



▲隨著二手房成交佔比上升，良性循環的房地產新舊模式將會出現。圖為早前市民在重慶秋交會線下展會現場了解房地產信息。中新社

財富效應顯著拉動居民消費

金融熱話
趙偉

財富效應是指，居民資產增值後對消費具有顯著拉動作用。理論上財富效應影響居民消費的機制，是通過影響居民廣義收入、消費能力，進而影響消費。但在統計層面，收入並不包括資本利得，因此基於控制變量的思路，只能由消費傾向觀察資本利得對居民消費的影響。

形成更加穩健且可持續，進而推動資產規模同步擴大。

股市「瘋牛」時期不同收入階層收益分化，財富效應明顯弱化，而「慢牛」時期更易形成可持續的股市財富效應。個人持股收益率每增長1%，持股市市值在以2017年為代表的「慢牛」時期平均增長0.9%，而在以2015年為代表的「瘋牛」時期僅增長0.6%。

股市上漲 文娛產業受惠

分收入階層看，2015年底收入群體的資本利得為負，同期消費傾向較全國的同比漲幅明顯收窄；同時消費傾向較低的高收入居民資本利得為正，但並未中斷其消費傾向繼續回落的趨勢，「瘋牛」時期金融資產對消費的拉動作用明顯弱化。

穩定中低收入地區的房價有利於提振消費傾向，但僅穩定高收入地區房價對消費影響並不明顯，反而會對低收入地區產生虹吸效應。房價單位變化下，低收入地區房產價值漲跌幅超過高收入，其消費傾向與房價變化同向，房價上行時居民消費傾向有更大幅度提升。譬如2016—2019年房價漲幅達19.9%，消費傾向較全國平均的同比增量為1.6個百分點。

而高收入群體消費傾向與房價變化反向，房價上漲時高收入地區更偏好住房投資，資金流入房市而非消費，地產市佔GDP比重也更高。2023年超

高收入地區地產市佔GDP比重為195.5%、低收入地區僅為100.4%。僅穩定高收入地區房價，消費改善幅度不明顯，反而對低收入地區的消費需求產生虹吸效應。

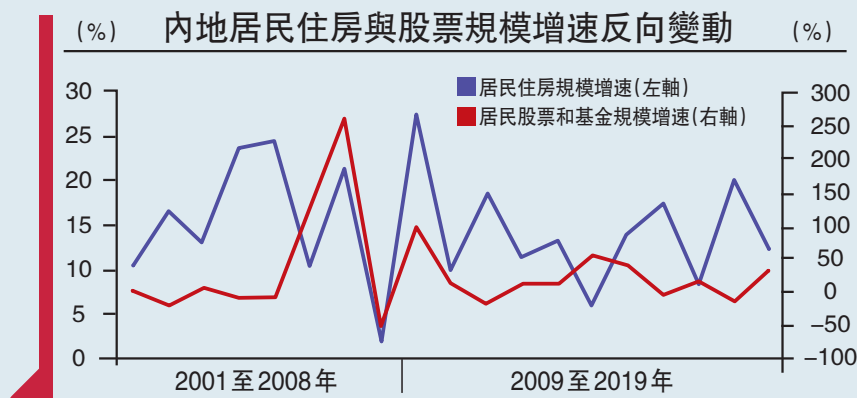
房價上漲過程中，家電等消費鏈消費漲幅更大，而股市上漲期間文娛類消費支出表現較為亮眼。受居民住房財富效應的影響，建築裝潢、傢具等消費鏈相關商品銷售漲幅較大，譬如2016年居民住房規模漲幅較大，帶動建築裝潢、傢具等零售增速分別超過規模以上商品零售同比高出5.9、4.6個百分點。而在持股收益率上升期間，文娛類消費支出增長較快；如2015年、2017年個人持股收益率較高、金融資產的財富效應佔主導，體育娛樂用品零售零售分別較平均商品零售同比高8.8、7.5個百分點；同時化妝品零售零售漲幅擴大，2017年較上年同比增加5.2個百分點。（作者為國金證券首席經濟學家）

