



▲增加居民收入與減輕居民負擔都是有效促進內需的方法。

經濟觀察家

「十五五」時期國際環境的挑戰和不確定因素明顯增加，特別是大國博弈可能會進一步加劇。在此背景下，補齊消費短板、着力擴大內需有望成為「十五五」規劃的主線之一，進而推動經濟實現高質量發展。

擴內需貫穿「十五五」規劃



國金視野
宋雪濤

具體而言，「十五五」時期擴大內需的着力點包括以下幾個方面：

完善居民收入分配

增加居民收入是擴大內需的基礎，關鍵在於調整收入分配結構。「十五五」時期完善收入分配制度的關鍵是提高勞動報酬在初次分配中的比重、提高居民可支配收入在國民收入分配中的比重，這也是二十屆三中全會明確提出的改革舉措。

當前中國勞動報酬在初次分配中的比重保持在52%左右，與國際勞工組織（ILO）公布的全球勞動者報酬GDP（國內生產總值）佔比基本持平，但低於美國（56.2%）、歐盟（57.2%）、日本（53.8%）和韓國（58.9%）。同時，中國居民可支配收入佔GDP的比重長期保持在43%左右，低於發達國家的水平。

從增加居民收入的角度看，關鍵是保障就業、增加工資性收入、提高勞動報酬在初次分配中的比重。「十五五」時期將打造新的就業增長點，加快培育發展一批知識密集型、技術密集型戰略性新興產業，創造更多新就業形態崗位。同時，加大對中小企業政策扶持，增強經營主體就業吸納力。加強重點工程項目和中小型農業農村基礎設施建設領域以工代賑實施力度，擴大勞務報酬發放規模。

此外，「十五五」時期將繼續拓寬居民增收渠道，增加財產性收入。持續穩定資本市場，推動中長期資金入市和「長錢長投」，提升資本市場回報率。通過拓展居民金融投資渠道，提高中低收入群體的股息、利息、紅利等財產性收入。穩步推進農村集體產權制度改革，增加農民財產性收入。

強化社會保障制度

從減輕居民負擔的角度看，「十五五」時期的重點是強化中低收入群體的社會保障。調整優化財政支出結構，提高財政支出用於公共服務和民生的比重，由過去「投資項目」加快轉向「投資於人」。近期落地的育兒補貼、養老服務消費補貼、逐步推行免費學前教育都體現了政策思路的轉變。「十五五」期間通過加快補齊教育、醫療、養老等民生短板，提高基本公共服務的供給水平，降低家庭消費負擔，有效減少預防性儲蓄，進而釋放消費潛力。

農村居民養老金改革有望成為「十五五」時期強化民生保障的重點任務。根據人社部《2024年度人力資源和社會保障事業發展統計公報》，全國參加城鄉居民基本養老保險人數5.4億人，其中實際領取待遇人數1.8億人，全年城鄉居民基本養老保險基金支出5322億元（人民幣，下同），

人均每月領取養老金246元。農村居民收入水平低、消費傾向高，提高城鄉居民基礎養老金既有助於縮小收入差距，也是擴大內需短期能夠見效的舉措，預計「十五五」時期財政資金將加大對這一領域的支持力度。

優化消費供給結構

中國「十四五」期間和「十五五」前人均GDP處於1萬美元到2萬美元的區間。從海外經驗看，這一階段的消費需求將加速分化，消費結構也會加快轉變：

一方面，服務消費佔比將顯著提升。這是中等收入國家邁向中高收入國家中消費結構轉變的重要特徵。美國、英國、日本和韓國人均GDP從1萬美元提升至2萬美元的過程中，服務消費佔比分別提高了6.4、4.9、3.4和3.4個百分點。2024年中國服務消費佔比46.1%，低於美國（55.1%）、英國（52.1%）、日本（47%）和韓國（54.2%）在相近人均GDP水平下的服務消費佔比，這也是中國有效需求不足的癥結之一。「十五五」時期可能是中國穩步跨過服務消費佔比50%門檻的關鍵階段。

