



▲中國應該通過增加居民收入，以擴大消費政策來尋求經濟結構平衡。

從人口維度看，2011年是中國勞動年齡人口由升轉降的第一年。從經濟的維度看，2011年也是中國GDP增速由升轉降的第一年。那麼，人口結構的變化是經濟總量波動的決定性因素嗎？

# 刺激內需 優化經濟結構

察股觀經 李迅雷  
中泰證券  
首席經濟學家

2007年應該是1990年以來中國GDP增速的最高點，達到14.23%，名義GDP則超過18%。但同一年美國爆發了次貸危機，並在次年傳導到中國，導致中國的外需大幅下降。為應對次貸危機，中國推出超大规模的基建投資計劃來擴內需，2009年全國人大常委會首次通過由財政部代理發行的2000億元（人民幣，下同）地方債券計劃。當時的公開數據顯示，72%的地方債務用於交通運輸、市政建設及土地收儲。

## 地方債務增速超過GDP

回顧歷史不難發現，保增長的目標總是容易實現，擴內需則主要體現為「擴投資」，調結構難度最大。據財政部發布的「2023年12月地方政府債券發行和債務餘額情況」顯示，截至2023年12月末，全國地方政府債務餘額40.7萬億元。此外，全國城投有息債務也快速擴張，估計每年均增速或在10%以上。

但地方債務的增長卻未能帶來GDP的同步增長，2019年至今，地方債（一般債加上專項債）按年增速維持15%左右，約是GDP增速的3倍以上。那麼，是什麼原因導致GDP增速遠低於債務增速呢？

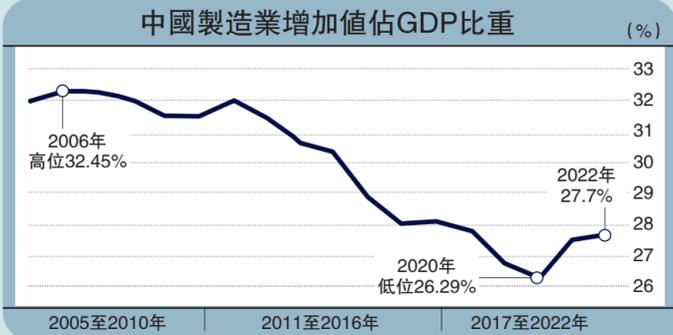
中國製造業增加值佔全球比重已達到31%，但人口只佔全球17.6%，這意味着製造業在產能過剩的環境下毛利率會顯著下降。但地方政府和國有資本要擔負穩增長的任務，因此，在房地產投資增速大幅回落的背景之下，通過加大基建和製造業投資力度來實現穩增長目標，這就導致了債務增長過快的問題。

2021年中國65歲及以上人口佔總人口的比重超過14%，標誌着中國步入深度老齡化社會。不僅如此，由於預期壽命的延長與出生率的下降，中國的老齡化在加速。其速度超過當年的日本，即只要花9年，到2030年，中國就將步入超老齡化社會（65歲及以上老人佔比超過20%）。

相比之下，日本從深度老齡化到超老齡化所花的時間是12年，德國為36年。從那些已經步入超老齡化國家經濟數據看，進入到深度老齡化之後，其平均增速通常只有1%至2%的水平。

中國自2021年下半年以後，房地產開發投資和新房銷售面積均大幅下降，意味着房地產週期的上升階段結束。與此相對應的是，根據國家金融與發展實驗室的數據，2023年中國的宏觀槓桿率水平達到287.8%，與西方國家的債務水平相當。

從目前來看，2023年居民部門的房貸餘額首次出現下降，即居民部門繼續加槓桿的意願不強了，而民間投資2023年也出現了負增長。也就是當人口週期與經濟週期疊加，全社會槓桿率水平已經加得滿滿當當，這種情況西方國家似乎從沒有出現過。因此，這輪房地產調整的時間可



