



▲日本開始進入人口負增長區間，老齡化程度不斷加深，以銀髮服務和銀髮產業為兩大支柱的銀髮經濟進入快速發展階段。

經濟觀察家

近些年以來，中國人口結構進一步發生變化，50歲至60歲年齡段已成為人口主要組成部分。但相對而言，中國老年人口整體年齡相對偏低，在護理、旅遊等服務消費領域有較強訴求，未來五至十年或是發展銀髮經濟的重要窗口期。

# 借鑒日本經驗 發展銀髮經濟



經濟哲思  
盧哲

中國老齡化的進程近年有所加速，人口結構正經歷由紡錘形到倒三角形的演進：一方面，面對人口老齡化的問題，國家對於發展銀髮經濟的重視程度明顯提升。在一年半的時間，三份關於銀髮經濟的頂層文件相繼出爐。2024年1月，中國首部以銀髮經濟命名的政策文件《關於發展銀髮經濟增進老年人福祉的意見》正式發布。2024年11月，民政部等二十四個部門又聯合印發了《關於進一步促進養老服務消費提升老年人生活品質的若干措施》。近期民政部等十九個部門又聯合印發了《關於支持老年人社會參與推動實現老有所為的指導意見》。

另一方面，人口結構的變化也會帶來中國消費結構的變化，老齡人口佔比的提升對於居民個體消費結構、家庭消費結構以及公共服務消費結構等都有着直接影響，洞悉人口老齡化後消費結構的變化，對於國家出針對性的消費刺激政策，促進內需增長，具有重要的指導意義。

## 日本早已進入深度老齡化

日本老齡化後的消費結構變化是全球老齡化最為嚴重的國家之一，截至2023年底，日本65歲以上人口比重已經接近30%，明顯高於全球範圍內其他主要經濟體。從人口增速來看，日本在二十世紀七十年代以來人口增速便開始顯著放緩，在2006年人口達峰後便進入了持續的人口負增長，截至2023年日本當年人口淨減少82萬。

我們從總量和結構兩個維度拆解日本人口老齡化對消費的影響：

在進入深度老齡化社會之後，日本在1994年至2006年間的私人消費年均複合增速僅錄得0.8%，較1981年至1993年下滑明顯，但期間日本經濟還受到消化泡沫經濟所導致的債務問題拖累。而在2006年人口負增長且老齡化問題進一步加重後，日本私人消費增速中樞進一步下滑，2007年日本私人消費年均增速錄得0.2%。

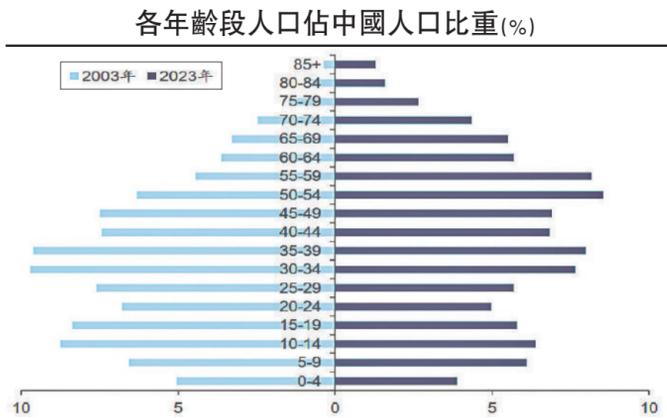
老齡化時代，作為消費主力群體的青年人口減少，是導致私人消費整體下行的主要原因。從個體消費的角度來看，儘管老年人口的消費傾向更高，但其收入水平較青年人口偏低，因此從個體來看青年人口對消費的貢獻要大於老年人口，尤其是當人口進入負增長區間後，老齡人口消費的增量要小於青年人口消費的流失，最終對整體消費造成拖累。

老齡化進程加深後，消費結構的變化反映出不同年齡段人口在消費支出偏好方面的不同。

對於青年家庭而言，由於自有住房率低，因此其在住房租金方面相對支出更高。此外，對於社交活動的需求使得青年家庭在服裝鞋帽、文化娛樂方面的支出要明顯高於中年和老年家庭。

