

由於目前有效需求不足，擴大財政對居民部門的支出，所產生的乘數效應，會遠大於擴大財政對企業部門的支出。



經濟持續的高增長源於政府對社會資源的組織與分配，但當中國成為全球第二大經濟體後，三大部門之間的分配比例及部門內部的結構性問題逐步顯現出來，給經濟發展帶來一定掣肘。因此，現時需要再平衡國民收入分配比例，根據經濟發展階段進行適時調整。

## 中國經濟轉入「消費拉動模式」

察股觀經 李迅雷  
中泰證券  
首席經濟學家

中國經濟的增長模式與西方不同，甚至與其他發展中國家也有顯著分別。例如，通過投資來拉動經濟增長是其中一大特徵。從過去15年的數據看，用支出法計算的GDP（國內生產總值）中，中國來自投資（資本形成）的貢獻平均在40%以上，是全球平均水平的兩倍左右。

### 民企投資回報下降

投資能長期維持高比例，與公有制的經濟特徵有密切關係，中國國有企業的總資產規模超過320萬億元，政府不僅在投資中擔當重要角色，還可以在經濟下行壓力增大時通過投資作逆周期調控。

由於頻繁採取逆周期的投資拉動模式，近年來面臨投資回報率下行壓力，這就使得地方政府債務的增長遠超GDP增速。近年來隨着土地財政收入的大幅下降，地方債的上升幅度較快，地方政府債務的廣義槓桿率水平較高，通常估計在90%左右，而中央政府的槓桿率水平只有20%左右，導致地方債債務壓力巨大，令政府部門內部的債務結構失衡。

為應對失衡，中國目前正採取地方化債和中央發特別國債的舉措。由於中國政府部門的槓桿率總水平不算高，故通過讓地方與中央在事權和財權方面的對稱性提高來改善中央與地方政府的債務結構。例如，今年財政預算中決定中央財政發行1萬億元（人民幣，下同）超長期特別國債，另外繼續給地方政府發行再融資特別債的額度，以降低地方政府的債務成本。

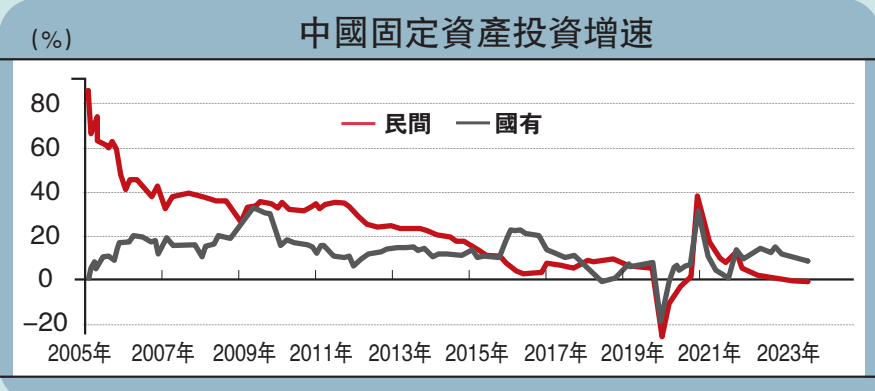
從企業部門看，國企和民企之間也同樣存在結構性問題。如過去兩年的固定資產投資中，民間投資增速在零附近徘徊，而國有控股投資增速維持在10%上下波動。反觀10至20年前，民間投資增速通常維持在20%以上，個別年份更是高得離譜。

民間投資增速之所以在過去20年中出現巨大落差，應該與製造業的產能過剩和房地產長周期的下行有關。從配圖中不難發現，民間投資增速自2021年三季度出現斷崖式下滑，恰好與房地產周期見頂的時間一致。

天下熙熙，皆為利來。中國以中低端為主的製造業增加值佔全球比重達30%，但人口只佔17.6%，消費只佔全球13%左右。這意味着製造業在產能過剩的環境下毛利率會顯著下降。而民間投資在融資成本高於國企的情況下，投資意願下降是必然的。

由於中國民營企業對城鎮就業的貢獻率超過80%，故民營企業對中國經濟的作用毋庸置疑，政策支持、對法制保障等也將不斷完善。但今年1至2月份民間投資增速依然只有0.4%，與國有控股企業投資增速高達7.3%形成鮮明反差。這說明民企投資意願不足的根本原因還是投資回報率不達預期。

