



▲中國在以公有制為主體的社會主義市場經濟體制下，比西方國家多了兩種調控工具：商業銀行和國有企業。

經濟觀察家

比較全球主要經濟體過去三十年的GDP的增速變化，發現一個特點，除了中國之外，大部分主要經濟體均出現過兩次以上的負增長。難道中國就沒有經濟周期嗎，或者借助於宏觀調控的力量來平滑掉周期？

# 中國經濟韌性何來？



李迅雷

察股觀經  
周期理論很早就成熟了，短周期如庫存周期或叫基欵周期，中周期如設備更新周期或叫朱格拉周期。本文主要探討一下中國的人口周期和房地產周期，前者屬於長周期，後者屬於中長周期，或叫庫茨涅茲周期。

## 商銀與國企助力調控

為何中國經濟總是正增長？首先來比較不同體制下政府平滑周期的能力有多強。如今，全球主要經濟體都屬於市場經濟體制，只是中國是以公有制為主體的社會主義市場經濟體制，西方則是私有制為主體的市場經濟體制，這就意味着除了財政政策和貨幣政策在所有經濟體中都可以作為逆周期調控工具外，中國比西方國家多了兩種調控工具：商業銀行和國有企業。

中國絕大部分商業銀行都是國有控股的，故其除了需要完成收入和利潤考核指標外，還需要在穩經濟、產業升級、科技進步、支持中小企業發展、綠色環保低碳等領域完成KPI考核目標。中國商業銀行為了支持經濟增長，貸款利率水平會相對低，形成了淨息差的收窄。

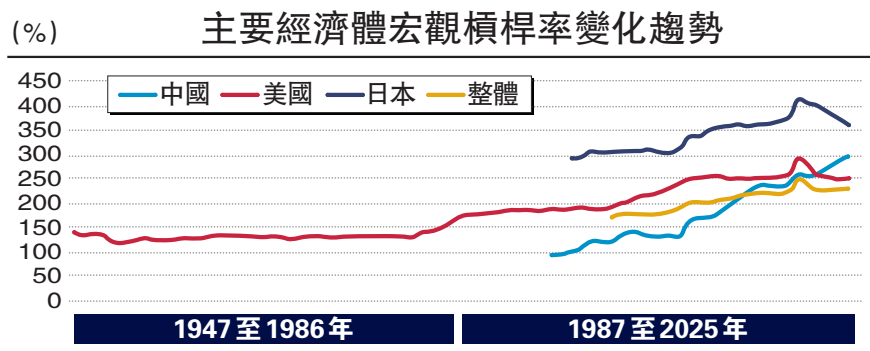
作為國有企業，通常在民間投資走弱的時候，國企的投資增速就回升了，實際上就是在發揮逆周期調控的作用。例如2026年1-4月份中國固定資產投資中，民間投資增速為-5.2%，而國有控股企業的投資為2.5%。但從投資回報率的角度看，民企又高於國企。

當然，政府在穩增長中能起起到舉足輕重的作用。2008年以後，中國的宏觀槓桿率水平快速上升；尤其是2021年房地產上升周期終結之後，中國的宏觀槓桿率繼續上行，且主要依賴於政府和國企舉債，因為居民部門和私企部門的槓桿率水平沒有明顯上升。

反觀其他主要經濟體，2022年以後宏觀槓桿率水平則反而下降了。如到2025年，中國上升至295.6%，美國則降至250.1%；日本則從2020年的411.1%降至357.2%。因此，在經濟周期波動中要保持GDP正增長，是需要付出成本的。

2012年後中國出現了持續近四年的PPI負增長，得益於2016年開始的供給側結構性改革，PPI由負轉正，名義GDP增速再度回升。當時有一種觀點頗為流行，即預判中國經濟將呈現一種「新周期」。但這種樂觀的預期似乎忽視了有效需求不足的因素，即中國經濟高增長是建立在投資和出口雙引擎拉動的基礎上，這種儲蓄率(投資率)偏高，消費率偏低的模式會導致產能過剩。從2010年末至2025年末，中國PPI十五年累計漲幅為零，其中既有周期性因素，又有過多依賴投資和出口的結構性因素。

2017年，我寫了一篇文章叫《可怕的時滯》，提醒大家不要過於樂觀，因為經濟結構性問題不僅在供給側，還在需求側，需要改變經濟增長模式才能解決。此外，房地產的「漲價去庫存」模式，會繼續增大泡



資料來源：Wind、BIS、中泰國際

沫，為今後泡沫破滅積累風險，因此，這些「時滯」因素很可怕。2021年，持續二十餘年的房地產上行周期見頂，房地產開發投資增速持續出現兩位數的負增長。

這就容易解釋為何2022年以後中國宏觀槓桿率水平不僅沒有下降，反而而加速上行的原因：因為房地產拉動經濟的動力變為阻力，需要製造業投資和基建投資加大規模。而歐美日都沒有面臨房地產的下行周期，且日本房地產正處在復甦期。