對於中年家庭而言，在購置住宅後，其在租房方面的支出大幅縮減，取而代之的是子女教育方面支出的提升，對於服裝鞋帽、文化娛樂等方面的需求有所下滑，而對於個人護理方

面的需求開始有所提升。



對於老年家庭而言，其消費結構基本趨於穩定，對於飲食、個人護理及醫療等健康相關消費的需求大幅提升，佔據了老年家庭消費的絕大部分，而對於享受型消費也有一定的訴求。

與日本相比，中國在居民收入和城鎮化率兩方面的空間或使得老齡化程度加深對中國消費的影響相對較弱。

其一，從決定消費水平的核心因素居民收入來看，自20世紀90年代初日本房地產泡沫破裂以來，家庭可支配收入長期以較低速度增長，而進入人口負增長時，家庭人均可支配收入增速甚至經歷了一段時間的負增長。而中國在2022年後，居民人均可支配收入仍以5%以上的平穩增長，居民收入的持續增長為消費的平穩增長提供了堅實的經濟基礎。

其二，從城鎮化率的角度出發，與日本相比，中國在城鎮化方面仍有較大提升空間。從人均消費支出的維度來看，城鎮人口的消費支出大約是農村的1.8倍，城鎮化率的提高有助於在總量紅利晚期繼續釋放結構性人口紅利，即人口流動帶來消費支出的增長。日本進入人口負增長時，其城鎮化率已接近90%，而截至2022年，中國城鎮化率水平僅有65%，現階段城鎮化率速度雖在逐步放緩，但仍有較大空間。

## 建立介護保險制度

從政策脈絡劃分，日本銀髮經濟的發展大致可分為三個階段：

第一階段：1970年至1993年以聯合國的劃分標準為例，日本在1970年正式進入老齡化社會，老年群體規模的提升催生了養老需求的湧現，其間1973年的石油危機嚴重衝擊了製造業為主要經濟支柱的日本經濟，經濟結構向服務業的轉型恰好推動了養老服務的興起，該階段銀髮經濟主要以銀髮服務業的形式存在。

政策層面，1963年日本政府便頒布了《老年人福利法》，推行社會化養老的相關舉措，由政府提供養老照護等相關服務。而從1980年開始，《老年人保健法》、《關於確保老年人醫療的法律》和《老年人保健福祉推進十年戰略》等法律法規相繼出爐，從法律層面明確了銀髮服務業涉及的範圍及發展規劃。

第二階段：1994年至2005年，在1994年日本正式進入深度老齡化社會，單純的養老服務已經難以滿足大

規模老年群體的需求，同時日本泡沫經濟的破裂也催生了銀髮產業的快速發展，日本開始注重公共福利設施基礎建設，養老福利設施、護理用具和老年旅遊業等產業開始興起，由銀髮服務業和銀髮產業構成的銀髮經濟初步形成。

政策層面，1994年頒布的《新老年人保健福祉推進十年戰略》中指出每年撥款超過一萬億日圓用於護理服務相關的基礎設施建設；1997年，日本國會通過了《介護保險法》，破除了社會團體和個人介入銀髮產業的限制，使得民間資本大量湧入銀髮產業，而在2000年《介護保險法》正式實施後，護理服務從醫療保險中正式剝離，在緩解財政支出壓力的同時，進一步推動了銀髮產業的市場化發展。

第三階段：2006年至今，在2006年，日本開始進入人口負增長區間，老齡化程度不斷加深，以銀髮服務和銀髮產業為兩大支柱的銀髮經濟進入快速發展階段。介護保險制度的不斷完善使得更多企業和非盈利性組織進入到護理服務領域，供給端的擴容使得銀髮產業的市場規模不斷擴大。

梳理發展脈絡來看，日本銀髮經濟發展的關鍵舉措是2000年《介護保險法》的實施，其順利推動了日本銀髮經濟市場化發展，使得政府、企業和社會組織共同參與到了銀髮服務和銀髮產業的發展之中。而在介護保險制度之下，老年群體的護理支出壓力大大緩解，可用於享受型消費的資金佔比也隨之提高，對於緩解國內消費收縮亦有重要意義。

