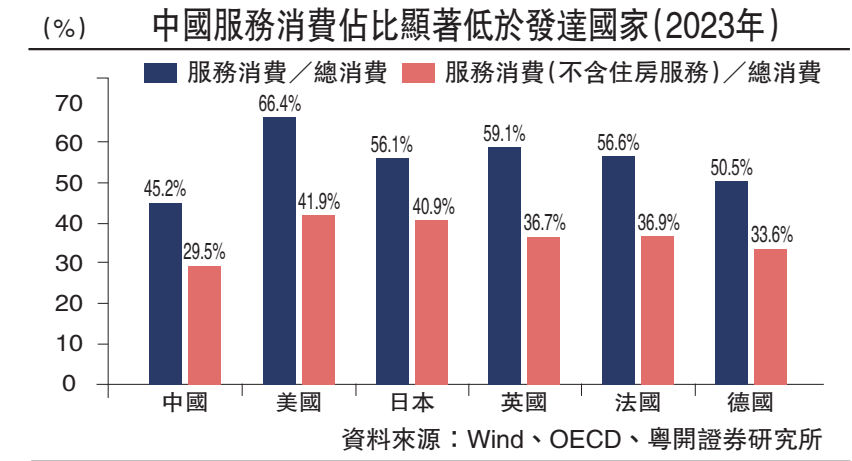
## 消費水平顯著低於發達國家

中國服務消費整體穩步增長，但尚未恢復至2020年之前的趨勢水平。此外，當前的服務消費水平相對於發展階段略顯滯後，與發達國家差距明顯。基於OECD數據庫中約40個經濟體的歷史數據顯示：服務消費佔比與經濟發展水平呈現明顯的正相關關係，中國當前的服務消費水平略滯後於發展階段。與主要發達國家比較，中國服務消費水平的差距更加顯著。2023年，美國服務消費佔比為66%，日本、法國、英國均接近60%，德國為50%，較中國高出5至20個百分點不等。

在各項服務中，居住是居民的基礎性需求，長期以來住房服務都是服務消費中佔比最高的單項服務。至於改善性較強的交通通訊、教育文娛消費佔比在2019年後下降，增速降幅最大。此外，餐飲服務佔比增幅較高、醫療服務佔比略有提升。

至於當前制約中國服務消費的主要因素，一是**服務消費收入彈性更高，居民收入形勢轉變對其影響更大**。基於2020年之前的居民收支數據計算可見：服務性質較強的交通通信、醫療保健、教育文娛消費的收入彈性均大於1，而食品煙酒、衣着等商品消費的收入彈性小於1。2020年至今，受多重衝擊影響，居民收入預期穩定性減弱，服務消費因更高的收入彈性受到更深拖累。這解釋了為什麼服務消費恢復進度顯著慢於商品消費。

二是**社保體系對服務消費的支持有待加強**。健全的社會保障體系是穩定收入預期、提振服務消費的重要基礎。截至2023年，參與城鎮職工養老保險的勞動人員約3.8億、參與城鄉居民養老保險的勞動人員約3.7億。兩種社保間的保障程度差異巨大：城鎮職工基本養老保險退休人員月均待遇約3700元，而城鄉居民基本養老保險月均待遇僅222元（人民幣，下同）。這種差距不僅來自繳費水平的不同，也源於財政補貼力度的差異：2023



年，退休職工人均養老金中的財政補貼達到806元，而城鄉居民只有183元，前者是後者的4.4倍。保障水平較低的群體需要為未來支出進行更多儲蓄，首先被壓縮的往往就是服務消費。

三是**工作時間過長制約消費時間釋放**。中國2023年企業就業人員周均工作時間48.6小時，折算年度工作時間約2500小時，大幅高於OECD國家均值（1717小時）、也高於人均GDP與中國處於同等水平的墨西哥（2323小時）。居民閒暇時間相對不足，直接制約了文體娛樂、旅遊等服務消費。

