



仍有很大增長空間。中國服務業的就業只佔總就業人口的50%左右，未來

經濟觀察家

日本在1991年房地產泡沫破滅之後，陷入了長期經濟低迷的狀態，或被稱之為「失去三十年」。為何日本政府不遺餘力採取了那麼多舉措都沒有能讓日本走出通縮困局呢？通常認為當年日本政府出台的政策至少存在三大失誤。

首先，輕視了房地產泡沫破滅後對經濟帶來的衝擊。例如，1991、1992年日本企劃廳發布的《經濟白皮書》都認為，泡沫經濟崩潰對個人消費、企業投資的負面衝擊非常有限，且在1993年以後就會消失，對金融機構風險沒有給予重視。

借鑒日本抗通縮經驗

察股觀經 李迅雷

日本央行的降息也比較猶豫，1990年8月開始，日本央行將官方貼現率維持在6%，直到股市下跌十八個月之後的1991年7月，日本央行才轉向降息，且用了六年時間才降至0.5%。日本央行降息遲緩是導致日本長期不能走出通縮的原因之一。

其次，宏觀政策的趨向不一致，首相頻換，政策不連貫。1991至1998年，日本更換了七位首相，每位首相的解題思路有差異，日本政府在擴大支出和財政整固（加稅）之間來回搖擺，且導致財政政策與貨幣政策協同性不強。如1997年將消費稅稅率由3%提高至5%，終止部分減稅措施，提高醫療費中個人負擔的比例。

再次，財政政策針對性不強、前期實際財政支出偏少，且效率偏低。前期財政擴張階段執著於生產型投資，並且大量公共資金投向偏遠地區基建，未能拉動私人消費和投資，沒有形成可觀的乘數效應。1996年初組閣的橋本政府，為了應對遺留的巨額財政赤字和公共債務問題，提出了「六大改革方針」，實質上就是實行財政收縮政策。

日本經濟自90年代房地產泡沫破滅後，就開始陷入到長期通縮之中。1991年年末CPI指數為93.1，到2021年年末才到100.1，三十年CPI（消費者物價指數）累計只上漲了7.5%。儘管在東亞金融危機和美國次貸危機爆發時，日本CPI有過短暫的上升，但從泡沫破滅後三十年看，始終在零上下徘徊。

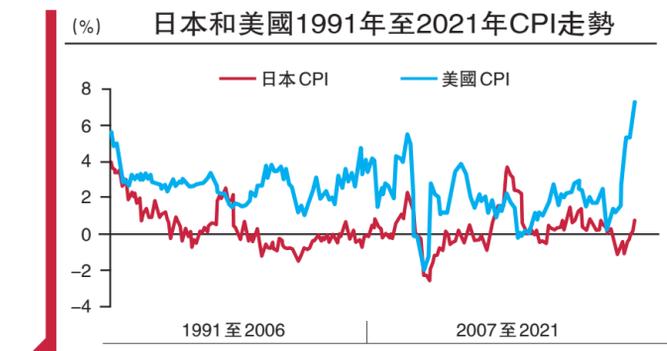
再看一下日本的人均GDP水平，1994年就達到人均4萬美元，2023年若按1994年的不變價計算，只有2.5萬美元，這當然與日圓貶值也有關。相比之下，美國1994年的人均GDP為2.8萬美元，按1994年的不變價計算的2023年人均GDP則達到5.6萬美元，比1994年翻了一倍。

錯失刺激消費的時機

中國從1992年至2022年，GDP佔全球份額從2%提高到18%，堪稱奇跡，這實際上也是人口紅利、改革紅利帶動工業化與城市化加速發展的共振結果。如今，總人口已經下降兩年了，老齡化率已經提高至15.4%，估計2031年將步入超老齡化社會，房地產投資與銷量的下降也已經三年了。因此，中國面臨的房地產長周期的下行與當年日本房地產泡沫破滅的背景有點類似，即老齡化加速。

當然，可能有人會認為中國城市化進程才到65%，應該還有15%的提升空間，故房地產不會進入長期下行周期。這或許是一個理由，但未來城市化率的提升，不一定通過農村人口向城市轉移來實現，也可以通過分母的縮小來實現，這個過程其實就不會明顯增加對房地產的需求。

為了彌補房地產泡沫破滅帶來的投資下降，日本擴大了公共投資規模，如1995年至2007年的基礎建設預算就高達650萬億日圓，超過美國



同期三至五倍。如1998年，公共建設的產業工人就佔據了總勞動力的10%，達690萬人。

顯然，日本當年沒有就揮之不去的通縮問題出重拳，沒有大力度刺激消費，而是成為基建狂魔，實為南轅北轍。因此，不要以為加大財政投入、大搞基建就可以解百愁。就像1935年，意大利工程師向比薩斜塔基底植入80噸砂漿以加固塔基，結果弄巧成拙，反而導致比薩塔的傾斜加大。

