



世界銀行調高邁入高收入經濟體的門檻，令中國與高收入經濟體差距進一步擴大。

由於近幾年美元指數的走強，同時2023年世界銀行又調高了邁入高收入經濟體的門檻，這樣中國距高收入門檻又隨之擴大。經濟學界有一種觀點：若成為不了高收入國家，中國或將跌入「中等收入陷阱」。筆者認為，這種非此即彼的推理應該不成立。高收入只是相對概念，而經濟增長和收入提高則是常態。

「中等收入陷阱」是個偽命題



察股觀經 李迅雷

中泰證券
首席經濟學家

世界銀行在對全球各大經濟體的人均國民收入水平進行歸類時，實際上是採用了橄欖形的結構分類法，即中間大、兩頭小。這也意味着，能夠歸類到高收入國家或地區人口佔比，最高不會超過25%，通常則不會超過20%，即所謂的二八現象。如2015年世界銀行所統計的215個經濟體中，儘管高收入國家和地區高達80個，但覆蓋的人口只佔全球總人口的16.18%；中等偏上收入國家和地區53個，人口佔32.78%；中等偏下收入國家和地區51個，人口佔40.67%，低收入國家和地區31個，人口佔10.38%。

如今，全球人口超過80億，中國人口佔全球的比重為17.7%，如果世界銀行的高收入的門檻從2015年至今一直不變，則意味着中國可以成為高收入國家。那麼，高收入國家所覆蓋的人口佔全球總人口比重或將超過40%，這就不符合「高收入」的相對概念定義了。就像九十年代初國內「萬元戶」絕對是高收入群體，如今中國低收入家庭的人均年收入都接近1萬了。

中國作為一個擁有14億人口的大國，經過45年的改革開放，國民收入水平大幅提高，成為中等偏上收入國家，且離世界銀行的1.3845萬美元的高收入門檻，也就相差不到1000美元，但若要進入高收入經濟體，難度很大。因為一旦進去，則全球高收入經濟體所覆蓋的人口將達到總人口的33%，這就不符合「高收入」概念了。

根據《世界銀行1992年世界發展報告》，高收入國家是指人均GNP（國民生產總值）1990年為7620美元以上的國家。但到了2023年7月份初，世界銀行公布的全球高收入經濟體的人均國民收入必須超過1.3845萬美元。估計它會一直採取水漲船高的劃分標準，從而讓人口佔全球總人口10%以上的國家一直達不到高收入經濟體的標準。

事實上，2022年高收入經濟體平均的人均GNI（國民總收入）水平高達5.15萬美元，其中超過3萬美元（發達經濟體門檻）的國家和地區數量接近一半，低於3萬美元的高收入經濟體則大部分都屬於小國，其人口的權重比較小。

不難發現，世界銀行所定的高收入經濟體的門檻是偏低的，只有高收入經濟體平均水平的四分之一，只比2022年全球人均GNI（1.2869萬美元）高出不到1000美元。這意味着世界銀行未來上調高收入國家門檻的空間還很大。

因此，中國沒有必要過於追求GDP（國內生產總值）的增速，去跨入這道原本是把中國限制在外的高收入經濟體門檻。

所謂跌入「陷阱」，就是被卡住動彈不得，經濟長期停滯不前，甚至負增長。這類案例應該有，如中等收入國家中，2022年以美元計價的俄羅斯GDP規模與十年前的規模基本持平，曾一度跨入高收入國家門檻，之後又退回到中等收入國家，而南非、伊朗等也有類似經歷。

如果說全球存在「中等收入陷阱」，那麼也同樣存在「高收入陷阱」，即某些經濟體的GDP停滯不前的現象不論在哪个收入水平下都會發生，無非就是停滯時間長短而已。因此，不必太在意中等收入陷阱，這或是偽命題。但同時不能過於奢望成為高收入經濟體，二八定律幾乎無處不在，全球75%以上的人口都生活在中等收入這個區間了。

從過去60年看，中國經濟增長速度並不算快，如日本、韓國等成為高收入國家，中國依然是中等收入國家；但從過去30年看，中國經濟的確創造了增長奇跡。如1993年中國和印度的人均GDP都是300多美元，如今，中國人均GDP是印度的5.5倍。

