



▲私人部門每年吸納了絕大多數畢業生，而中國失業率僅為5%左右，可見退休年齡高低和失業率高低並不相關。

中國老齡化速度快，但退休年齡與發達國家差距較大，今年首次提出「穩妥有序推進漸進式延遲法定退休年齡改革」。公共部門延遲退休與就業低相關，而私人部門延遲退休與就業不相關，就業的最終決定因素是經濟發展。如果經濟不發展，即便降低退休年齡，也不會阻止失業率的擴大。

# 資本市場改革 強化養老金融

銀髮經濟 鄭秉文  
中國社會科學院  
世界社保研究中心主任

1949年新中國建立時，中國人均預期壽命是35歲，聯合國平均數據是44.6歲。截至2024年8月，中國預期壽命提高到78.6歲。預計到2035年，中國預期壽命會進一步提高到82.8歲（聯合國數據）。同樣是1949年，中國60歲組人口平均預期剩餘壽命是11年。到2023年，中國60歲組平均預期剩餘壽命提高到22年。預計到2050年，60歲組預期剩餘壽命會進一步提高到25.8年。

## 延後退休成大趨勢

縱觀發達國家，國民基本都是65歲退休，個別國家退休年齡正在向67歲過渡。比如，美國正在漸進式改革，今年退休年齡是66歲零6個月，明年會達到66歲零8個月，後年會達到66歲零10個月，2027年會達到67歲。日本和德國也在從65歲邁向67歲的改革路上。

相比之下，中國男性職工的退休年齡是60歲，女性工人的退休年齡是50歲，女性幹部的退休年齡是55歲。考慮到女幹部人數較少，如果對其忽略不計，男女平均退休年齡約為55歲，比美國、日本的66歲、67歲的法定退休年齡提前至少11至12年，差距十分懸殊。

過去十多年來，中央文件關於延遲退休的論述都比較簡短。今年中共二十屆三中全會《決定》提出，「按照自願、彈性原則，穩妥有序推進漸進式延遲法定退休年齡改革」，內涵頗豐。

一是首次提出「自願、彈性原則」。這句話以前沒有，是新加的。什麼含義？個人學習理解是，目前很多國家都實施彈性退休制度，比如美國以往的法定退休年齡是65歲，但公民有權提前兩年在63歲退休，這是法律賦予公民的自由選擇權。如果公民選擇在63歲退休，那麼退休金也會相應低一些，這就是所謂的「彈性」原則。既然有「彈性」，那麼就必須要自願，讓參保人二者有選擇權，所以，自願與彈性二者密不可分。

二是繼續強調「漸進式」原則。中國早在七、八年前就提出「漸進式延遲退休年齡」，本次進一步深化了對該概念的理解。根據目前中國生育、託育、養育的家庭負擔情況和家庭經濟現狀，漸進程度恐怕會更加明顯，這也充分體現出中央在制定這項政策時充分考慮到民眾的實際需求和情況。「漸進式」意味著每個國家的情況都不一樣。既然中共二十屆三中全會已經公布，估計很快會出具有體方案。

關於延遲退休是否會影響就業，這是大家最關心的問題。筆者的回

答是沒有影響，具體表現在以下方面：

首先，公共部門延遲退休與總體就業「低相關」。中國有4000萬編制內的公共部門崗位。如果大家都競爭編制，那麼延遲退休確實會影響就業。但實際上，2024年中國機關事業單位擬錄用人員共3.96萬人，而2024年高校畢業生1179萬人。這意味着，100個人裏只有0.34個人可以獲得編內崗位。

在此情況下，編制內人員延遲退休的節奏很慢，一年只有幾個月，好幾年才提高一歲，並且還增加了「自願、彈性」的原則，這樣算下來，編制內人員的延遲退休對每年吸納畢業生比例的影響很小，對總體就業的影響幾乎也可以忽略不計。即使這一點點影響，也被稀釋在了漸進式的提高退休年齡的過程當中，特別是前四年幾乎沒有影響，即使有影響，相關性也非常低。