從居民部門看，2021年以來居民部門的槓桿率水平增長速度變得平



緩，這應該與房地產長周期進入下行階段有關。但即便如此，按居民家庭部門用於還本付息的支出佔居民可支配收入的比重看，中國居民部門的償債壓力仍然偏高。從國際比較看，中國居民家庭的債務負擔較重，原因還是在於中國居民家庭的儲蓄率過高和可支配收入佔GDP比重較低。

儲蓄率高則消費率低，債務負擔重則消費意願弱。這就可以解釋居民部門的最終消費對GDP的貢獻明顯低於全球平均水平的原因。而與之相對應的是，資本形成對GDP的貢獻是全球平均水平的兩倍左右。

以上通過從國民經濟三大部門的特徵和結構來分析並解釋，過去中國經濟出現長期高增長的原因及當前面臨的一些問題。

### 緩解社會有效需求不足

去年底召開的中央經濟工作會議提出了中國面臨的六大困難，其中把「有效需求不足」放在第一位。所謂有效需求，是指有支付能力的需求，包括消費和投資（如購房也算投資）需求。因此，「部分行業產能過剩」實際上與有效需求不足有關，因而導致「社會預期偏弱」。

當「消費降級」、房地產走弱的現象持續下去，則國內大循環就會存在「堵點」，各種風險隱患就容易爆發。例如，財政部剛剛公布1至2月份中國企業所得稅與去年同期持平，個人所得稅同比大幅下降15.9%，但同期的社會用電量增長11%，說明經濟增長可能與企業和個人的收入增長不同步，經濟結構需要重整。

有效需求不足，體現在消費增速的放緩和物價走勢的疲弱。但物價是由供需關係決定的，供給過多或需求不足都可能導致商品價格回落，故物價走弱也可能是供給過多帶來的。

回顧歷史，中國產能過剩問題出現較早，2012至2016年持續4年出現PPI（工業生產者出廠價格指數）負增長，由此開展一輪供給側結構性改革，通過優化供給來解決產能過剩問題。從PPI的走勢看，2017年以後的確出現了回升。但如果把中美之間的PPI走勢作比較，發現彼此的走勢較為相似，2017年後美國的PPI也出現回升。因此，在導致產能過剩的多種因素方面，可能供給不是主要因素。

中美的PPI走勢較為相似，關鍵還是在CPI（居民消費價格指數）的走勢差異上。美國在疫情之後，財政赤字率大幅提高至10%以上，共支出6萬多億美元的財政刺激，其中相當一部分用於給包括失業和非失業群體在內的居民部門發放現金補貼。因此，美國這一輪歷史上罕見的通脹，

應該與政府發放補貼密切相關。

也就是說，美國這輪通脹首先是通過增加居民收入來拉動需求，不僅把補貼用於消費，還用於減輕債務。由此帶來一定的乘數效應，推升非農就業的上升和人力成本的提高，使得通脹水平的回落幅度大大低於預期。

中國在2015年下半年推出為期3年的棚改貨幣化舉措，實際上也是給居民部門通過拆遷補貼的方式拉動房地產投資和消費，使得居民部門的槓桿率水平從2015年6月的37.7%上升至2018年6月的50.5%，如今，中國居民部門的槓桿率水平已經與發達國家看齊，且償債率較高，今後居民部門縮表的可能性較大。

以上分析可以說明中國經濟面臨的主要問題，或者導致物價疲弱的主要因素來自需求端，即「有效需求不足」是經濟工作會議所述的六大困難中的核心問題。

中國一直採取「趕超模式」來發展經濟，這種模式最鮮明的特徵是投資拉動，且已經取得了巨大成就：GDP的全球份額從九十年代的2%上升到18%，打造了全球最完善的基礎設施，這實際上就是「政府+企業」主導的模式，讓中國的製造業佔全球的比重超過30%。同時，通過政策的扶持，中國在高鐵、光伏、鋰電池和電動車等領域的全球份額遙遙領先。

但這種模式並不是一直可以持續下去，隨着生產要素的組合優勢不斷削弱，如人口紅利步入末期、勞動力、土地成本升到一定水平、技術進步放緩等影響下，資本回報率就會下降，高度市場化的民企的投資增速大幅下降，宏觀槓桿率水平大幅提高。