1至9月份中國社會消費品零售總額的增速為3.3%，9月份CPI為0.4%，印證了2023年中央經濟工作會議對今年面臨困難之一的判斷——有效需求不足。對有效需求不足的解讀，不應理解為「有效投資需求不足」，因為中央經濟工作會議提出面臨的第二大困難是「部分行業產能過剩」。

內需雖然包含消費需求和投資需求，但投資最終是「資本形成」，資本則增加社會總供給，商品和服務的總供給增加而消費需求沒有增加，則供需愈加不平衡，商品和服務價格將繼續下跌。

中國製造業增加值佔全球比重已經達到31%，但人口佔全球比重17.6%。也就是說，相比中國人口在全球的佔比，中國大部分行業的產能或運能，已經明顯超前發展了。此外，基礎設施的運維成本非常高，在總人口減少、人口流動性下降的大趨勢下，更應該從長計議，審慎投資。

無論是借鑒日本90年代後的經驗教訓，還是對中國經濟現狀的邏輯演繹，都不難得出結論，當務之急應該的惠民生，促消費，避免出現CPI長期徘徊在零附近的局面。

有一個普遍接受的說法是，GDP要保持一定的增速，否則就會引發就業問題。即所謂的「穩增長才能穩就業」。但舉一個極端例子，70%的財政支出用於設備更新、AI研發等，其餘30%用於日常開支等。其結果是數年後工業部門的勞動生產率水平大幅提高，勞動用工數量大幅下降，而其他部門由於沒有更多的投資，沒有能力新增就業，於是社會總就業人數下降，但GDP的增速由於投資拉動並沒有出現下降。

因此，穩增長未必一定能增加就業。事實上，由於人口老齡化及中國出生率數量的持續下降，中國勞動年齡人口數量從2012年開始減少，而就

業總人口數量則從2018年開始下降，到2023年已經減少了3600萬，說明隨着勞動生產率的提高，單位就業人口可以創造更多的GDP。

從今年1至9月份製造業投資增速高達9.2%這一數據看，未來製造業就業人口數量的減少仍將延續。而西方國家在步入後工業化時代後，通常就大力發展服務業，因為服務業能吸納就業的人口更多。美國目前服務的就業人口佔總就業人口的84%，德國和日本的佔比也達到70%左右。相比之下，中國服務業的就業只佔總就業人口的50%左右，是否也應該擴大服務業的投入？這與製造強國的目標沒有矛盾，因為製造強國是質量指標，製造業的勞動生產率提高了，多餘的從業人員自然就可以轉到服務業。

改善就業 釋放服務業動能

從實際支出數據看，2021年以後，在房地產投資增速大幅回落的情況下，製造業投資大幅增加，使得中國投資對GDP的貢獻仍然維持在全球平均貢獻率的兩倍水平。因為投資是快變量，只要實物工作量上去，很快就能變成GDP，而經濟轉型是一個慢變量，存在諸多不可控因素，如體制機制障礙。但每年的GDP增長目標都是客觀存在的，這就存在一個誰優先的選擇題。

隨着我們步入AI時代，勞動生產率水平會不斷提高，就業壓力一定會加大。國家統計局公布的數據顯示，9月份全國城鎮不包含在校生的16至24歲勞動力失業率為17.6%，該數據與歷年相比明顯偏高，儘管總體調查失業率為5.1%。說明當下還是要給年輕人創造更多的就業機會。

為此，在諸多宏觀指標中，應該把充分就業放在更重要的位置，並圍繞着就業來實施相關的產業政策。如果能夠把最終消費對GDP的貢獻提高到60%以上，則中國的調查失業率一定會再次回落，CPI也將有所上升，經濟轉型將初現曙光。事實上，全國人大早就把新增就業設定為約束性目標，即必須完成；而GDP增速從來就是預期性目標，並不是非實現不可。

綜上所述，要獲得經濟問題的正確解題比修復比薩斜塔的难度大多了，後者是自然學科中的純技術性問題，前者則是人文學科中的各種約束條件和多方利益的交織。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

內地消費呈築底回升之勢



建言獻策 沈建華

9月公布的社零總額（社會消費品零售總額）同比上升，10月以來的一些高頻數據，更顯示出中國消費增長近期開始回升。伴隨着宏觀經濟的企穩及更多穩增長、促消費措施的落地，中國消費增長於本輪經濟周期的拐點或已然顯現。

9月社零總額同比從8月份的2.1%回升至3.2%，反彈顯著。其中，在限額以上消費的品類中，與「以舊換新」密切相關的家電銷售同比上升20.5%、辦公用品上升10%、汽車上升0.4%、傢俱上升0.4%，均比前幾個月出現較大改善。

進入10月以來，與消費相關的一系列高頻數據繼續改觀。一方面，國慶期間的消費數據喜人。國內出遊7.65億人次，較2019年同期增長10.2%，比中秋節進一步回升；內地遊客出遊總花費7008.17億元（人民幣，下同），較2019年同期增長7.9%，基本回到了2019年的水平。全社會跨區域人員流動量累計20.03億人次，比2019年同月日均增長23.1%，同樣較中秋節進一步回升。