其次，私人部門延遲退休與總體就業「不相關」。上世紀90年代到本世紀，希臘的退休年齡是60歲，但失業率都在12%至20%，同期美國的退休年齡是65歲，但失業率僅為5%左右。由此可見，退休年齡高低和失業率高低並不相關。

二十年前，我們根本無法預測到會有這麼多新業態出現，也無法預測到這些新業態可以容納上億人就業，所以私人部門延遲退休與就業是不相關關係。私人部門每年吸納了絕大多數畢業生，是畢業生僱主的主體，與私人部門相比，公共部門每年騰退的編制可以忽略不計。

而私人部門的發展和吸納畢業生的情況，主要看經濟發展，所以就業的最終決定因素是經濟發展。如果經濟不發展，即便降低退休年齡，也不會阻止失業率的擴大。這是法定退休年齡和失業率的相關性、經驗性分析結果，以往的就業情況也可以證明這一點，因為過去中國和美國的退休年齡都沒有發生太大變化。

從基本評價上看，中國養老第三支柱（個人儲蓄性養老保險和商業養老保險）落地時間只有一年多，但覆蓋率很高，顯著超出預期。在36個試點城市的16至64歲人口中，6000萬賬戶開立人數佔比22.6%，高於美國20%的水平。考慮到美國養老第三支柱已成立50年，而中國僅試點一年多，這已經是非常好的成績。

全球建立養老第三支柱的國家中，有的覆蓋率很低，僅有2%的水平；有的覆蓋率很高，甚至達到100%。總體來看，中國養老第三支柱的試點成績不錯。在所有國家，覆蓋率是決定第三支柱成敗的關鍵，沒有覆蓋率也就沒有後續的問題。

但存在的問題也非常嚴峻。自2022年11月中國養老第三支柱建立以來，已有一年多時間，但有兩年半多的繳費期。如果按照每年1.2萬元

（人民幣，下同）計算，6000萬人的繳費規模大約將近2萬億元，但目前實際只有500億元，差距十分懸殊。

居民不繳費的原因很多，包括經濟下行、收入減少、消費降級等，但其中很重要的一個原因，就是養老金收益率過低。將資金放在收益率更高的地方，這是最基本的常識，並不需要動員和教學。

## 產品回報低 市場冷待

儲蓄、銀行理財、養老保險、公募基金這四類養老產品中，除保險和儲蓄產品不是負收益，其餘很多都是負收益，跌破淨值的產品比比皆是。老百姓將錢投入賬戶後，如果賺錢就會繼續投資，如果虧錢就會轉為儲蓄。因此，這種負效應對居民繳費意願影響非常大。如果長此以往，第三支柱將有名無實。

解決上述問題必須加快推進改革，包括制度內和制度外改革。所謂制度外，就是繁榮資本市場，否則一切都是空談。因為在低利率時代，依靠固收類的儲蓄、保險產品很難獲得有吸引力的收益。而且養老賬戶資金必須要到60歲才能取出，資金要鎖定幾十年，這很難說服投資者。所以，核心還是要促進資本市場改革。去年以來，中央在活躍資本市場、提振投資者信心方面的改革措施出台了許多，這也是提振第三支柱投資者信心的重要方面。

同時，制度內也有改革的餘地，可以進一步擴大養老金融產品範圍。目前只有四類產品，同質性競爭比較嚴重，建議開動腦筋促進產品創新。比如，有些產品收益率很好，可以擴大使用範圍。

此外，還要打破舊有的傳統觀念。資管新規出臺之前，銀行理財都是短期產品，期限平均在三、四個月。但目前銀行理財產品期限拉長到一年，並且基本實現淨值化管理，打破剛兌，這是一個巨大的歷史性的進步。資管新規之前，銀行理財產品收益率相當不錯。為挽救養老金制度，能否申請一定的豁免權？因為制度有時也需要拯救。

2001年當時的美國總統小布什實施社保制度改革，成立了「拯救社會保障制度委員會」；英國也成立了PPF（Pension Protection Fund）養老金保護基金。由此可見，養老金制度是需要保護的、需要拯救的。