## 供給存短板 未能滿足需求

四是**流動人口城市化仍有較大空間，流動人口服務消費受到制約**。近年來，隨着戶籍制度加快改革，城區人口300萬以下城市的落戶限制基本已經取消，但70個大中城市尤其是一二線城市的流動人口城市化仍存在難點。因城市的義務教育等公共服務常與戶籍掛鉤，流動人口的子女和家庭不隨遷。由於家庭成員不在身邊，流動人口對本地教育服務的需求較低；由於缺乏穩定的家庭生活環境，對家政服務、社區服務的需求也相對有限。

五是**部分服務領域存在供給短板，未能充分滿足消費需求**。在養老服務方面，2023年中國每千名65歲以上老人對應的註冊登記的養老床位數為24張，仍低於美國（29張）、日本（28張）。同時，養老床位使用率只有50%左右，反映養老服務的供給質量可能存在較大提升空間。在文體設施方面，中國人均體育場館面積僅2.6平米，遠低於發達國家。在旅遊住宿方面，部分地區配套設施不完善、同質化競爭激烈、高品質個性化產品供給不足等問題也較為突出。

## 保障收入 提升質量

提振服務消費需要從需求端的收入保障和供給端的質量提升兩個方面同時發力，通過系統性政策組合推動服務消費實現高質量發展。

第一，**需求端刺激消費的政策轉向服務消費，推動「以舊換新」政策從商品補貼逐步轉向服務消費補貼**。考慮到耐用消費品「以舊換新」政策可能已透支部分未來需求，下一步應將消費券、消費補貼等手段向收入彈性更高的服務消費傾斜，以獲取更大政策效果。

第二，**推動「國資—財政—社保」聯動改革，增加國資上繳財政並專項用於提高社保體系建設，提高城鄉居民養老金待遇，降低其預防性儲蓄需求、釋放服務消費潛力**。如果將城鄉居民養老金中的月均財政補貼（約180元），提高到城鎮職工所享受補貼的70%水平（約560元），則需要的資金規模約8000億元。

第三，**在落實勞動者權益保護的基礎上優化休息休假制度，適當增加下半年的公共假期，增加勞動者閒暇時間**。一方面，應進一步落實勞動者權益保護，促進現有周末和法定假期「應休盡休」，完善落實現有加班調休和帶薪年假制度。另一方面，可考慮優化法定假期安排、適度增加法定假期。這不僅可以直接提振服務消費，還可以有效平滑服務消費波動，緩解資源調度壓力、提升行業整體效率。

第四，**重點解決流動人口子女義務教育問題，加快推進大中城市以家庭為單位的流動人口城市化進程**。「家庭整體進城」帶來的服務消費增量遠超單個勞動力流動的影響，可以構成服務消費增長的重要推動力，也能為城市服務業發展帶來巨大機遇。應重點解決流動人口子女義務教育入學問題，推進教育資源均等化配置。並完善住房保障制度，為流動人口提供更多保障性租賃住房。

第五，**注重發揮公共投資的力量，補齊服務消費供給短板、提升服務質量**。應順應人口形勢變化，增加優質養老床位供給、重點發展護理型床位，並推進醫養結合、養老護理員隊伍建設，提高專業化水平。同時，應大幅增加人均體育場館面積，完善全民健身設施網絡；加強公共文化設施建設，豐富文化服務內容；增加優質教育資源供給，推進教育均等化；增加優質醫療資源供給，提高醫療服務可及性。這些服務領域供給存在公共性，社會力量難以獨立承擔供給任務，公共投資應發揮引領作用，配合、吸引社會資本進入這些服務供給領域。

第六，**優化服務消費和服務業發展的政策環境**。放開文旅、醫療、養老、教育等服務業市場准入並強化監管，促進優勝劣汰，為消費者提供更好的服務。加強服務業標準化建設，建立健全服務質量評價體系。完善消費者權益保護機制，營造安全放心的消費環境。