中國經濟增速領先全球

當然，隨着這輪房地產下行周期的延續，不少人擔心中國是否會步入「經濟停滯」的階段。從被稱之為停滯或倒退的國家案例看，有中東的伊朗、非洲的南非、南美的阿根廷、東南亞的馬來西亞等，多屬於自然資源豐富的地域。而人口密度大、人均擁有自然資源相對匱乏的東亞國家和地區，不僅沒有在中等收入階段出現停滯現象，而且多數已成為發達經濟體。

這說明兩點：一是天然資源豐富的國家或地區，不一定都能成為富裕國家，其發展模式如果一成不變，則有可能一蹶不振；二是自然資源匱乏的國家或地區，可能更有危機感，尤其受儒家文化影響較大的區域，普遍勤勤勉好學，並把勞動力作為最大的資源稟賦，致力於製造業和貿易。

從每周工作時間看，按國家統計局數據，至2023年9月，中國企業就業人員的周平均工作時間為48.4小時，在全球名列前茅。從女性勞動參與率看，中國領先於大部分發達經濟體和發展中國家。

一般而言，隨着收入水平的提高，勞動時間會相應縮短，但中國企業從業人員的平均周工作時間卻沒有明顯縮短。如根據Penn World Tables（2023）的數據，從1970至2019年，全球工作時長普遍減少，如丹麥平均每周工作時間從1970年的35個小時，降至2019年的27個小時，但中國則從38個小時提高到42個小時，迄今仍超過印度。

因此，儘管中國目前也面臨老齡化加速和經濟收縮的壓力，但傳統的文化基因和為政府在科技創新領域的引領，今後中國經濟應該能夠保持領先於全球平均水平的增速。例如，2024年全球經濟增速的普遍預期為

2.5%至2.7%，但國際經濟機構對中國GDP增速的預測普遍在4.5%以上。

過去，中國經濟增長模式以投資拉動為主，這實際上是一種趕超模式，即高儲蓄、高投資；這種模式的前提是房地產、基礎設施、製造業等的資本形成規模比較小，一旦中國的製造業增加值，房地產規模、基礎設施都成為全球第一，且出現過剩，那麼這種以高儲蓄為前提的趕超模式就難以為繼。未來中國經濟面臨三重壓力：

首先，據麥肯錫估算，中國的全社會淨資產從2000年的約7萬億美元，總量是20年前的17倍多。同期美國只增長一倍多，達到90萬億美元。中國的資產增長如此之快，與房地產和基建投資的大擴容密不可分。但中國的GDP總量只有美國的三分之二，其實靠房地產或基建投資拉動的模式，其邊際效應在下降。

提高居民收入 緩解需求不足

其次，中國製造業增加值佔全球30%，但人口佔全球17.7%，長期以來通過出口來消化剩餘產能，中國出口佔全球的份額也是最高的。但隨着國內製造業勞動力成本的提高，人口紅利在消滅，中低端產品出口的份額會減少，產能過剩的壓力會持續增加。

再次，中國經濟工作會議把「有效需求不足」放在六大困難的第一位，說明這才是過去30年來我們面臨最大的結構性問題，即目前的居民收入結構難以支持消費主導的增長模式。這也表明，居民部門在國民經濟中分配比重偏低及中低收入階層在居民部門內部的收入佔比偏低。

當前面臨的有效需求不足問題，既包括消費的有效需求不足，也包括投資的有效需求不足，而投資有效需求不足的原因恐怕又與產能過剩、投資回報率低下有關，所以關鍵還是要擴大最終消費需求，而不是主要通過擴大投資的方式來增加供給，後者又會產生新的產能過剩。擴大消費有效需求的主要路徑，正如中央經濟工作會議所表述，增加城鄉居民收入。

如果通過擴大財政在民生領域的支出，推進財稅改革等使得居民收入能夠持續增加，且快於GDP增速，同時收入分配結構又能改善，那麼，中央經濟工作會議提出的產能過剩問題、預期偏弱、國內大循環存在堵點等問題都將迎刃而解。