另一方面，居民消費需求將從生存型、數量型向發展型、享受型轉變。儘管從量的層面看，中國商品消費相對飽和，但食、衣、住、用、行等物質消費在「質」的提升上仍有較大空間。「十五五」時期，商品品質、功能的提升和新技術新產品的問世將成為商品消費的重要驅動因素。智能穿戴、超高清視頻、腦機接口、機器人、消費級無人機等新技術新產品開發與應用推廣，將開闢高成長性消費新賽道。

此外，「十五五」時期將進一步清理消費領域的限制性措施，包括優化私人汽車限購政策，開展汽車流通消費改革試點，拓展汽車後市場消費，釋放潛在消費需求。

建立促消費長效機制

「十五五」時期要推動中國成長為「消費大國」，持續完善促消費長效機制是關鍵。

其一是「十五五」規劃可能增加「消費率」指標。過去依靠投資和出口拉動的增長模式下，中國最終消費率長期徘徊在55%至57%之間，美國、英國、法國、德國、日本等發達經濟體最終消費率普遍保持在75%至80%以上。國家發改委原副主任、中國經濟體制改革研究會會長彭森建議「十五五」規劃增加「消費率」指標，用5年的時間將最終消費率提高5至8個百分點，以規劃目標為引領，完善促消費長效機制。

其二是完善有關消費的統計方法。消費對經濟增長的促進作用往往延遲反映在統計口徑中，尤其在線上

消費分布於全國的情況下，地方政府很難從消費中直接獲得稅收等收益。今年的《政府工作報告》將「完善全口徑消費統計制度」列為實施提振消費專項行動之一。

其三是完善地方政府考核機制。「十五五」時期將弱化地方政府以生產為導向的考核機制，增加對居民消費的考核指標，如提高社零指標的考核權重等，完善促消費長效機制。

其四是加快推動財稅體制改革。中國現行稅制下，地方政府的財政收入仍主要來自生產端，造成地方政府花在促消費方面的資金，不但短期內難以產生明顯回報，反而容易擠壓剛性支出。完善促消費長效機制，須從根本上看要以推動財稅體制改革為抓手，落實二十屆三中全會提出的「推進消費稅徵收環節後移並穩步下劃地方」，增加地方政府來自消費端的財政收入。

新型城鎮化釋消費潛力

當前中國常住人口城鎮化率達到67%，城鎮化由快速發展期轉向穩定增長期。從海外發達國家的城鎮化經驗看，當經濟體城鎮化率跨過65%的門檻後，仍能保持10年左右的穩定增長，這意味著中國的城鎮化水平仍有提升空間。

「十五五」時期，中國將加快推動以人為本的新型城鎮化，常住人口城鎮化率將提升至70%以上。新型城鎮化涉及到農村居民財產性收入、基本公共服務均等化、消費基礎設施建設等，其背後蘊含的內需潛力將成為「十五五」擴大內需的重要議題。

其一是加快推進農村轉移人口市民化。一方面，通過深化戶籍制度改革，進一步放寬落戶條件，探索建立進城落戶農民土地承包權、宅基地使用權、集體收益分配權的自願有償退出辦法，吸引農村居民進入城鎮成為新市民，其消費意願將顯著提高，對內需消費形成支撐。另一方面，「十五五」時期將推行由常住地提供基本公共服務，發揮財政轉移支付促進基本公共服務均等化作用，提高預算內投資支持社會事業比重。這意味着人口流入地的教育、醫療、養老、託育、軌道交通等配套需求提升，帶動相應的基建投資。