海外經驗顯示，居民資產規模增長會改善居民消費傾向，進而增加消費支出。以美國為例，2021年居民總資產規模同比漲幅最高、達13.7%，居民消費傾向邊際提高1.4個百分點，消費支出隨之增長12.9%。其中，住房和股票價格上漲是資產規模增長的主要因素，2021年分別對總資產增長貢獻了4.6%、4.1%。

國內居民財富效應也能提振消費，主要表現為消費傾向的提升。過往居民住房、股票和基金規模與消費傾向同比變化均較為融合，但2016年來居民住房規模逐年提升，持股市值卻呈現縮減態勢，房市對股市的財富效應形成替代。具體來看，2016—2019年居民住房規模佔比增長1.4%，股票規模佔比則回落0.4%；期間住房資產的財富效應佔主導，推動消費傾向同比降幅較

五年前收窄0.3個百分點。居民資產中，住房佔比較高影響財富基礎，金融資產波動較大影響財富彈性。從資產存量的看，2019年，居民總資產中住房佔比高達64.7%，對居民財富基礎影響較為顯著。邊際上看，股票等金融資產佔比僅為5.6%，但2001年來規模同比的標準差高達68.9%，較大的波動幅度對財富彈性影響也較為明顯。特別是，市場持股收益出現負增長時，會直接拖累居民財富；近些年股票資產規模縮減最大為2018年、達3萬億元人民幣。

與海外相比，國內財富效應中的房市佔比高、股市佔比低，且股市波動大於海外，一定程度上抑制了財富效應的形成。海外發達經濟體的居民資產中，股票和基金佔比持續提升；以美國為例，2023年居民股票和基金佔比較2009年提升9.1個百分點至24.1%、超過國內（2019年）18.4個百分點。同時，近十年來美國股市穩健上漲、回撤較小（2008年後收益率主要集中於-10%至30%區間），財富效應的



來源：《中國居民資產負債表估計：1978—2019年》，申萬宏源

優化投資移民計劃 豪宅交投旺

樓市智庫
陳永傑

施政報告公布後，樓市有兩週天晴的感覺。今年2月公布的財政預算案宣布全面撤辣，到新一份施政報告再放寬按揭成數，同時優化新資本投資者入境計劃，容許投資移民購入住宅。樓市好消息接踵而來，樓價能否止跌，還看經濟。

筆者認為，樓市已經全面撤辣，市場將重回正軌，更多購買力被釋放，包括上車、換樓及投資需求，短期內樓市無論細價樓及豪宅均會一齊旺、成交增加，樓價有望止跌回穩，從而帶動經濟向上。

初步觀察，施政報告發布後豪宅有回暖跡象，首兩週錄得近20宗樓價3000萬元以上成交，近一半屬半億元以上。中原地產數據顯示，今年首季一手市場錄得294宗樓價5000萬元以上大額成交，按年升近五成，當中普通話拼音買家佔43%；啟德新區、中半山及何文田成內地豪宅買家入市熱點。

（作者為中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁）



▲施政報告發布後豪宅市場回暖，啟德新區、中半山及何文田成內地豪宅買家入市熱點。

市場尤其睇好樓價3500萬元以上的豪宅物業，因為在鬆綁前，這類物業入市成本最高，按揭成數僅五至六成，且限制多。今次按揭成數提高至七成，並取消第二套房等限制，首期大幅降至1050萬元，買家所節省700萬元首期，足夠買多間太古城兩房單位。

施政報告同時優化「新資本投資者入境計劃」，容許投資住宅物業，但單一物業成交額須5000萬元或以上，投資於房地產獲計入投資總額上限為

如今大家討論中國經濟問題，根源都與轉型有關。轉型將持續多久？最好的標尺還是看房地產，房地產是過去債務擴張型經濟增長模式的核心，房地產何時企穩，也意味着轉型何時結束。

關於房地產企穩的時間，中國沒有經驗可循，因為從未經歷過一個完整的地產周期，但可以借鑒其他國家的經驗。而在很多人眼裏重要的參照物——日本，其實是最不值得參考的那一個。