不少人把GDP增速的變化與經濟周期混為一談，以為經濟增速平滑了，逆周期政策就取得成功。事實上，決定周期的核心因素都在深層，而逆周期政策多屬於淺表，淺表的平滑無法改變深層的暗流湧動。

任何一個經濟體在長期發展過程中都會產生結構性問題。例如，美國作為全球經濟的龍頭，聯邦政府的國債餘額已經超過39萬億美元，在高通脹面前，發債成本和利息支出都越來越高，這也導致了美國經濟長期面臨雙赤字，債務還本付息負擔不斷加重，且貧富差距嚴重，1%的投資者持有50%左右的美股總市值。

為何說美國在應對周期方面存在誤操作而帶來結構性問題呢？例如近年來美國軍費開支佔GDP比例維持在3.2%至3.5%之間，約佔全球各國軍費開支總額的40%，佔比過高是因為美國要「維護國際秩序」，或通過戰爭來轉移國內經濟矛盾，典型的頭痛醫腳。中國經濟也存在結構性問題，且有長期化趨勢。如投資偏強、消費偏弱。不少地方政府因為盲目投資而造成重複建設和債務負擔加重問題。

實際上，中國一直在推動經濟向消費導向轉型，但在收入初次分配和再分配環節，存在一定障礙。因為收入分配涉及到財稅體制改革，會打破現有的利益格局，知易行難。因此不少人寄希望於通過股市繁榮增加居民的財產性收入，但這一想法缺乏實證研究。如今，滬綜指距2024年的最低點漲幅接近50%，但消費仍然低迷。今年1-4月份，中國社零增速降至1.9%，創過去二十年來的新低。

## 充分認識結構性問題

今年以來，有關樓市見底說的討論頗多。樂觀者認為，2021年至今，樓市的跌幅已經足夠大了，下行時間也夠長了；以北上廣深引領的大城市房價上漲也印證了樓市見底回升的預期。筆者自認為沒有預測房地產長周期何時見底的水平，只是想提醒一下看房地產周期的幾個角度：

第一個角度是人口周期，人口周期屬於超長周期，2021年中國總人口見頂，2025年中國老齡化率已經達到

15.8%，屬於深度老齡化，預計到2032年將步入超老齡化社會，即便今後出生人口大幅增加也不改變這一結果，因為分母太大了。人口老齡化率越高，對房地產的需求就越低。

第二個角度是城市化周期，中國目前的城鎮化率已達67%以上，城市化進程開始放緩。大部分人口認為中國城鎮化率可以到80%，如果每年上升一個百分點，還能繼續十三年，故利好樓市。但有沒有想過這樣一個問題，如果今後城市化率的提升主要靠行政區劃的調整（如撤縣設區）呢？或者靠農村自然死亡率高於城鎮呢？

個人陋見，中國恐怕將從主動城鎮化（農業人口轉移到城市為特徵）步入到被動城鎮化（農村人口減少率超過城鎮化為特徵）階段。當年日本房地產泡沫破滅的時候，城市化率水平77.4%，經歷了近二十年的下跌，其間城市化率水平仍不斷上升，直至90.8%才出現反彈。

還有不少看好樓市者一直強調戶籍人口城鎮化率較低，但有沒有想過，隨著城鎮入戶門檻降低，農村戶籍反而「值錢」了，加上國家致力對公共服務均等化，戶籍與非戶籍人口享受的公共服務差距在縮小。

第三個角度是新市民的購房需求，因為一直強調中國有三億新市民，很多人認為將對購房產生巨大需求。但仔細分析一下，這三億新市民究竟是以購房為主還是租房為主？首先，如果租售比低於房貸利率，那麼買房不如租房；其次，購房的前提是能夠買得起房子，如果買不起，那就是有效需求不足。房地產市場從來就不存在所謂的剛需，只有居住屬性或投資、投機性需求。

第四個角度是透過金融數據看周期，因為房地產下行一定會對金融帶來衝擊。例如，在房地產的上行周期，零售業務成為新的增長點，個貸成為優質資產。如今，信用卡業務和個貸的不良率上升，成為銀行的風險點。為何一直在倡導金融脫虛向實，但效果並不明顯呢？原因是實體經濟的回報率偏低，這本身就是周期下行導致的。

那麼，如何看待最近超大城市房價上漲或交易活躍的現象呢？我在十年前就一直強調中國以農業人口轉移為特徵的城鎮化進程將步入後期，但大城化進程方興未艾。因為在這樣一個全球化分化時代，大城市人口普遍淨流入，中小城市人口普遍淨流出。