其二是發展組團式、網絡化的現代化城市群和都市圈，分類推進以縣城為重要載體的城鎮化建設。在城鎮化率較高且人口持續集聚的地區，要構建現代化城市群和都市圈，依託中心城市輻射帶動周邊市縣共同發展。大型城市群以及中心城市將形成中高端消費市場高地，成為引領消費升級的主要載體。同時逐步推進縣城商業設施的建設和改造，創造更多的消費場景，加快新建農村公路，為農村地區消費創造良好條件。

（作者為國金證券首席經濟學家）

人行新一輪貨幣寬鬆臨近



民生國計
邵翔

今年，匯率和股市之間的關係非常有趣。9月中旬，人民幣升破7.10，滬綜指刷新年內新高；但一周以後，人民幣跌破7.14，股市同樣大幅上漲。要挖掘背後的信號，可以從人民幣匯率大幅波動的原因入手，最直觀的當然是美元在降息月的大幅起伏，但更加耐人尋味的可能還有兩點：一是人民銀行對於匯率乃至貨幣政策態度的微妙變化；另一個則是全球資金再配置大背景下，匯率和股市的新關係。

人民幣（相對美元）匯率波動，美元一定程度影響方向，但「彈性」才是最大的細節。近一個月來美元的波動邏輯是比較清晰的，8月底在傑克遜霍爾會議（Jackson Hole）上，美聯儲主席鮑威爾措辭偏鴿，疊加不盡如人意的就業數據和白宮持續的寬鬆施壓，美元開始提前交易9月議息會議的寬鬆「驚喜」，而9月中旬美聯儲的謹慎降息，美國數據恰如其分地反彈，美元順勢出現一波觸底升值。

人民幣的節奏基本與美元一致，但在「彈性」方面前後卻大相逕庭。我們可以從美元和人民幣匯率日度變化的聯繫中看出端倪：在8月底，人民幣是更偏升值的，而到了9月中下旬、尤其是最近，人民幣反而是貶值彈性更大。人民幣匯率出現了「順周期」性。在8月底美元貶值壓力大的時候，人民幣更傾向於升值；在9月中下旬美元反彈的階段，人民幣更偏向於貶值。這其實和近年來人民幣穩定的特性是有些相悖的。這是為什麼呢？我們從政策和市場兩個維度來分析。

政策上，人民銀行對於匯率的思路在中美開始談判前後出現了明顯的變化。在5月初中美瑞士談判前的思路是穩定為主、預防大幅貶值；而之後，人行明顯減少了向升值方向的影響，對於人民幣的彈性有更大的容忍度。

第二個明顯的特徵是在5月之後一度推動人民幣的補漲升值。筆者在此前文章中已經提及，一方面是為了減輕人民幣相對一攬子貨幣（比如歐元、日圓等）的持續貶值，避免不必要的貿易摩擦；另一方面也可能和一些重要的事件節點有關，比如貿易談判、閱兵等。

而近期人民銀行又開始降低升值的「水溫」，背後可能有兩方面的考量，第一還是「穩定」，對於人行而言

不想看到的是急升或者急貶，而如果延續此前的勢頭，人民幣升值是有可能進一步加速的，觸發因素除了最近幾個月國內資本市場的包容性和吸引力明顯提升外，升值預期的持續可能進一步帶來美元存款和待結匯資金的加速回流，導致進一步強化和加速人民幣升值。

美元對港股影響力下降

此外，人民銀行可能也關注到了經濟的壓力。通過適當的引導貶值，一定程度緩解經濟壓力。8月以來經濟數據的降溫是比較明顯的，但筆者也在之前文章中說明，按照當前的決策模式，內地暫時還不會急着跟隨美聯儲降息。在這樣的背景下，人行更不希望看到人民幣的升值超調，而這也意味着離人行推動寬鬆落地可能不遠了——今年5月也是先放開貶值，再降準降息。