經濟觀察家

天風視野
宋雪濤

從價格指標來看，租售比直接反映房子的年化收益率，這是投資房產的基本價值準繩，美國、英國、日本的大城市租售比長期高於30年期國債收益率，而中國一線城市租售比長期低於30年期國債。目前，國內重點城市的平均租售比約為2.2%，30年期國債的收益率在2.3%至2.5%之間。租金回報率至少需要超過2.5%，才能看到房子的投資價值，考慮維修、空置成本後，若租金回報率穩定高於無風險利率，則房價基本企穩。

從數量指標來看，穩定的房地產市場應該以二手房交易為主，美國、英國、法國的二手房成交佔比大致穩定在90%左右，中國香港2014年以來在70%左右，日本二手房成交佔比目前為65%左右。而中國九大城市的二手房成交佔比，僅略高於50%，至少還有15—20個百分點的提升空間。隨着二手房成交佔比上升，廣義住房庫存逐漸去化，健康發展、良性循環的房地產新舊模式將會出現，這是經濟轉型成功的最重要一塊拼圖。

房地產走向影響居民消費

經濟轉型的成本也不是均勻分攤的，不同個體對經濟轉型的感受不盡相同。以消費數據為例，可以看到轉型成本的顯著分化。分地域來看，今年上半年一線消費增長-0.7%，二線消費增長3.1%，三四線消費增長4.6%。金額方面，7月限額以上消費增長-0.1%，限額以下消費增長4.5%。城市層級越高，消費越差；金額越高，消費增速越低。

消費分化的背後，是資產和收入的分化。房地產是居民最主要的資產，人民銀行數據顯示，2019年戶均住房資產為187萬元（人民幣，下同），佔居民家庭資產的59.1%。2024年7月全國房價已經跌至2017年的水平，根據商品房銷售面積估算，大約有46.1%的購房者出現了資產淨損失。一、二線城市由於房價更高，資產淨損失的規模也更大，但房價下跌並不是影響消費的主要因素，房貸其實扮演著更重要的角色。一、二線城市中產階級也是房貸的主力，不僅在房價下跌的過程中承受了更多的淨資產損失，在下跌後還承受着債務對消費能力的擠出。相比之下，三、四線城市房價較低，購房槓桿也較低，不會有太大的債務壓力。

居民收入增速也存在分化。上半年個人所得稅增速-5.7%，個稅群體佔就業人數不到9%，但居民可支配收入增長5.4%。上半年居民可支配收入的中位數增速高於平均增速0.5個百分點。這些數據反映出一個事實，高收入群體的收入增速低於中低收入群體的收入增速。統計局數據顯示，最近兩年經營性收入和工資性收入增速

明顯好於財產性收入增速，上半年經營性收入增速6.4%，在各種收入中增長最快，高於財產性收入4.3個百分點，工資性收入增長5.8%，變化相對較小。財產性收入增速的大幅回落，對高收入群體的影響更大，而低收入群體更依賴工資性收入和經營性收入，這兩類收入在低收入群體中的佔比高。中高收入群體5.0和3.6個百分點。

因此，高收入群體面臨的是收入增速下降、住房資產淨損失、債務參與率高等問題，體現為提前還貸和消費降級。而靠經營性收入和工資性收入為主的中低收入群體，過去幾年沒有獲得槓桿驅動的資產增值，但從2023年開始收入改善，體現為大眾消費旺盛和服務消費高增。

在當前中國快速轉型的背景下，其影響不是均勻分布在微觀主體上的，僅憑微觀個體的感受來推斷宏觀趨勢不夠準確，我們需要從宏觀的視角來深入理解經濟轉型的過程。一些調查數據也提供了有效的補充。比如麥肯錫調查顯示，中國居民對未來的預期高度分化。消費預期最樂觀的群體是58—65歲的中高收入銀髮階層、25歲以下的Z世代，以及中高收入的一線城市的中年人（42—57歲）和中老年人（58—65歲）；消費預期最悲觀的群體則是一二線城市三四十歲的「千禧一代」（26—41歲）。