（作者為粵開證券研究院院長）

# 穩定幣的穩妥和可持續發展

**匯思 余偉文**

今年5月，立法會通過了《穩定幣條例》，為香港引入錨定法定貨幣的穩定幣發行人發牌制度。條例進一步完善香港數字資產活動監管框架，以保障貨幣和金融穩定，並鞏固提升香港國際金融中心的地位。條例將於8月1日生效，屆時金管局將開始接受牌照申請。目前，金管局正就落實條例的具體指引進行市場諮詢，爭取盡快訂立指引。

在香港完成立法工作的同時，海外市場也有新的發展：歐盟已於2024年實施了《加密資產市場監管法規》（MiCA）；美國亦在討論與穩定幣相關的法案並取得積極進展；一家主要的穩定幣發行機構6月初在美國上市，且股價在上市後錄得不錯的升幅。轉眼間，從「幣圈」到金融圈再到社會上，「穩定幣」一詞驟然升溫——最基本的知識普及、各種場景的應用、對傳統支付的顛覆，以至戰略意義等評論分析湧現各種媒體。

作為穩定幣監管制度的執行者，我們固然樂見公眾對穩定幣產生興趣，但出於監管者的職責所在，我也想降降溫，讓大家能較客觀冷靜地看待穩定幣。穩定幣的作用和好處在立法過程的各種公開文件已多有敘述，加上近期的熱議，相信大家已有一定的認知，在此不再討論，重點談談我們對風險、監管及日後審批牌照的一些思路。

## 為支付工具 非投資工具

首先是穩定幣的屬性。穩定幣並不是投資或投機的工具，而是運用區塊鏈技術的支付工具之一，本身並沒有升值空間。以跨境支付這類應用場景為例，除了穩定幣，其他新型支付工具還包括部分央行合作建立的CBDC（即央行數碼貨幣）網絡、某些國際銀行計劃發行的代幣化存款、快速支付系統跨境連線等等。這些支付工具各有特點，成熟程度不一，未來的發展前景很大程度上由市場力量決定。

作為支付工具的穩定幣是連結傳統金融與數碼資產的界面。由於預期穩定幣將被更廣泛地使用，如何妥善管控各種內在和外溢風險正逐漸成為國際監管的焦點。金管局一直積極參與國際監管組織的工作，當中包括二十國集團（G20）轄下金融穩定理事會（Financial Stability Board, FSB）在2023年發布的《全球加密資產活動監管框架》。框架就如何監管穩定幣提供了一套指導性的國際準則，而香港的監管制度基本上就是以此為藍本。

目前金管局正牽頭FSB對上述框架在全球各地實施情況的檢討工作。穩定幣是相對新興的金融工具，既具有傳統金融工具的屬性，也有其特殊之處，例如其匿名和便於跨境使用的特性，帶來了管控風險特別是反洗錢方面的挑戰。因此，在國際層面互相借鑒監管措施和交換經驗，並藉此逐步建立跨境監管合

作，有助我們營造一個有利於穩定幣在全球範圍健康有序發展、減低金融風險的環境。

作為國際金融中心，香港是較早制訂穩定幣發行人監管制度的地區之一。《穩定幣條例》秉持「相同活動、相同風險、相同監管」的原則，不僅符合國際監管要求，亦切合本地情況，在應對金融穩定、洗錢、投資者保障等風險的同時，為行業的穩妥和可持續發展提供穩定基礎。

考慮到穩定幣是相對新興的產物、發行業務所涉及的風險、對用戶的保障，以及市場的承載力和長遠發展，發牌設有相當高的門檻，我們預期在初階段充其量只會批出數個牌照。獲發牌的穩定幣發行人必須有實實在在的應用場景，以穩健和可持續的方式營運業務，亦需要與市場參與者建立信任，以使其穩定幣具認受性。

從合規角度而言，穩定幣發行人在不同領域需具備充分的配套、關鍵的能力和經驗，例如儲備資產管理及資產的安全保障系統、有效的價格穩定機制、全面可行的贖回政策，還有科技安全、風險管控和反洗錢等方面的能力等。如穩定幣的應用場景牽涉其他地區，牌照申請人必須有整全的合規計劃及足夠資源，確保自身及商業夥伴持有所需牌照，以及在進行穩定幣相關活動時遵守香港及其他地區的相關法規。

