



▲大數據顯示，生活條件的改善、現代科技及醫療水平的提高，對人類生命的延長起到了核心作用，全球人口的預期壽命每隔10年，就會延長3歲。

國家有周期，企業也有周期。本文提出的觀點是，要承認周期的存在，不要去迴避或者臆想能超越周期；同時要不斷優化經濟結構，讓周期波動更加平緩，從而減少對經濟的衝擊，這就是韌性。

擴內需穩經濟 對沖外貿隱憂



察股觀經 李迅雷

中泰證券
首席經濟學家

一般認為從25歲開始，人體器官開始衰老，因此競技項目運動員取得最佳成績的年齡大部分都在青春期。

若按2021年中國人均預期壽命78歲、全球73歲計，人的成長階段大約佔生命周期的三分之一，而抗衰老階段佔三分之二。因此，人生的大部分時間都在與衰老作鬥爭，鬥爭的時間越長，說明韌性越足。

儘管不同遺傳基因對人的壽命有一定影響，但從大數據看，生活條件的改善、現代科技及醫療水平的提高對人類生命的延長起到了核心作用。從一般的規律看，全球人口的預期壽命每隔10年，就會延長3歲。例如，從國家統計局給出的數據看，中國2020年的人均預期壽命比2010年提高3.1歲，達到78.6歲。

老齡化牽連樓市周期

根據統計局每年公布的抽樣數據，中國年度生育率在2017年之後下降速度不斷加快，由年度生育率推算出的總和生育率（平均每個婦女生育的子女數）更是在2021年降到1.1以下，到2023年仍未回升，遠低於2.1（國際認可的人口世代更替水平）。

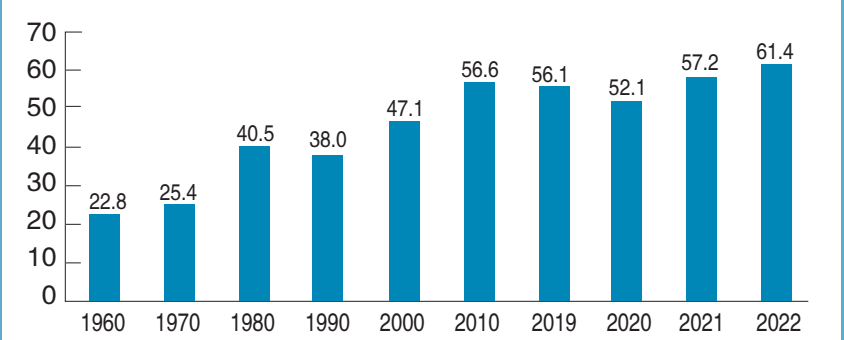
中國一方面生育率超預期下降，另一方面預期壽命快速上升。當前，健身運動風靡全國，中國大媽的廣場舞早就跳到歐美諸國，以男性參與為主的中國馬拉松賽事的舉辦次數，從2016到2019年三年增長一倍，去年的賽事數量全球第一。筆者作為長跑的愛好者，也深深體會到類人的韌性之神奇。我從47歲才開始長跑，一開始只能跑5公里左右，隨著每月跑量的增加，過了50歲之後，每次都能跑到10公里左右；過了60歲之後，則可以輕鬆跑到20公里了。而且堅持長跑後血壓恢復正常，不用再吃降壓藥。但同時也發現，一旦運動量減少，靜心心率又會回升到原先水平。

從人口總量結構看，平均預期壽命的延長和出生率的下降，會導致老齡化率加快。中國從2021年開始步入深度老齡化階段（65歲及以上人口佔比超14%），同時出生人口不斷下降，意味着人口撫養比會持續上升，從而導致經濟的潛在增速下降。

而潛在增速的下降一定會具有具體的表現，如城鎮化進程放緩、房價下跌、民間投資增速下降、消費疲弱等。筆者研究過步入深度老齡化階段後國家的平均GDP增速的變化，基本上都比進入前的平均增速下了一個台階。如西方發達經濟體在步入深度老齡化之後，GDP增速都出現了顯著下降，而且平均增速都不超過3%。

疫情以來，美國經濟增速明顯拉開了與其他發達國家的距離，原因何在？大部分人都會認為是美國的科技領先優勢發揮出來了，尤其進入到AI時代。但也可以從人口的維度去解

(%) 全球貨物和服务貿易總額佔GDP比例



數據來源：Wind，中泰證券研究所

釋，美國由於相對高的總和生育率（2023年為1.66，中國只有1.09）和源源不斷的人口流入（留學、移民和偷渡），美國的老齡化率的上升斜率就變得很平緩，且2032年後還可能出現下行。

