



▲專家指出，在中國，社會老齡化帶來不少挑戰，當中包括消費模式的改變對經濟發展的影響。

在老齡化時代，經濟增長會遇到一些新的挑戰。一方面，三駕馬車的結構將發生變化，出口和投資對經濟的拉動力將逐步被消費替代；另一方面，老齡化本身又帶來一些不利於消費的因素。

從2022年開始，中國人口進入負增長，並將成為相當長期的一個常態。與此同時，在2021年，中國65歲及以上人口佔比超過了14%，意味着進入了中度老齡化或者老齡社會。

如何破解銀髮經濟的現實約束？

人口經濟 蔡昉
中國社科院
國家高端智庫首席專家

在就業結構性矛盾加劇情況下，他們的就業困難會更大一些。從某種意義上來說，上述群體的高消費能力和高消費意願不足以支撐中國經濟未來的消費需要。

此外，老齡人口佔比遠遠超過他們的消費佔比，因為老年人沒有了勞動收入，養老保障還不夠充分、不夠均等，因此消費能力、消費意願都在下降。而從正在就業的中年人來看，他們的消費能力也不強，可以稱為「城市中年人或大齡就業者的現收現付難題」。在現收現付養老保障制度的背景下，這部分群體面臨三重負擔：養老保險的繳納、家中老人的贍養、預防性儲蓄，這些負擔顯著降低了中年人的消費能力、消費意願。

從農村的情況來看，消費能力和消費意願普遍更低。據第七次人口普查數據，農村常住老年人用養老金作為生活主要來源的佔比只有10%，大部分還要靠自己繼續勞動，以及家庭成員的支持，在相當程度上還叫做「家庭養老」。

這是中國面臨的現實約束，打破這個約束，才能有銀髮經濟的發展；同時也要依靠銀髮經濟的發展，釋放內需市場潛力。

戶籍改革釋放需求

從消費需求側改革來看銀髮經濟發展，需要如何做才能打破經濟中現實的短板和瓶頸制約。

首先要創新理論範式和改變政策模式。一是宏觀經濟政策層面，從以投資者和企業為主要對象轉向家庭本位，探索更有針對性的政策工具；二是經濟發展方式層面，確保居民消費能夠在發展方式中發揮基礎性的需求貢獻，促進「三駕馬車」實現新的平衡；三是福利國家建設層面，建設覆蓋全民全生命周期福利體系，促進社會流動，釋放生育潛力；四是贏得改革紅利層面，所有的政策調整、體制改革、制度建設都要靠改革，因此改革也應該放在中國常態的宏觀經濟政策工具箱裏。

其次要解除後顧之憂以提高消費意願。現在進城的農民工已有1.7億多，但他們在城裏沒有戶口，將他們現在的人均消費水平和他們有戶口後的人均消費水平相比，將有巨大的差別。假設1.7億農民工都得到了城鎮居民的戶口，僅僅消費意願的提高，還不算消費能力的提高，就可以增加1.2萬億元的總消費需求。這是一個巨大的政策紅利。

現在的戶籍制度導致在城鎮常住人口中，戶籍不在本鄉鎮街道人

的比重相當高，別除市區內人戶分離之後還高達37%；特別是就業人群，從20多歲到30多歲、到40歲的人群，沒有本地戶籍的比例更高。因此，戶籍本身也是阻礙年輕群體獲得高質量就業的一個重要制度障礙。打破這個障礙，還可以進一步提高這類人群的消費能力。

反映收入不平等的指標，例如基尼系數或者帕爾馬指數，在過去這些年，特別是2009年之後是有所改善的。但整體改善速度比較慢，而且近年來有一些徘徊的趨勢。收入差距在很大程度上是由城鄉差距造成的，因此戶籍制度改革、實現基本公共服務的均等化等一系列改革，都有利於縮小城鄉差距，相應也會縮小整體收入差距。收入差距的縮小就意味着，讓那些消費傾向更強的人群得到更高的收入，很顯然是具有巨大消費擴張效應的改革。

激發市場供給活力

未富先老決定了年齡結構和消費能力、消費意願之間的不平衡。中國老齡化率（即65歲以上人口佔比）比世界平均水平至少高5個百分點。與此同時，中國居民消費率（即居民消費支出佔GDP比重）比世界平均水平低18個百分點。在中國人均GDP已經高於世界平均水平的情況下，中國居民消費能力未能趕上世界平均水平。因此，不僅要提高人均GDP、提高人均均可支配收入，還要進行結構性的調整。