另一方面，汽車、地產銷售的高頻數據同樣較上個月大幅改善。乘聯會數據顯示，10月1至13日，乘用車市場零售82.3萬輛，同比增長20%（9月同比增長2%），其中新能源車同比增長64%。10月1-17日，30大中城市新房成交面積同比降幅收窄至5.3%（9月降幅為32.4%），一線城市重回正增長。一般而言，地產銷售的回暖會稍微滯後幾個月帶動傢俱、家電和裝修材料等銷售的增長。

近期各類消費數據增速的回升不是偶然的，是「以舊換新」政策、乃至整體貨幣、財政政策逆周期調節進一步加力等因素共同推動的結果。

首先，「以舊換新政策」對中國商品消費的支撐不容忽視。3月初，國務院發布《推動大規模設備更新和消費品以舊換新行動方案》，多個地方出台了汽車置換更新、家電以舊換新的政策。7月25日國家發展改革委和財政部又發布了《關於加力支持大規模設備更新和消費品以舊換新的若干措施》，大幅升級了財政補貼的力度、範圍、標準。其中，中央政府使用超長期特別國債為消費品以舊換新增加了1500億元的財政補貼；國家發展改革委和商務部此前表示，資金在8月初下達地方。目前看來，政策刺激的效果在9月數據中明顯顯現。

其次，9月下旬以來，中央政府進一步打出政策組合拳，新一輪穩股市、穩房市、穩增長的利好政策陸續出台，股票市場出現了大幅回升。財富效應疊加對經濟前景預期的改善也推動了各類消費數據的回暖。

市場信心明顯增強

中央政治局會議在9月份提前討論經濟形勢並作出部署，明確提出財政貨幣政策要加強逆周期調節。人民銀行隨即降準降息並表示還將在年底前擇機再度採取行動；財政部也宣告將較大規模增加債務額度，化解地方隱性債務，給地方政府支出提供更多空間，而中央財政進一步加槓桿的選擇也在考慮之中。人民銀行和住建部等有關部門還宣布了多項推動房地產市場「止跌企穩」和支持資本市場的措施。9月下旬以來，A股和港股市場表現強健，均出現了大幅回升；國內外投資者和消費者對中國經濟前景的預期和信心也都明顯改觀。這些因素都發揮了對消費的支撐作用。

最後，一些地方上促進消費的舉措對於消費數據的提振也有所貢獻。例如，為貫徹落實中央和上海市促進服務消費相關政策，9月上海市政府審議通過《我市服務消費券發放方案》，決定面向餐飲、住宿、電影、體育等四個領域發放「樂·上海」服務消費券。來自上海市發展改革委的信息顯示，市級財政資金投入5億元，按照各領域消費佔比和市民需求情況，分配給餐飲3.6億元、住宿9000萬元、電影3000萬元、體育2000萬元。將分兩個階段發放，第一階段從9月28日開始，第二階段從11月持續到12月底。此外，廣州也發放了30億元消費券，北京通州等地也在10月份針對汽車消費品等發放了消費券。

實際上，除了消費以外，9月的其他一些經濟數據，特別是代表總量的一些經濟數據如工業生產、發電量增速也在回升，顯示在政策推動等多方面因素的作用下，經濟增速或已然迎來拐點，四季度GDP同比增速有望回升。

筆者預計未來財政、貨幣和房地產相關利好政策仍將落地，特別是中央財政加槓桿的安排非常值得期待，應該會在刺激消費方面進一步發力。

伴隨着政策進一步發力和經濟基本面的好轉，居民收入也將有所回升，疊加股票市場的反彈和房地產市場的止跌企穩帶來的財富效益，中國消費的拐點或已經顯現。

（作者為京東科技集團首席經濟學家）

大手客重臨 買細價樓收租



樓語縱橫 楊永健

自上月本地銀行跟隨美國聯儲局減息

地新盤 ONE JARDINE'S LOOKOUT 開售時，亦有大手客斥資逾8900萬元購入12伙。

市區細單位最搶手

無可否認，過去受限於買家印花稅，增加了投資者購買第二套房或更多單位的成本，基本上購買多於一個單位作投資或收租已幾近絕跡，加之在高息環境下，將資金存放在銀行作定期存款的息率，比起買樓收租的回報還要高，買樓收租絕不吸引的情況下，過去一段長時間買樓收租已經相當陌生，但自樓市全面撤辣後，已有個別投資者重投市場，再加上銀行減息，而租金升樓價跌的環境亦已持續一段時間，目前買樓收租已變得吸引，特別是一房細單位更見搶手，近月投資者明顯大多選擇購買一房用作收租。

減息期剛剛展開，而近年整體租賃市場仍然緊張，特別每年暑假期間，大量的內地生來港搵樓租住單位，附近大學區如沙田、紅磡，以至港島西區出現租盤供不應求的情況，相信買樓收租的回報會持續吸引，而新盤入市亦將維持熾熱，市區細單位肯定更見搶手。

（作者為世紀21·Q動力總經理）



目前，租金升樓價跌的環境已持續一段時間，買樓收租已變得吸引。