從市場發展角度而言，穩定幣發行人的業務可持續性受不同因素影響，包括用戶規模、應用場景範圍、合作夥伴網絡和利率環境等。為促進市場負責任及可持續發展，牌照申請人須證明有具體可行的業務方案，並具備充足的技術和財政資源支持營運，使其業務可以持續穩健地經營。具體而言，申請人需要提出如何通過穩定幣切實可行地解決經濟及金融活動中的痛點，並解釋如何在合規的情況下保持足夠的使用量，以及有足夠資源，不論在市場的順境或逆境下，仍能持續經營。

## 機構參與沙盒 不等於獲牌照

金管局在去年年初推出「穩定幣發行人沙盒」，旨在了解計劃在香港發行法幣穩定幣的機構的業務模式，並傳達監管預期及提供指引。需要強調的是，進入「沙盒」並非將來申請穩定幣發行人牌照的先決條件；另一方面，即使已進入「沙盒」的參與機構，亦不表示必然會獲得牌照。我們將按照一致、嚴格的標準，審慎考慮所有牌照申請。

香港正逐步建立一套既切合本地情況，又依循國際標準和慣例的監管理制度，促進香港數字資產健康、負責任和可持續的發展，進一步鞏固香港國際金融中心的地位。隨着全球主要地區逐步推動與穩定幣相關的監管制度，香港將繼續與國際社會合作，共同促進金融穩定和創新。

（作者為香港金融管理局總裁）

# 中東局勢對港樓市影響有限

**樓語縱橫 楊永健**

相信大家亦有聽過「黑天鵝」理論，意思是指在經濟市場中往往會有難以預料、發生的機會雖然相當細小，但發生後卻會對市場產生重大影響，並引發連鎖負面反應。

早前，當環球貿易戰爆發時，有市場人士認為，貿易戰會成為環球金融市場的黑天鵝，但相信大家最難以估算是小型貿易戰只是「雷聲大、雨點小」的原型風波。至於今年另一個最大黑天鵝，肯定是近來局勢風聲鶴唳的中東市場，更有人聲言「以伊大戰」隨時引發第三次世界大戰的展開。

過去數星期，環球局勢面對重大挑戰，投資者對今年宏觀經濟背景會更為溫和的預期可能已經破滅。

美國政府對環球貿易和安全秩序的挑戰，可能擾亂全球貿易、資本流動、消費、投資支出，以及政府政策，但在過去一星期，市場對貿易戰的擔心可能已「一掃而空」，因為以伊戰爭已愈發激烈，加上美國已正式介入以伊戰爭，迅速變化的地緣政治事件大大增加市場的不確定性，為全球經濟增長、通脹環境、利率和長期借貸成本帶來不確定性。

不過，中東局勢對香港的實質影響始終有限，翻查過紀錄，無論是上世

紀八十年代的兩伊大戰，以至1990至91年的波斯灣戰爭，雖然兩段期間對本港股市、樓市均帶來短期衝擊，但長遠而言，樓價仍處於上升軌。由此可見，過去的中東局勢緊張，對本港樓市只有短暫心理影響，長遠影響相當有限。

事實上，儘管過去一段時間受環球貿易戰影響，股市一度顯得回落，但現時已有明顯反彈，再者在環球局勢變得緊張，部分熱錢流入香港作資金「避風港」，令過去一個月多本地銀行同業拆息顯著回落，最新同業拆息低見0.58厘，令實際按揭息率顯著下調，供平過租的推動下，令整體樓市一、二手交投均顯著回升。

## 新盤半年銷售料增一成

再者總計今年上半年，樓市整體交投有所回升，特別是一手新盤市場表現更理想，早一個多月，原先估算整體上半年新盤銷售可達9000宗，結果已提早達標，相信最終上半年總銷售或可達至9500宗，較去年上半年增加約一成。至於二手註冊量，相信可達21000宗，與去年上半年持平。整體樓價方面，最新樓價指數已結束連續4個月的跌市，樓價或許已進入觸底回升的階段。

（作者為世紀21星鑄總經理）