銀髮經濟有以下三個着力點：一是填補經濟增長缺口要以銀髮經濟產業為抓手。銀髮經濟是一個朝陽產業，不是權宜之計而是長久之計，因此必須從新質生產力培育入手和起步。從需求側來看，未來3億老年人作為市場需求主體，是中國內外雙循環的重要驅動力。

二是市場機制和產業政策的緊密結合。銀髮經濟和涉老產業發展，需要借助市場機制配置資源、調節供求、激發活力；應對人口的變化、老齡化的外部性現象，是一種多重的、跨代的社會收益和外部性，是中國實施產業政策補貼的重要依據。

三是供給和需求相互促進的應用場景。一方面以高質量供給消除人均GDP、人均可支配收入和居民消費支出之間的不對稱；另一方面，有好的供給才能創造出充足可持續的需求，在某種程度上供給創造需求這個命題，在中國未富先老這個特定的場景下才可以達到。因此，供需兩側的同步改革才可以實現銀髮經濟的產業大推動。

降息或降準 哪個先落地？

東吳宏觀 陶川
東吳證券首席宏觀分析師

4月份召開的中央政治局會議，罕見地在貨幣政策中提及「利率」及「存款準備金」，上一次出現這種情況還是在2020年4月面臨疫情衝擊時期。政治局會議的強調無疑拔高了後續寬貨幣的重要性，意味着降息降準可能需要盡快推出。問題在於：有多快？誰先降？

有多快？筆者認為節奏上可以參考兩段歷史經驗：

一是2020年3月27日的政治局會議提出「穩健的貨幣政策要更加靈活適度」，3月31日國務院常務會議細化至「進一步實施對中小銀行的定向降準」，隨後人民銀行於4月3日宣布降準，整個過程僅約一周。

二是今年初的設備更新與消費品以舊換新，2月23日高級別的中財委會會議迅速審議通過「行動方案」，並於3月13日發文至各單位貫徹執行，從中央到部委的落實過程也不過三周。

誰先降？政治局會議先提「利率」，再提「準備金」。但回到人民銀行視角，降準在決策層面往往相對「迅速」、「獨立」；而降息不僅要協調銀行息差，還要考慮外部的匯率壓力，快速落地的門檻不低。因此，筆者認為降準可能先於降息，落地窗口最早或在5月中旬。

具體來看，近期有不少跡象表明降準空間正在打開：

首先，人民銀行官員多次提及降準：行長潘功勝與副行長宣昌能分別在3月兩會與同月下旬的發布會上，短時間內兩次表示「降準仍有空間」，可見目前接近歷史低位的存款準備金水平可能暫不構成對降準的限制。

其次，政府債供給壓力臨近：根據財政部及各省市的二季度發行計劃，筆者預計5月份政府債淨融資約8300億元（人民幣，下同），對資金面施壓較大，考慮到5月並非財政淨支出大月，預計銀行體系將減少約6400億元。

最後，人民銀行公開市場投放的流動性也在逐漸收斂，二季度以來公開市場操作重返「地量」：逆回購餘額回落至百億水平，MLF（中期借貸便利）連續兩月縮量續作，值得注意的是4月份PSL（抵押補充貸款）餘額也出現少見的大額淨歸還。整體「水位」不高的環境下，人民銀行有通過降準配合政府債

券發行的空間。

與此同時，GDP（國內生產總值）平減指數已四個季度為負，低通脹環境下，降息的訴求也不小。一方面，受PPI低迷的影響，整體以價換量下企業利潤率依舊存在壓力，從而影響居民收入與就業預期；另一方面，一季度中國GDP增速超預期，但名義值佔美國GDP的比重仍待回升。

但降息往往「牽一髮而動全身」，內有銀行息差的限制，外有人幣匯率的約束。今年一季度銀行淨息差水平繼續收窄，好消息是近期疲軟的海外經濟數據及內地政策預期使得匯率壓力略有緩解，筆者認為接下來人民銀行的降息可能配和新一輪銀行存款利率調降，時間上可能晚於降準，落地的契機或是後續美元的階段性回落。

在中央層面，也愈發重視貨幣與財政的協同，特別是在經歷了一季度貨幣靠前發力、但財政發債偏緩的「錯位」後。4月份政治局會議強調「要靠前發力有效落實已經確定的宏觀政策」。