能比較長，房地產週期對金融部門帶來的風險和對相關行業的負面影響還沒有充分暴露出來。歷史上還沒有一個國家同時面臨總人口減少、老齡化加速、宏觀槓桿率接近300%、房地產週期開始下行等如此複雜的局面。

2023年中國的人口撫養比已經達到49.3%，這還是把15至64歲都作為勞動年齡人口計算。如果按15至59歲作為勞動年齡人口計算，則撫養比已經達到94.9%，即幾乎是一個勞動者撫養一個非勞動者，社會和家庭負擔在快速上升。

這也意味着，今後應對人口老齡化壓力下支出是剛性的，其規模也非常大，但如何應對老齡化加速帶來的養老、醫療等壓力？未來隨着退休人口加速增加，中國養老金的缺口會比較大，需要財政更大幅度增加支出。

## 居民消費需求偏弱

「調結構」是一個很老的話題，即經濟結構需要重新調整，以適應時代發展變化的需求。但調結構又是知易行難，經常被「穩增長」的KPI考核要求取而代之。中國有句成語叫未雨綢繆，而如今已到了「雨季」。筆者認為，至少兩大結構需要調整，一是居民收入結構，二是產業結構。

第一大需要調的結構是居民收入結構。儘管中國的經濟增速仍領先於全球，但人口老齡化的壓力卻很嚴峻，且從全球主要經濟體比較看，中國居民家庭部門的債務壓力也比較重，其原因是居民可支配收入佔GDP的比重偏低，即經濟增長所帶來的收入獲得感不夠強。

2024年初中國居民存款卻已經到了143.6萬億元，儘管這與中國居民在債券、股票、基金、理財產品等金融資產的配置比例偏低有關，但居民存款規模全球第一卻是不爭的事實。同時，居民收入差距較大，高收入組的收入水平長期維持在低收入組的10倍以上。這恐怕是消費不振的主要原因之一，因為消費的主力是中低收入群體。

從近日上海市中心豪宅的搶購盛況看，高收入群體的購買力依然很強，故調結構的重心是多渠道縮小收入差距。

因此，筆者建議，一是財政支出向中低收入群體傾斜，通過多種方式來進行轉移支付。二是通過稅收等手段來增加對高收入群體徵收，重點是加強對應納未納人員進行有效徵稅，如目前個稅所覆蓋個體數量非常有限，與居民存款額的高增長形成很大反差。三是鼓勵高收入群體的消費和

投資，以推動商品和服務業的繁榮，擴大就業。從疫情之前的數據看，中國境外遊的人均消費額位居全球第一，說明高收入群體的消費潛力很大，但需要出台相關鼓勵消費政策。四是發展社會慈善事業，鼓勵高收入者擔負社會責任，即「第三次分配」。2022年前官方在這方面宣傳較多，希望繼續。

不出意外的話，到2024年底，中國居民存款餘額將突破150萬億元，但居民存款的結構所知甚少，如果對這一天量存款不加以適當引導，容易產生階層固化問題。

第二大需要調的結構是產業結構。即要提高第三產業，也就是服務業的比重。中國早已成為製造業全球第一大國，但服務業偏弱。美國是全球第一經濟大國和製造業第一強國，但服務業貢獻了80%以上的GDP，貢獻了84%的就業。

事實上，服務業在第三產業中的佔比最高，是全球各國的普遍現象。即便是全球最具有「工匠精神」的製造業強國——德國和日本，2022年其服務業對GDP的貢獻分別為75%和73.6%，就業的貢獻分別為71.9%和72.1%。

近日阿里巴巴集團董事長蔡崇信在一次採訪中說道，中國製造佔全球31%，但消費僅佔全球14%。這就導致了中國的產能過剩問題和對出口的高度依賴，出口順差大又會導致西方國家對中國提高關稅和非關稅壁壘。