尤其當中國勞動年齡人口減少、老齡化率加速下，傳統的投资拉動模式恐怕難以為繼。2011年，中國勞動年齡人口開始下降，這也是中國經濟增速開始下行的第一年；2021年，中國65歲以上人口超過14%，步入深度老齡化社會，這也是房地產長周期上升階段結束，開始下行的第一年。

當大部分行業的供給能力超強，但需求跟不上的時候，就會出現所謂的「卷」。這就需要調整結構，即構成國民經濟三大部門的比例關係需要調整，部門內部的結構需要優化。

在投資拉動模式下，債務對GDP的乘數效應通常低於1。但在消費拉動模式下，增加居民收入所帶來的乘數效應則大於1。在有效需求不足的情況下，擴大財政對居民部門的支出，其乘數效應遠大於財政對企業部門的支出。原因很簡單，中國產能過剩現象較為普遍，財政支持企業，往往是擴大供給，而財政支持居民，才是擴大需求，有利於供需平衡。

## 美樓市反彈或削弱減息預期

天風視野 宋雪濤  
天風證券首席宏觀分析師

從整體數據來看，美國房地產市場已經較早在加息周期中完成了衰退，不僅沒有出現房地產危機，反而在高利率背景下展現出了韌性。展望未來，由於整體供給偏緊，較低的空置率、提升的租金回報率以及回落的利率水平，都會成為房價反彈的動力。

如果演進中的地產周期推動價格反彈，又會推動美國核心通脹回升，美聯儲可能進一步推遲降息。而走向尾聲的去庫周期，亦會在地產周期的帶動下刺激地產後周期商品補庫，加速中國相關出口的改善。

當前反彈中的美國房地產市場呈現出五大特點：

其一，地產銷售分化，新屋銷售穩步回升，成屋銷售滯後反彈。在快速加息的壓制下，新屋和成屋銷售共同下行至2022年底。隨後開始分化，新屋銷售穩步回升；成屋銷售相對滯後，但近期明顯反彈。

筆者認為銷售分化背後有兩個原因：

首先是新房開發商讓利。持續加息以來，新屋開發商流動性壓力增大，為了盡早地回收資金，開發商以暫時性利率買斷（Temporary Rate Buydown）的形式，提供對新屋利率優惠。根據房地美的估算，暫時性買斷佔比從2022年下半年起迅速上升，新屋利率低於成屋利率約0.6百分點，且大型建築商提供的利率優惠更高。

其次是二手房業主惜售。疫情初期大量業主再融資鎖定了十分低的房貸利率，購房者被迫轉向新屋市場。2020年四季度美國30年期抵押貸款利率平均為2.76厘，是有史以來最低水平。2020年二季度至2021四季度美國經歷了2003年以來最大的再融資潮，大約1400萬份房貸在此期間進行了再融資，其中約64%是利率再融資，36%是現金再融資。

### 房屋供給仍緊 空置率處低位

其二，整體房屋供給仍緊，房屋空置率處相對低位，房價風險偏向上行。當前美國地產供給依然偏緊，數據顯示總掛牌數為100萬套，僅為2017至2019年的70%左右，且自住房屋空置率與租賃房屋空置率也處於相對低位。

整體庫存周期在4.1個月，但新屋與成屋的庫存周期也出現分化。新屋庫銷比自2023年中以來持續走高，2024

年1月錄得8.3個月，已經高於疫情前水平。而成屋庫銷比僅為2.9個月，進一步反映出成屋供給尤其短缺。筆者認為在供給受限的情況下，成屋銷量的反彈並未曇花一現，房價風險偏向上行。近期明顯回暖的成屋銷售進一步證實了美國房地產的反彈趨勢。

其三，租金調整幅度有限，整體租售回報率有所增加。因為租期鎖定的原因，整體的租金價格變動幅度相對有限。且近半年來，相較於波動較大的銷售價格，各口徑下觀測到的新租金並未明顯降溫。

租金的相對黏性推高了美國整體的租售比。大部分主要城市的租售比高於當前30年期抵押貸款利率（基準成本），而幾乎所有主要城市租售比都高於30年期國債收益率（無風險機會成本）。而租金回報率的提升或將進一步帶來更多的購房需求。