對中國而言，房地產周期下行與人口老齡化加速幾乎一致，都發生在2021年。日本房地產周期下行要比人口步入深度老齡化的時間更早些。原因可能在於，中國的土地供給是管制的，這使得房地產周期的上行階段被拉得更長。

中國房地產市場在經歷了二十多年的牛市之後，2021年下半年開始出現調整下行走勢。但從房價租金比的角度看，估值水平依然較高。當前中國核心城市地產租金收益率基本低於2%，遠低於全球平均4.2%的水平。自2021年下半年以來，住宅平均租金下行趨勢不改，地產出租吸引力降低，而且掛牌量同時增長，地產銷售供需兩端承壓。

有訂單 企業才能活下去

人類通過改善醫療條件拉長了生命週期，同樣，通過對經濟的干預，也同樣拉長了經濟周期，或者讓經濟周期變得更加平緩。雖然古典經濟學派和奧地利學派主張不干預經濟，讓市場自發調節，但事實上全球最發達的三大經濟體都在干預經濟。

最典型的如美國，在2020-2021兩年疫情期間，財政部給企業、社會機構和居民部門投放4萬多億美元，包括給居民直接發現金、給企業失業人員發放救濟金等，並通過降息等寬鬆貨幣政策刺激經濟，最終不僅讓經濟復甦，而且失業率也大幅下降。2023年美國經濟並沒有出現硬著陸，也沒有出現金融機構的大量破產。

從美國的案例中，不難發現它是從需求側發力去刺激經濟，通過收入增加帶來消費的旺盛來帶動就業。儘管由此導致了通脹和持續加息，卻沒有導致資本市場和房地產泡沫的破滅。2024年隨着通脹的回落，美聯儲或許選擇降息，且頗有自主性。

2000年至今，日本和美國GDP出現過兩次負增長，印度一次，但中國沒有出現過，說明政策干預的效果明顯。但干預就像藥品，都具有一定副作用。如供給拉動經濟增長的模式也不是一直能持續下去，隨着供給過剩，企業的庫存增加、地方政府的槓桿率上升等都會導致投資增速下行。

2023年固定資產投資增速只有3%，其中民間投資出現負增長，PPI連續多年為負，經濟收縮跡象較為明顯。

從2011年中國經濟增速下行至今，中國GDP增速仍能維持在5%，實屬不易。總體而言都是靠逆周期政策的助力讓經濟保持平穩，但持續的供給側發力雖然有效，並沒有從根本上緩解產能過剩問題，因此也沒有帶來民間投資的增長。

時至今日，有效需求不足問題要引起足夠重視，而且要從改善終端需求入手，而不只是給企業減稅降費，因為訂單才是企業活下去的理由。國家統計局數據顯示，2023年規模以上工業企業利潤下降2.3%。規模以上企業都如此，中小工業企業的日子就更難過了。

那麼，今後出口是否能給國內企業帶來更多訂單呢？近幾年來，逆全球化的聲音一直不絕於耳，但從數據看，全球貿易的增速快於GDP的增速，佔全球GDP的比重已經超過60%，但中國去年進出口貿易的增速已經低於全球總水平，這恐怕是未來中國出口行業的一大隱憂——來自其他新興經濟體的競爭及西方國家對中國設置的貿易壁壘。

因此，擴大居民部門的終端需求應該是中國今後政策的必然選擇。擴大終端需求不同於我們經常提及的「擴內需」，因為內需除了消費，還包括各種投資，而這些投資最終還會帶來供給的擴大，從而使得供過於求的結構性問題長期得不到改善。居民部門的終端需求包括居民部門的各類消費和各類投資需求，而增加這些需求，一方面需要財政發力，補貼給居民，增加居民收入，另一方面應該大幅降低利率水平，把居民的儲蓄轉為投資，目前中國居民存款高達130多萬億，其中70%以上的定期存款。

中國目前的實際利率幾乎是2000年以來最高的，在房地產周期的下行階段，一般都會容易發生「踩踏事件」，即經濟收縮帶來的乘數效應。1991年日本房地產泡沫破滅後，經歷了5年時間才把基準貼現率從6%降至0.5%；反觀2007年美國次貸危機爆發後，美聯儲在15個月的時間裏將基準利率迅速從5.25%降至大幅降至零附近。降息措施配合美聯儲的量化寬鬆等其他數量型工具，在雷曼事件後逐步幫助美國金融市場穩回升。因此，越早降息就越有利於控制系統性風險，把各種負面影響盡量減少。