## 做大服務業 改善居民收入

因此，政府應該通過「增加居民收入—擴大消費」政策來尋求結構平衡。從國家統計局2023年的公報看，服務性消費佔中國的居民消費支出的比重只有45.2%，而美國佔到三分之二左右。故通過做大服務業來謀求經濟的良性循環：服務業發展—擴大就業—增加居民收入—擴大消費—帶動民間投資—擴大就業。

筆者之前的大篇文章中提到，當經濟發展到一定階段，消費的乘數效應遠大於投資的乘數效應，故擴內需戰略的重點是放在擴消費上。同時，財政支出結構也作相應調整，即從產出/投入比低的領域轉向產出/投入比高的領域，從人口密度低的區域轉向人口密度高的區域，從投資轉向消費，從短期KPI考核導向轉向長期結構轉型導向。

目前中央財政加槓桿存在巨大空間，應對各種風險的能力較強，政策工具箱裏的工具也足以為經濟轉型提供充分保障。

# 金價漲勢已偏離基本面

遠見卓識 羅雨濃  
興業證券  
固收分析師

黃金是今年第一季度表現最偏離「常識」的資產。從全球範圍來看，美國基本面和通脹數據持續超出預期，歐洲和日本的基本面也好於預期，2023年縈繞在投資者心頭的衰退擔憂逐漸消散。在常規分析框架下，黃金價格應該下跌。但我們所看到的是黃金價格不斷創新高。

實際上，自2022年以來，實際利率對金價走勢的解釋力就已經下降，目前流行的市場敘事，是用「美元信用體系的坍塌」來解釋黃金定價範式的轉變。但果真如此嗎？

2022年2月俄烏衝突爆發，隨後歐美對俄羅斯實施金融制裁。2022年全球央行對黃金購買量大幅上升合情合理。2023年全球央行對黃金購買量維持在高位，但相比2022年小幅回落。從金價表現上看，2022年黃金價格整體下跌，這說明全球央行購金並未對金價起到支撐作用，而是黃金定價的經濟邏輯——實際利率在發揮作用。而2023年黃金價格上漲有很多合理解釋，比如硅谷銀行和瑞士信貸事件引發市場震盪，投資者對美國衰退的擔憂升溫等。全球央行購金行為對黃金價格有一定解釋力，但我們不應該將其歸因為最主要的原因。

美元作為國際儲備貨幣的地位依然穩固。「布雷頓森林體系」解體後，美元資產成為全球央行儲備資產的絕對主體。歐元誕生後，美元地位受到一定挑戰，但目前美元在全球央行儲備資產中的佔比仍高達58%，2021年以來這一比例相對穩定。從數據上看，2022年的俄烏衝突並未導致全球央行加速「去美元化」。美元資產從安全性、流動性、收益性等角度綜合考量，仍然是全球央行儲備資產繞不開的選擇。長遠看，美元作為全球儲備貨幣的地位可能會動搖，但短期內「美元信用體系坍塌」是個偽命題。

黃金價格與黃金ETF規模的背離是值得警惕的信號。黃金ETF是投資黃金流動性最好的工具，也一般由專業投資者使用，週期規模變化可以反映出專業投資者對黃金價值的判斷。當前黃金價格與黃金ETF規模出現背離，這在歷史上比較少見，筆者認為這主要反映出專業投資者和大眾在黃金投資價值認知上的分化。全球央行對黃金價值的判斷會

囊括政治因素，但如果黃金價格和實際價值偏離過大，各國央行也會斟酌配置黃金的成本和風險。

美債和黃金都屬於全球安全資產，而境外投資者是美債佔比最高的持有人類別。如果黃金價格上漲背後是美元資產被拋棄，那如何解釋境外投資者持有的美債規模不斷創新高呢？

全球黃金存量約20.9萬噸，價值約13萬億美元。其中一半為流通性較差的黃金首飾，真正的黃金市場規模約5萬億美元，主要是由金條、金幣、黃金ETF、央行黃金儲備等構成。而美債存量超過33萬億美元，美債市場規模遠大於黃金，其金融屬性和流動性也遠好於黃金。目前僅境外投資者持有的美債規模超過8萬億美元，已經超過黃金市場的規模。