日本經驗有何借鑒？其一，建立完善長期護理保險制度。一方面，從資金來源來看，目前中國長期護理保險資金主要依賴醫保基金和財政補貼，可借鑒日本經驗，在建立長期護理保險制度時，可根據未來人口結構變化選擇合適的參保人群範圍，並根據收入差異採取累進式繳納比例，在調節居民收入差異的同時緩解醫保支付壓力；另一方面，目前中國長期護理保險資金覆蓋範圍主要為基礎護理服務，且各試點城市標準並不統一，應盡快構建統一的長護險資金支付範疇。

其二，着力提升低齡老年群體的就業。針對老年人就業難的問題，可借鑒日本經驗促進老年群體的就業，通過改善老年群體收入帶動老年群體消費增長。

(作者為東吳證券首席經濟學家)

# 外貿逆風下中國經濟顯韌性

江南曉望  
張婉彭助

關稅逆風雖然產生一定不利影響，但中國經濟整體增長平穩，展現出較強韌性。數據顯示，4月工業增加值同比增長6.1%，較一季度低0.4個百分點，但服務業生產指數同比增長6%，較一季度高0.2個百分點，預估值國內生產總值(GDP)增速仍在5%以上。

今年政府融資與財政支出靠前發力，帶動「兩新兩重」相關需求強勁增長。前四個月，包括地方政府隱債置換後的政府債券融資為4.85萬億元(人民幣，下同)，較去年同期高3.58萬億元，推動社融存量增速從2024年底的8%上升至8.7%。同期，一般公共預算支出達到全年預算31.5%，是過去五年最高水平(平均30.7%)，廣義財政支出則同比增長7.2%。

在「兩新兩重」政策支持下，前四個月基礎設施投資和設備投資分別同比增長10.8%和18.2%，家用電器、傢具、文化辦公用品和通訊設備等「以舊換新」政策商品3月至4月普遍同比高增20%至30%，帶動4月社會零售額同比增長5.1%，較第一季度高0.5個百分點。

值得注意的是，在美國關稅衝擊下，中國對非美市場實現較快增長，帶動出口整體增長8%。4月中國對美出口同比下跌21%，美東、美西集裝箱運價指數從1月17日特朗普正式履職前到4月末均累計下跌30%。但中國對東盟、印度和非洲的出口同比增速均超過20%，對拉丁美洲出口同比增長17%，對歐盟和日本等發達經濟體出口增長也有8%左右。

日內瓦聯合聲明發布後，市場普遍增強了對2025年中國經濟增速的信心，人民幣對美元匯率也有所回升。這也為後續增量宏觀政策出臺時點和力度提供了更多的靈活性。但從經濟運行的結構看，房地產調整壓力持續，下半年出口和消費不確定性仍存，穩固增長勢頭繼續面臨挑戰，宏觀政策進一步支持仍有必要。

外需方面，美國關稅政策及其經濟走勢仍具有較大的不確定性，對於全球總需求、供應鏈運行和出口的擾動風險依然較大。參考2018年至2019年貿易談判，其間美國談判立場反覆無常，整體對華關稅稅率曲折上升。本次聯合聲明顯著降低了關稅無序上升的風險，但大國博弈複雜多變，雙方仍有較多非關稅議題有待達成共識。而即便在當前水平下，我們測算美國對華加權平均關

稅稅率仍有44%，較2024年末高32個百分點，對出口和經濟增長有不容忽視的影響。近期個別市場調研也反饋，由於外部不確定性仍存，出口企業優先通過消化庫存應對關稅緩和期，後續還需觀察是否會有持續新訂單，以觀測「搶出口」持續時間和宏觀政策加力時點。

## 穩增長政策料陸續有來

內需方面，當前消費物價持續低位運行，居民消費信心偏弱的挑戰依然明顯。今年前四個月，全國居民消費價格指數(CPI)累計下跌0.1%，國際大宗商品價格下跌加大工業品價格的輸入性通縮壓力，工業生產者出廠價格指數(PPI)累計下跌2.4%，增加企業盈利難度。出口不確定性影響相關就業和消費預期，製造業採購經理人指數(PMI指數)中的就業人員指數4月繼續下滑，一季度無論城鎮居民還是農村居民的平均消費率(消費支出佔可支配收入的比重)均低於去年同期。