中國自2007年提出「第三支柱」以來，直到2018年才開始試點個稅遞延型商業養老保險，但截至去年參與人數只有5萬人，因此才有了「規範發展第三支柱」，才誕生了個人養老金制度，整個過程極為不易，至今持續了十七年。當前，在資本市場整體低迷的情況下，我們需要一些勇氣和情懷進行適當「突破」，目的是拯救這一制度。

# 美啟動減息 商品承壓美匯轉弱

高瞻遠矚 高瑞東  
光大證券首席經濟學家

美國8月消費物價指數(CPI)環比增速持平於7月的0.2%，受去年基數偏高影響，同比增速自7月2.9%快速降至2.5%；核心CPI環比增速自7月0.2%升至0.3%，同比增速持平於7月的3.2%。其中，導致核心通脹反彈的因素在於住房、交通等服務領域。8月，住房價格環比增速進一步升至0.5%，錄得連續兩個月上行，而7月和6月環比增速分別為0.4%、0.2%；交通服務價格環比增速為3.9%，7月為下降1.6%，主因出行旺季，推動機票價格上漲。

住房通脹環比增速連續兩個月上漲，與去年末市場租金價格上漲的滯後傳導有關。但今年6月之後，市場租金價格環比增速便開始回落，根據這一領先關係，本輪住房通脹反彈可能維持半年左右，但反彈高度相對可控，對通脹影響相對有限。

剔除住房之外的核心服務價格環比增速小幅反彈至0.1%，此前連續三個月環比為零。結合8月非農數據中，失業率小幅回落（自7月的4.3%降至4.2%），薪資同比增速上行（自7月的3.6%升至3.8%），表明美國消費部門韌性尚在，美國經濟出現衰退的概率較低，軟著陸仍是基準情景。

## OPEC增產 原油供給過剩

而能源和核心商品價格延續下跌，推動整體通脹繼續回落。8月，能源價格環比下跌0.8%，7月為零；核心商品價格環比0.2%，7月則跌0.3%。

能源價格方面，7月中旬以來，油價震盪回落。一是受衰退交易影響，疊加近期製造業採購經理人指數（PMI）

放緩，需求預期走弱導致國際大宗商品價格普遍下跌；二是，受油組(OPEC)四季度增產預期影響，市場擔憂原油市場進入供給過剩的局面。近期油組及其盟友(OPEC+)稱將於10月增產，利比亞也宣布石油生產有望恢復，推動油價快速回落。儘管9月5日，OPEC+表示將原定本月底到期的日均220萬桶的自願減產措施延長至11月底，從12月初開始逐月回撤。但並未打消市場對遠期石油增產的擔憂，油價走勢延續疲弱。

核心商品方面，二手車和卡車價格環比延續下跌，服裝、新車價格環比反彈，可能與季節性因素有關，也表明美國消費部門並未大幅降溫。

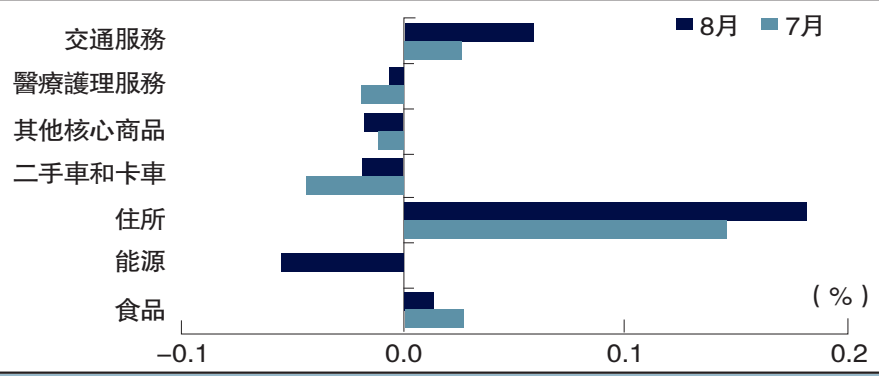
從市場表現來看，美國通脹數據發布後，押注9月降息25點子的概率明顯提升，美股全線收漲，美元指數小幅上行，交易美國經濟軟著陸預期。根據芝加哥商品交易所集團美聯儲觀察工具(CME FedWatch)，市場預計9月降息25點子的概率升至85%，前一日為66%；預計9月降息50點子的概率降至15%，前一日為34%；多數預計11月、12月分別降息25點子和50點子，年內共計降息100點子。