如何來應對上述三重壓力？肯定還是在發展中解決問題，推動經濟實現質的有效提升和量的合理增長，如果總是確定過高的增長目標，當下只有靠擴大基建投資來快速實現，但這就難以把高質量發展放在首位。因此，圍繞着擴大就業、增加收入和改善結構為目標，推動經濟轉型，畢竟GDP不是最終目標、而是結果，人民大眾美好生活才是最高目標。

本輪強美元周期結束了嗎？



金融熱評 張濤

中國建設銀行
金融市場部分析師

眼下美元體系正面臨着巨大的潛在挑戰，也必然帶來美元指數本身的變化。為此，美元中樞趨勢與短期內波動的定價邏輯就成為當下金融市場最重要的敘事。

基於經驗數據的「微笑曲線理論」通常被用來解釋美元指數的波動，該理論是由前摩根士丹利貨幣策略分析師Stephen Jen首次提出。美元指數波動的經驗規律顯示出，當美國經濟明顯好於其他經濟體時，美元指數一般都會走強；而當全球經濟面臨經濟危機或者金融危機時，美元指數一般也會走強；只有當美國經濟表現不及其他經濟體，且沒有大危機出現時，美元指數則會走弱。

疫情以來，美元指數經歷了兩次微笑變化，當前正處在第三次微笑變化中，鑒於觸發前兩次微笑變化的主導因素持續削弱，因此當前這次美元指數的微笑底會走到哪，無疑是當前金融市場重要的關注點之一。

美元指數的首次微笑變化是從2020年3月份開始，疫情惡化，但特朗普政府的消極防疫，市場信心受到了重創，美股多次熔断，美元指數從100上方開始一路下滑，至2021年上半年已跌至90下方，後疫苗接種率持續上升，美國政府優化防疫政策，經濟運行開始回歸正常，美元指數也開始回升，至2022年美聯儲啟動加息周期前，美元指數已經回升至100上方，之後伴隨美聯儲快速大幅加息，美元指數持續上升，於2022年10月升至115附近，10年期美債收益率也同步升至4.3%上方，顯然此次美元指數的微笑變化是被疫情所主導。

2022年10月後，美元指數進入第二次微笑變化。鑒於美聯儲本次加息節奏和幅度很快，截至2022年9月，美國聯邦基金利率已由3月份的0至0.25厘大幅提升到3至3.25厘，平均每月加息幅度為43個基點，當時市場覺得美國經濟是無法承受的，所以就開始定價美國經濟衰退和美聯儲降息，美元指數隨之由115開始回落，並於2023年7月27日美聯儲將聯邦基金利率上調到5.25至5.5厘前後，回落至100附近，之後由於美聯儲開始強調政策利率將「higher for longer」，美元指數被再次推升至107

上方（今年10月初），可見此次美元指數的微笑變化是被美聯儲利率政策所主導。

2023年10月開始，美元指數由107上方開始再次回落，目前已回落至103附近（最低於2023年末跌至101下方），基本回到疫情前和美聯儲啟動加息周期時的水平，但與前兩次微笑變化不同，此次主導美指微笑變化的因素更聚焦於美國經濟本身，即美國經濟能否實現軟着陸，還是最終走向衰退。

鑒於美元指數更多取決於美國經濟相對其他經濟體的情況，故若想預判此次美指微笑底部時，不僅需要對美國經濟本身進行推演，還要對其相對情況進行分析。

首先，目前美國CPI（消費物價指數）、核心CPI、PCE（個人消費支出），以及核心PCE均較2023年年中的峰值大幅回落，回落幅度依次為6%、2.5%、4.1%、2.1%，而美國失業率至今穩定在4%以內，而且截至目前美國失業人數與工作崗位空缺人數的比值僅為0.3，不僅低於新世紀以來的均值（1.3），也低於疫情前的水平（0.4），顯示出美國就業市場供需失衡狀態還未完全扭轉過來。換而言之，迄今美聯儲加息對供給端的衝擊還沒有顯現出來，更多變現為需求回落帶來的通脹平抑，那麼在美國就業市場出現明顯惡化前，美聯儲的政策利率環境很難快速逆轉。