總體來看，受「搶出口」效應及國內宏觀政策靠前發力的共同影響，4月中國經濟在外部壓力下表現好於市場預期。但自4月以來，外部貿易衝擊加劇，國際經濟表現和金融市場不確定性上升，對經濟的影響已有所顯現。因此，5月7日政策層面發布一攬子金融政策，宣布降準、降息、擴大結構性貨幣政策、穩定資本市場等增量政策，釋放明確的穩增長、穩信心信號。

在當前條件下，考慮到「搶出口」和「兩新」特別國債資金帶來的拉動效應將在下半年逐步減弱，未來或仍需推出新的增量政策以鞏固內需復甦勢頭，特別是幫扶抗風險能力相對較弱的中小企業，以及受關稅衝擊較大的勞動密集型行業，預計年內仍有降準、降息的空間，財政政策在加快政府支出進度的同時，預計可能會考慮通過使用結餘債券發行額度或新增債務額度等方式保障財政支持力度。

(註：作者張婉、彭助均為中銀國際研究部分析師)



▲五月份新盤成交量勢突破2000宗，較上月顯著飆升。

# 經濟活動轉旺 港樓有力上揚

主樓布陣  
布少明

香港近期掀起演唱會熱潮，謝霆鋒與林峯兩位巨星前後登場，「風」頭同樣一時無兩，而且演唱會門票均是一票難求，而且市場盛傳內地著名歌手周深即將來港開演唱會。與此同時，金融市場亦欣欣向榮，財政司司長陳茂波指出，今年新股集資額已超760億元，接近去年全年九成，助香港在全球IPO排名躍升至第二位，充分彰顯對香港市場的信心。香港作為國際大都會，背靠中央支持，憑藉低稅制與資金自由流動，持續吸引全球投資者。各種新消息接踵而至，為本港經濟帶來活力。

香港樓市亦有上揚的趨勢。自中美達成初步貿易協議後，資金持續流入香港，切入新股熱潮與拆息回落，帶動樓市交投活躍，新盤成交亦節節上升。綜合市場訊息，5月份新盤成交量勢突破2000宗，較上月顯著飆升，凸顯香港樓市的堅實基礎。

租務市場亦是穩中向好。日前差餉物業估價署公布，4月份私人住宅租金指數按月升約0.3%，連升五個月；同期美聯「租金走勢圖」4月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約38.02元，按月升約0.4%，連升三個月。今年首四個月則升約0.9%，反映在傳統租務淡季之下，租金及租務交投均持續穩步上揚。

若以每年「美聯樓價指數」與美聯「租金走勢圖」的按年變化計算，租金自2023年5月開始錄得按年升幅以來，至今年4月已連續長達兩年，今年4月按年升約5.8%；反觀同期樓價按年持續下跌，走勢與租金明顯背馳。不過，今年4月按年跌約6.3%，較去年8月按年跌13.5%已明顯收窄。

## 專才高才撐起租務市場

隨著「租升價跌」現象持續，加上最近拆息回落至低位，吸引租客「轉租為買」。事實上，除了本地客源外，這批租客當中不乏近年持續來港發展的專才高才，而這類租客多屬「實力派」：有穩定的高收入、資產相對豐厚，而且供款能力強，有望撐起未來樓市，成為買樓市場的「中流砥柱」。

至於哪些地區較具「反彈實力」？可以留意專才高才較喜愛的地區，例如是樓齡相對較新，以及鄰近各大學地區及整體配套優質的屋苑，包括啟德區、將軍澳、黃竹坑、屯門、大埔白石角，以及紅磡區等，這些地區較具收租保證，而且反彈潛力高，絕對是值得留意的「實力」地區之一。

展望下半年，儘管樓市或受息口走勢及貿易戰影響，但隨著美國聯儲局減息預期升溫、一手庫存下降，相信樓市未來將恢復穩步向上的長期大趨勢。(作者為美聯物業住宅部行政總裁)