除了政策之外，還有一個有趣的市場現象，既可以反映人行在緩解升值及其預期，同時也說明，在全球資金再配值的新時代，美元對於港股的影響可能會下降。

離岸人民幣掉期弱於在岸，而且在聯儲降息的背景下短端還意外下降。翻譯一下，本質上是離岸人民幣的供給異常充足，比境內還「富裕」。這是為什麼？兩方面的原因，一是離岸的銀行可能在即期市場上賣出人民幣、買入美元，一般而言也會順勢在掉期市場上做反向操作，導致人民幣流動性寬裕、掉期點下跌。

另外，就是南向資金的湧入，因為要將人民幣兌換成港元，導致人民幣流動性供給增加，港元流動性的需求增加，這也側面解釋了為何離岸人民幣利率保持低位，而港元Hibor大漲的原因，同時也解釋了為什麼在人民幣貶值、美元升值的背景下，港股變現依舊表現不俗。

展望後市，筆者覺得三個要點值得關注：第一，與上半年不同，匯率上人行開始關注升值了，尤其警惕快速升值帶來「踩踏」。而在經濟動能明顯降溫的情況下，適當的貶值是好事。第二，人行開始放開匯率彈性，甚至引導貶值。這可能意味着寬鬆不遠了。第三，美元依舊是影響全球流動性核心指標，但在這輪周期中，美元升值對於港股的衝擊會比之前小。

（作者為民生證券研究院宏觀資深分析師）

今年人行對於中間價調整的變化



資料來源：ifind，民生證券研究院

一手樓市旺 全年成交挑戰2萬宗



主樓布陣
布少明

早前施政報告的公布，加上美國聯儲局重啟減息，本港大型銀行最優惠利率調低0.125厘，疊加效應大大提振樓市氣氛，樓市延續欣欣向榮。一手市場尤其火熱；二手亦同步「跟上」。

新盤成交量在過去一周明顯上升。據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料及市場消息，以施政報告發表後7日（9月17至23日）計算，全港一手成交量錄得560宗，較發表前7日的421宗升約33%。

連續八個月交投破千

若以全月計，本月首22日一手成交量達1455宗，已經連續8個月「破千」，創自2019年3月至11月後最長紀錄，充分反映一手交投之暢旺。至於本年至今（截至9月22日）一手交投高近14840宗，較去年首9個月升約36%，創6年同期新高。個人認為，在上述雙重利好因素刺激下，市場承接力強勁，預計全月一手「破千」的走勢將延續。至於二手交投亦毫不遜色，綜合美聯分行資料，全港35個大型屋苑於9月15日至21日的一周，合共錄73宗成交，較前一周的63宗按周增加近16%，創出4周高位。樓價方面，「美聯樓價指數」最新9月22日報129.1

點，較年內低位上升2.23%，而本年迄今則升約0.76%。

總體而言，現時樓市已基本擺脫「低迷期」，正式邁向全面復甦，除了樓市本身的強勢外，其他利好因素亦繼續「助攻」。日前有研究機構發表《世界經濟自由度2025年度報告》，香港繼續蟬聯「全球最自由經濟體」第一，並於「國際貿易自由」、「金融科技」、「營商環境」等範疇，同樣位居全球首位，可見香港作為國際金融中心，對環球資金的吸引力。

特區政府近年積極吸納各地「人財」，帶來正面影響相當顯著。例如早前公布的《2025年世界人才排名》，香港由去年的第9位躍升至第4位，是歷來最高排名，亦屬亞洲之冠。人才流入有助充實人才庫及推動經濟發展，同時亦惠及樓市的租賃與買賣需求。

筆者相信，未來住宅物業交投將持續熾熱，新盤率先受惠，全年一手私樓成交量勢可達到1.9萬宗的年初預測，按年升逾22%，並創自2013年4月「一手住宅物業銷售條例」生效後的新高。若年底前發展商趁勢進一步加快推盤及積極銷售貨尾，甚至有力挑戰全年2萬宗的水平。二手住宅方面，預測今年全年成交量達4.5萬宗，按年升逾9%，創4年新高。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）