從通脹前景來看，預計受高基數影響疊加油價走弱，9月美國CPI同比增速或繼續回落，四季度通脹讀數或有小幅反彈：首先，去年同期基數偏低；其次，當前住房通脹進入反彈期。

總體來看，當前美國通脹數據釋放兩點信號：

一是，美國消費尚存韌性，表明經濟衰退概率較低，9月降息25點子較為合理；二是，考慮到市場過早交易美國經濟衰退和降息預期，而實際經濟數據並未大幅降溫，待9月降息落地後，衰退交易可能向復甦交易切換，屆時大宗商品價格承壓、美元指數走勢趨弱可能會轉向。

## 美國8月住所、交通服務價格環比上漲，推動核心CPI環比增速上行



數據來源：Wind，光大證券研究所 註：以上數據為環比拉動率

# 銀主盤急增 細價樓佔80%

樓市智庫 陳永傑  
中原地產亞太區副主席  
兼住宅部總裁

美國9月減息機會極高，官方及業界都很正面，認為香港樓市終有救。無論美國聯儲局減0.25厘或是0.5厘，最重要是本港三大銀行會否即時跟減，而減息對樓市絕對起到極大正面影響。

本港迎來減息周期，但很多處於水深火熱之中的小業主，未必等到減息這一日來臨。面對利率高企及經濟疲弱夾擊，業主斷供物業情況升溫。

中原地產最新一份報告顯示，目前銀主盤數量積壓至逾340間，打破2008年金融海嘯時期的紀錄，創下近17年新高。如與疫情前的銀主盤數量僅數十個比較，可見目前斷供問題十分顯著。本港經濟環境未有改善，相信銀主盤數字還未見頂。

上車盤成為銀主盤重災區，目前樓價1000萬元以下的銀主盤數量升至逾200伙，8月錄210伙，按年升近三成。而這類銀碼的細價銀主盤，佔整體逾80%，亦高於去年同期約75%。當中，亦以700萬元以下物業斷供最嚴重，佔近九成。

相反，樓價5000萬元以上的豪宅

銀主盤，8月只有9伙，少於去年同期的11伙。細價樓銀主盤驟降嚴重，不排除近年放寬按揭政策而吸引大批上車客置業有關。而豪宅業主較具實力及理財方面較佳。況且，豪宅成交量向來極少，佔整體成交不足1%。

近期二手市場以低價成交主導，部分屋苑樓價已重返8、9年，甚至10年前水平。尤其是於2021年後高位入市業主，若當時承造高於七成按揭支付樓價，由於過去3年樓價已跌三成至四成，意味單位市值已低於按揭貸款額，當出現「資不抵債」，相信理論上只要業主準時供樓，銀行亦不會咄咄逼人，但市場已出現業主抬錢賣樓個案。

## 出現抬錢賣樓個案

什麼是抬錢賣樓？舉例，有上車客於2021年以500萬元購入一個屯門1房單位，承造九成按揭，貸款450萬元。惟3年過後，但單位或已跌至350萬元，賬面已損失150萬元，但並不是業主想蝕賣就賣這麼簡單，因為賣樓後尚欠銀行約430萬元貸款，意味需抬錢約80萬元才有能力蝕讓。

80萬元不是細數，如果業主每月供樓猛猛的話，何來有能力抬錢賣樓。蝕得起賣樓的業主，本身較具實力，或有來自家人等其他資金協助。



區。過去三年樓價下跌三成至四成，上車盤容易淪為銀主盤重災區。