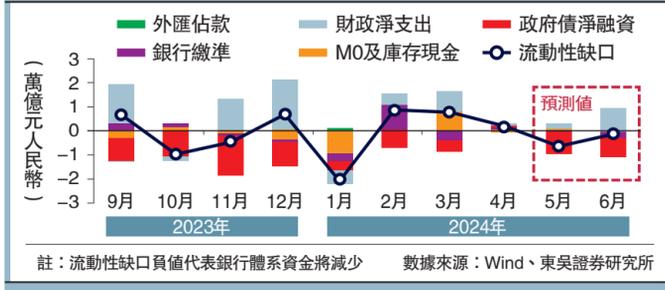
以史為鑒，貨幣寬鬆與財政發債的「配合戰」，往往是「兵馬未動，糧草先行」。回顧2023年，面對四季度特殊再融資債及萬億增發國債的「閃亮登場」，降息降準的時點發生於債券大批量發行之前、而非之後。2023年人行先於8月降息、後於9月降準，釋放流動性的背後是為了給後續政府債的發行「保駕護航」。可以說，降息降準操作有效地緩解了2023年四季度政府債發行規模「衝高」造成的流動性壓力。

超長期國債即將發行

2024年是否會「故伎重施」？地方債方面，雖然今年上半年地方債發行節奏偏緩已是「板上釘釘之事」，但4月政治局會議上提到要「加快專項債發行使用進度」，這是在以往的政治局會議上鮮少提及到的。另外政治局會議還提到了「確保債務高風險省份和市場……能穩定發展」，這說明部分省份不能再一味「躺平」，後續地方債（尤其是專項債）發行大概率會加快。

國債方面，今年以來普通國債的發行進度並不慢，重點是看後續超長期特別國債何時登場。追蹤特別國債動向的最佳方法就是根據領導發言——4月發改委副主任曾說過「已研究起草了……行動方案，經過批准同意後即開始組織實施」，政治局會議上也提到「及早發行超長期特別國債」，因此超長期國債發行的準備工作或已進入最後環節，預計在二季度下旬開始放量發行。

預計5月政府債淨融資增多，銀行流動性承壓



美通脹雖高企 聯儲難加息

樓市智庫 陳永傑
中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

聯儲局連續6次議息維持息率不變，聯邦基金利率目標範圍於5.25至5.5厘。聯儲局主席鮑威爾表示，下一步行動不太可能是加息。美國息口再加之憂慮漸消，長線有利全球投資市場。

議息聲明提到，過去一年通脹有所舒緩，但仍處於高位，並在實現2%通脹目標方面無進展，預計在對通脹可持續性向2%抱有更大信心之前，才合適減息。經濟活動持續穩步擴張，就業增長仍然強勁，失業率仍較低。

聯儲局6月開始將減慢縮表速度，美債減持上限由每月600億美元，削減至250億美元；按揭抵押證券（MBS）減持上限則維持350億美元不變，並將多出的MBS回籠本金重新投資於美債。

鮑威爾指出，下一步行動不太可能是加息，至於減息時機取決於數據，將逐次會議作出決定，強調聯儲局可以保持耐心。風險太快、太多、太遲或太少，都有減息。美國大選並非聯儲局決策的考慮因素。

鮑威爾認為，今年至今通脹數據並

未帶來更大信心，仍然處於過高水平。今年通脹會回落，但首季沒有見到通脹有進展，短期通脹預期經已上升，當局不會滿足於3%的通脹水平。不知道需要多長時間才能獲得更大信心，他對通脹回落的信心亦低於之前。

滯脹風險仍然較微

美國經濟並無陷入滯脹，鮑威爾對滯脹的定義是失業率達到10%、通脹處於高單位數水平、經濟增長非常慢。薪酬壓力已放緩，但仍高於疫情前水平，就業市場仍相對緊張。

鮑威爾認為，貨幣政策具有限制性，隨時間推移，將會具有足夠限制性，令通脹重回2%的目標。

美國通脹暫時未能回軟，但美國首季GDP（國內生產總值）按季率初值增長1.6%，遠低於預期的2.4%，明顯走弱，是否為減息開路？但聯儲局仍然口硬，認為經濟仍在擴張，通脹亦依然，減息機會一般。最低限度，解除了加息的威脅，對投資者而言，不管是在美股美債，以至全球股債，已屬好事。

美國政府及國民總債務重新逼近100萬億美元的天文數字，息口繼續保持下去，都不利政府及國民，加息要避免，減息則有利全球投資市場。