央企投資聚焦戰略性產業



點市成金 譚浩俊

財經評論員、中南財經
政法大學兼職教授

日前有媒體報道，2023年中央企業完成總投資6.2萬億元（人民幣，下同），同比增長6.9%。其中，固定資產投資（含房地產）完成5.1萬億元，同比增長11.4%。單純從投資角度看，央企投資對全社會固定資產投資的作用是非常大的。尤其在民企投資不太景氣的背景下，央企投資有效彌補了民企投資不足帶來的影響，維護了投資對經濟增長的促進作用。

需要注意的是，央企作為國民經濟的支柱，如果過度注重投資的數量和規模，而不重視投資的質量與效率，也會影響到央企的支柱作用。對央企來說，投資的切入點應當放在在民企不敢投、不想投、投不動的領域，以及事關國計民生的重點領域、關鍵領域，而不是一般競爭性領域。

從2023年央企投資的實際情況來看，總體上講已經重視了投資結構的調整與優化、有意識地聚焦關鍵領域和需要突破領域的投資，譬如正式啟動的中國石化總投資205億元的「西氣東送」純氣長輸管道項目、已經建成通線的中國電子首條12吋汽車芯片先導線，都是目前尚未向民企開放，或民企不大敢投的領域或項目。按照國資委提供的數據，2023年中央企業完成戰略性新興產業投資2.2萬億元，同比增長32.1%。

技術突破 爭奪國際話語權

那麼，這些戰略新興產業的投資具有前瞻性、戰略性、突破性的項目有多少呢？有哪些可以在未來幾年成為國際市場具有較強競爭力的產品與技術呢？特別是卡脖子技術的突破方面，央企有沒有在投資方面下功夫、花力氣呢？殊不知，央企只有在高端領域具有很強的國際競爭力、話語權，才能真正成為國民經濟的支柱，才能得到認可和信任。如果只是依靠壟斷佔據市場話語權，而沒有能力參與國際競爭，其國民經濟支柱作用的含金量就難以體現。



▲從2023年央企投資的實際情況來看，總體上重視投資結構的調整與優化、有意識地聚焦關鍵領域和需要突破領域的投資。

息口趨降 龍年樓市料吸引資金流入



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

樓市在春節前還寒乍暖，很多人問筆者，進入龍年樓市還有小陽春嗎？樓市的確是過了最困難的時候，為何還需要救市措施？筆者認為，近年樓市運作並不健康，雖有個別板塊止跌，整體市道仍虛弱，有需要適時改變措施，防止樓市運作失當，從而令市場信心恢復。

防止樓市繼續「內傷」，說「撒辣」並不够準確，從來筆者對樓市辣招的意見都是要不斷就環境去優化前進，令市場運作得更好，社會財富分配得更平均。近年樓價下跌及成交減少，現在樓市其實是不能夠有效為社會作財富轉移。樓價便宜卻沒有人敢買，這樣的樓市又有什麼意義？近年二手樓市轉流率低，過分依賴一手供應。其實二手可售單位包括私樓和居屋大概有過百萬個，一、二手市場共旺才令財富平均分配，否則大部分財富都是去了發展商那處。



▲定期存款息口高位回落，未來資金可望重回樓市。

另外，我們應該給予年輕人更多的置業保證，例如重啟「置業資助貸款計劃」，去除社會深層次矛盾。現時存款金額創紀錄的香港竟出現樓價下跌的情況，其中原因是定期存款息口長期高企，吸收了大量的資金，兩年來增加的定期存款有約4萬億港元，這些都是傳統市場上的資金，相當於全港住宅按揭總和的兩倍。

租金回報創11年新高

海量的市場投資被吸引去做定期存款，但是大家都要明白定期高息是一種金融扭曲的現象。定期存款息口已經由最高的5.5厘左右輾轉下跌，到近期有銀行出現3.8厘（以3個月存款期為例）的情況，而最新的細單位收租回報率3.3厘，創11年高位，與定期存息3.8厘相差相若，相信未來定期存款投資客將會回流到樓市。

雖然過去一段時期樓價並沒有追隨市場因素運行，但預期會重回正軌，現在樓市的發展階段和模式已逐漸由「跌價後」變為「升價前」。