轉型的過程無疑存在挑戰和困難。總體而言，中國正在從過去依靠「房地產—金融—土地財政—基建投資」的債務擴張型驅動，進入一個依靠製造業效率提升、成本下降技術驅動的出口份額持續增長和大眾消費、服務消費的穩定增長時代。我們確實面臨貿易摩擦、技術競爭、市場准入限制等外部挑戰，需要不斷地通過克服困難來提升能力。在這一點上，中國在貿易戰的成長經歷給了我們很多信心。

過去五年，美國對中國商品加徵關稅，既不是決定中國出口份額的決定性因素，也沒有阻止中國製造技術進步和效率提升的趨勢，反而在中美貿易摩擦歷練下，中國企業積極開拓全球市場，走出去主動適應不同國家的文化、法律、制度、市場，學會配置全球資源，在逆境中加速成長。

截至2023年，美國對3569億美元的中國出口商品加徵了關稅，結果是17%的商品對美和對全球出口份額均在提高，36.7%的商品對美和對全球出口份額下滑，44.7%的商品對美出口份額下滑但是對全球份額提高，這部分商品通過海外生產和轉口貿易的形式，間接覆蓋美國市場需求的同时，也提高了中國製造業在全球的份額佔比和出口競爭力，並間接帶動中上游零部件和中間品、資本品的出口。只是貿易的形式發生轉變，並沒有改變中國出口的競爭力。

受益於技術進步、產業轉型，中國製造從出口變成出海，全球競爭力穩步提高，這是中國經濟轉型的驅動力之一。在大多數行業開始轉型或者轉型接近完成之時，地方財政的轉型還存在一定的挑戰，比起加槓桿，改革才是有效解決地方財政問題的長期可靠方案。三中全會為推動地方政府轉型提供了一系列具體的改革措施和指導原則，讓經濟轉型以更低成本、更高效完成。

首先是要素市場化改革，統一大市場。土地制度改革和戶籍制度改革是要素改革的重點，把土地要素流動、人的流動，以及宅基地對農民進城落戶的約束放開。

其次是央地財政關係的調整。中央增加事權、減少財權，地方則相應減少事權、增加財權。

再次是系統性地改變地方長期發展模式，對地方政府的考核可能會出現變化，比如三中全會《決定》明確提到「建立促進高質量發展轉移支付激勵約束機制」「規範地方招商引資法規制度，嚴禁違法違規給予政策優惠行為」，這代表了對地方政府考核機制的一種邊際轉變，地方政府的發展模式將變得更多樣化，不再簡單複製產能，而是更大化地發揮各地的資源稟賦。

產業升級 提高貿易競爭力

此外，機器人和人工智能的重要性日益凸顯，因為它們與中國的人口老齡化、勞動生產力問題和產業升級緊密相關，美國也在尋求通過這些技術解決製造業回流和重建安全產業鏈的問題。也因此，「AI敘事」對美國和中國的影響很大。過去兩三年，美國經濟表現出著陸，背後是在強美元的基礎上構建了赤字貨幣化的政策手段——每年6%—7%的赤字率用於「補短板」和「築長板」，而強美元的底層是科技和軍事。如果「AI敘事」不能夠繼續發散，美國也面臨着如何解決高債務、高赤字、高利率問題的現實挑戰。

對中國來說，如果「AI敘事」發散加速，製造業優勢可能會受到削弱，如果「AI敘事」發散放緩，也將獲得更多的轉型時間和政策空間。我們可以重新思考外部環境和內部優勢之間的關係，如果外部環境發生變化，會凸顯中國的比較優勢，美元開始走弱，人民幣升值，我們的貨幣政策和財政政策將有更多的空間，大家期待的刺激政策也將回歸。

決定未來經濟增長質量的「因」，是中國的產業升級、從出口到海外的全球競爭力提升，以及三中全會的一系列改革政策，以更低成本和更高效完成經濟轉型。在筆者看來，內外部環境正在動態演變，市場機會也在變化之中。（作者為天風證券首席宏觀分析師）