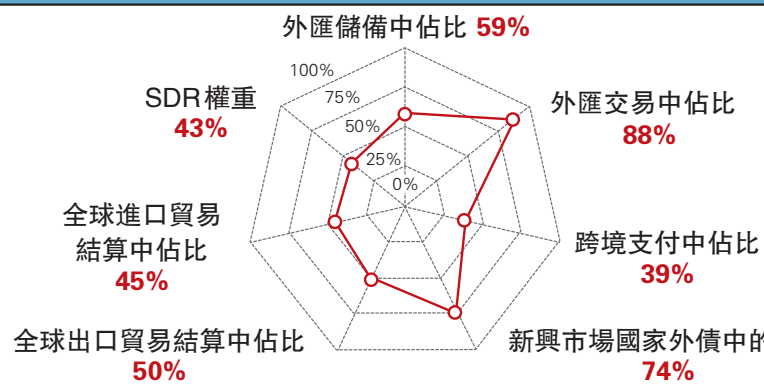
提防強美元的外溢影響

其次，目前美國經濟數據表現韌性，2023年三季度增速為4.9%，其中個人消費拉動2.1%、私人投資拉動1.7%、政府消費與投資拉動1%，淨出口拉動0.03%。如果以2019年第三季度為基點100，來觀察主要發達經濟體實際GDP的增長情況，截至2023年三季度末，美國經濟已累計增長了10.28%，大幅高於其他發達經濟體。

因此，無論是美聯儲的利率環境，還是美國經濟本身以及相對情況，均不支持美指很快出現趨勢性下行，由此來看美元指數正在經歷的第三次微笑底部很難向下突破至100下方。

基於上述對美元中樞定價邏輯與美元波動影響因素變化的觀察，結合能夠掌握的信息，筆者對於後市的認識為：美元指數不會很快回落，即這一次美元周期的切換期時會長會超過之前，相應非美經濟體仍將承受不弱美元的外溢性影響。

美元在全球經濟金融的作用



超級豪宅市道率先轉旺



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

踏入2024年樓市氣氛稍有起色，今年美國減息已變成定局，最快二季度至三季度開啟，本地銀行亦已預期香港將緊貼美國減息步伐，港銀今年有機會跟隨美國，下調最優惠利率（P）2至3次，減幅約0.75厘。減息預期之下接連出現大額成交，過去一周有兩宗6億元以上的超級豪宅出售。

事實上，去年底豪宅成交已顯著增加，上月成交價超過1億元的超級豪宅成交已達6至7宗，當中包括九龍站凱旋門天際獨立屋、九龍站天璽、港島鴨洲的凱玥以至中半山超級豪宅波老道21號均有錄得成交。此外，九龍塘半山超級豪宅蝶外近月更接連錄得兩宗大額成交。

近日接連錄得的兩宗超級豪宅成交，一宗是九倉及南豐合作的山頂超級豪宅MOUNT NICHOLSON，繼去年4月屋苑1期錄得洋房成交後，上月再售出第3期D座的高層4房分大宅，單位實用面積達4579方呎，連雙車位以6億元成交，折合實用面積呎價達13.1萬元。

發展商安排提前成交現金回贈條款，買家若45日完成交易，可獲樓價5.2125%回贈，比對於兩年前樓上單位的成交價達6.4億元，當時回贈達14.08萬元，加上提前成交現金回贈的折扣，最新成交呎價較兩年前已有所回落。

另一宗超級豪宅成交更加大額，嘉里發展的九龍半山豪宅蝶外，剛售出為屋苑第1座6樓及7樓頂層複式大宅，成交價高達以6.19億元成交，面積達8583方呎，連2777方呎天台及423方呎前庭，屬5房5套房加3間工人房間，實用呎價高達7.2119萬元，有關呎價更創下九龍分層住宅新高。

人才與資金陸續抵港

同時間，市場上亦有另一宗超級豪宅成交，恒隆地產亦售出跑馬地藍塘道33號B號洋房，成交價亦達2.3億元，呎價逾5萬元。

總括而言，近月豪宅市場的成交確實明顯增加，相信當中以內地資金為主。無可否認，自兩地回復通關後，加上特區政府陸續推出輸入人才計劃，以及重推資本投資者入境計劃，吸引不少富裕人士來港發展，相信未來一段時間來港的人才會陸續增加，連帶超級豪宅成交仍會增加。