今年美國通脹和基本面數據持續超預期，導致市場對聯儲開啟減息時點的預期不斷後移，美債短端和長端利率均出現一定程度上行。目前市場預期今年6月聯儲開啟減息，2024年全年減息三次，與美聯儲在SEP（經濟預期概要）中的指引一致。

## 聯儲幣策寬鬆空間有限

高增長韌性和貨幣緊縮時間延長對黃金估值構成利空，但黃金價格走勢卻持續與基本面產生背離。美債和黃金的定價分化可以由投資者結構得到解釋：美債市場由專業的機構投資者主導，而黃金投資者中普通大眾佔比較高。

2000年以來，黃金有三輪大幅上漲的行情，分別是2004至2008年、2009至2012年及2019至2020年。這幾個階段都有明顯的共性：美國處於貨幣寬鬆週期或美匯指數走弱，且美國經濟增長乏力。歷史上，經濟衰退和貨幣寬鬆往往驅動黃金牛市，而這一輪黃金上漲則是明顯存在「搶跑」，或者說與基本面的現實存在偏差。

2023年經濟衰退和貨幣政策重新轉向「放水」是全球宏觀的主要敘事邏輯，但在2024年全球宏觀已然轉向「軟著陸」的定價路徑，而黃金的定價沒有根據基本面的現實調整。2024年俄烏衝突仍在持續，中東局勢波譎雲詭，全球政治進入大選年，地緣政治不確定性明顯抬升，這都有利於黃金估值的宏觀敘事。但從黃金定價更本質的邏輯上看，AI革命方興未艾、歐美衰退概率降低、全球通脹只是具有黏性但不可能捲土重來、「軟著陸」之下美聯儲貨幣寬鬆空間受限，這些都對黃金估值構成利空。



# 撤辣效應 今季上演賣樓盛宴

樓語縱橫 楊永健  
世紀21 Q動力  
總經理

撤辣過後，新盤銷情暢旺。今年第一季新盤銷售近5000伙，較去年第四季的約2300伙大增逾倍。踏入4月份，新盤市場持續熾熱，長實黃竹坑站上蓋Blue Coast於過去的周末展開推售，帶動4月首週整體新盤銷售已超越600伙，相信第二季新盤銷情有增無減。

今年第一季同時是特區政府於2011年主動推地以來，首次出現「零推地」的季度。換言之，新盤銷售上升，但無新增供應，因此稍後公布的第一季市場潛在供應料減少。



▲新盤銷情持續暢旺，第二季一手銷情料上揚。

根據房屋局今年2月公布的數據顯示，截至去年12月底，未來3至4年私樓潛在供應量約10.9萬伙，按季增加2000伙，是自2004年有紀錄以來新高。其中，處於建築階段但未售出的樓花單位約7.1萬伙，按季增加3000伙；已落成但未售出的現樓貨尾2萬伙，按季增加2000伙；已批出土地可隨時動工興建的單位亦多達1.8萬伙。

但由於第一季沒有新批出的土地，而新盤銷售顯著增加，加上新盤動工量大減至一千多伙，相信稍後公布的數據中，建築中但未售出的樓花單位勢必大減。不過，大家需留意，由於第一季新盤落成量處於高位，單是1月份就高達4623伙。換言之，即使新盤銷售增加，但預計已落成但未售出的現樓貨尾肯定會有所增加。

## 發展商料續低價去庫存

總括而言，稍後公布的未來3至4年私樓潛在供應量將減少到10.6萬至10.7萬伙之間。如果新盤銷售持續理想，預計今年賣地情況只會與去年相若。賣地減少而新盤銷售增加，相信今年內市場潛在供應回落至約10萬伙甚至更少。但由於現樓貨尾仍然高企於2.3萬至2.4萬伙之間，發展商仍須積極「去庫存」，以低價促銷貨尾單位。