其四，月均還款中位數快速上行，全款購房人數增加，但違約率保持穩定。在高利率影響下，美國新房貸的月均還款中位數從2020年初的約1200美元上升至2022年初的1400美元，隨後進一步上升至2024年初的約2000美元，4年間上漲67%。

美國全款購房比例從2020年的約15%上升至2023年的約25%；同時美國人口統計局數據顯示，美國約有40%的屋主沒有房貸。

全款購房的增加、存量利率的穩定，以及居民財富的增值對沖了部分高利率的影響，這也是為何美國房地產市場較早在加息周期中衰退後，並未進一步演化為危機。

其五，獨棟住宅（single-family）與多戶住宅（multiple-family）的開工數明顯分化。隨着新屋銷售在2022年底一起反彈的還有住宅建造許可數（permit）和獨棟住宅新開工數等先行指標。住宅建造許可數已持續反彈14個月，獨棟住宅開工數也同時震盪反彈至今，但多戶住宅的開工數仍然還在下行，兩者出現明顯分化。

多戶住宅即公寓多用於出租，但疫情之後所形成的在家辦公、住房自由率提升、建築成本上升和投機房價上漲趨勢等諸多因素，使得獨棟住宅的供求關係比公寓更加緊張。

多戶住宅在2021年低利率環境中經歷了爆發式開工後，因為建造周期較長，在建多戶住宅仍處歷史高位，未來或將進一步壓制多戶新開工需求。而獨棟住宅在經歷了一輪去化後，隨着建築許可的反彈，未來可能迎來一輪新的開工周期。所以獨棟新開工強於公寓新開工的趨勢可能還會繼續。

## 撤辣成效顯著 樓市進復甦期

樓語縱橫 楊永健  
世紀21·Q動力總經理

截至筆者撰文一刻，3月新盤銷售已突破3600伙水平，是自2013年4月一手新例實施以來，單月新銷售的新高紀錄。換言之，今個月的旺市，是逾10年的新高，甚或是過去20年難得的大旺市。加上今個周末是復活節長假期的開始，發展商亦勢必加快加貨，本月的新盤銷售幾乎肯定超越4000伙的高位，相信上半年累計新盤銷售突破1萬伙的機會相當高。

### 各路買家重現

樓市撤辣，無論是短炒投資者、收租客、海外買家、內地富豪、上車盤的買家、本地換樓客，以至什麼「西餅客」、「飲茶客」，種種不同的買家均把握時機加快入市。撤辣後入市成本減低，加上過去一年多樓市整固，無論新

盤定價、二手叫價均有不少留盤，自然吸引不同買家趁機入市。

目前樓市景況如何，或許我們就可以就過去20年的樓市來一個小小的重溫。2003年沙士樓市跌至谷底，但有危亦有機，沙士過後樓市即時谷底回升，並展開連續十多年的大牛市，其間升幅達2至3倍。面對持續急升的樓價，特區政府於2010年底推出辣招，以壓抑樓價升幅，奈何樓價升幅持續，期後政府多次加辣，樓市交投急速回落，加上2019年修例風波以至全球疫情大爆發，樓價亦出現顯著回落，即便過去特區政府一再減辣及放寬按揭限制，去年樓價跌幅顯著，整體成交量亦跌至歷史低位。

上月底特區政府始終迎來全面撤辣，樓市起了翻天覆地的改變，撤辣短短二十多日，一手新盤銷售突破過去十幾、20年的高位，二手成交量亦顯著回升，更錄得久違了的短線獲利成交，西龍區10億元的大屋成交，又有「西餅客」以1.6億元連掃24伙新盤，啟德跑道區新盤價價突破6.7萬元新高。

總括而言，目前樓市真「復活」，近20年難得一見的大旺市終於重臨。無可否認，目前是代理創造奇跡的最佳時機，一單新盤成交的佣金隨時過百萬，加上不少計劃出賃業主趁機沽貨，過去一直面對換樓困難亦趁機會換樓，投資客、收租客趁低吸納，有着大量新盤積壓的發展商自然加快出貨，大旺市重臨，把握時機創造紀錄。



▲特區政府公布樓市撤辣後，一手交投轉旺，3月份的新盤銷售預料可突破4000伙的高位。