短期數據往往具有波動性，長期數據才具有趨勢性，故要敬畏周期，應該用望遠鏡而非顯微鏡來研判周期。而對於結構性問題，更要認識到冰凍三尺非一日之寒。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

## 匯率升值利空出口的三个誤區



趙偉

### 金融熱話

近期匯率升值引發爭議，市場部分觀點認為匯率升值或利空未來出口，但數據上並不支持該觀點。事實上，目前外界關於匯率升值利空出口存在三個誤區。

誤區一：匯率升值會利空出口總體表現？從歷史數據看，匯率升值並不會壓制出口讀數。譬如，2023年下半年以來，人民幣兌美元升值4.3%，同期中國出口增速也由-14.3%回升至14.1%。國際經驗也表明，本幣升值並不一定導致出口回落。以出口依賴度較高（出口佔GDP比重超過30%）的韓國、墨西哥為例，其匯率升值期間，出口增速也有回升。間接證據方面，市場擔心匯率升值利空出口主要是價格抑制需求的邏輯，但數據上出口價格與出口多數時間也為正相關。

誤區二：匯率升值會利空中國出口份額？數據上，人民幣升值並不一定導致中國出口份額走弱。市場部分觀點認為匯率表示貨幣之間的相對關係，其影響的應是中國與其他地區出口的相對關係，即出口份額。數據上，匯率與出口份額的相關性確實有所下降，但兩者仍是正相關關係，2023年下半年以來人民幣升值期間，中國出口份額也上行0.4個百分點。從國際經驗來看，本幣升值與出口份額回落不存在必然聯繫。以全球第二大出口國美國為例，美元走強階段，其出口份額往往有所回升，且出口份額變動領先於美元有效匯率變動，印證出口競爭力提升推動幣值走強的反向因果關係。

誤區三：人民幣兌外幣升值會利空對該地區出口？從結構來看，人民幣兌外幣升值，中國對該區域的出口並未出現走弱。觀察貿易結構數據，美國自中國進口份額與人民幣兌美元匯率大部分時間為正相關關係，歐盟自中國進口份額與人民幣兌歐元匯率也呈類似變化，說明中觀層面的出口結構數據也不支持市場因匯率看空出口的觀點。上述正相關現象，或反映外部市場對中國商品需求景氣度上行，帶動自華進口份額持續抬升；進口需求擴張改善外匯供應格局，推動人民幣對該國貨幣升值。

## 多重影響相互對沖

大部分時間裏人民幣升值是出口強的「結果」而非「原因」（被動升值），部分匯率主動升值期間，其對出口的利好和利空影響相互對沖，因而

總量影響有限。

首先要理解數量效應。人民幣升值雖然不會影響出口金額，但或會影響出口數量指數。出口金額受到「量價」兩大因素共同影響，而匯率變化往往影響的是「出口量」，因此觀察匯率升值對出口影響時，更應該觀察的是出口數量指數。數據上，匯率與出口數量指數的負相關性，要大於與出口金額的負相關性，也顯示匯率變化或對出口造成影響。

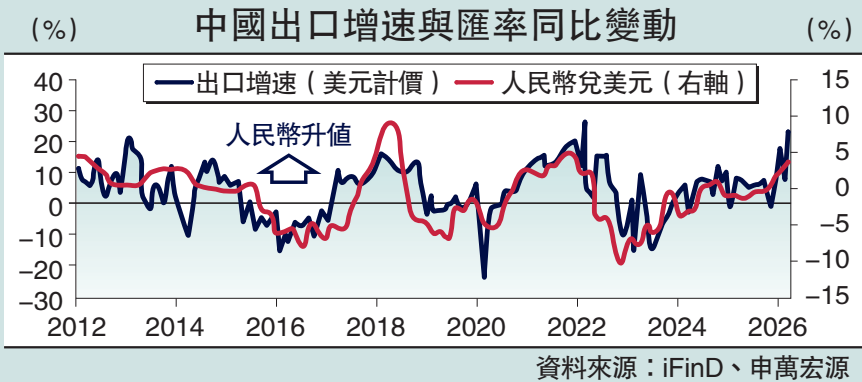
但不同階段數量效應存在差異，匯率被動升值不會利空出口，匯率主動升值時會利空出口。大部分時間裏，匯率升值往往是出口改善的「結果」、也即被動升值，此時匯率升值不會利空出口；而若匯率波動源於出口以外的其他因素影響時，匯率升值會影響出口。

譬如2015年「811匯改」後，人民幣積累的貶值壓力集中釋放，人民幣兌美元匯率由6.1貶值至6.9，同期出口數量指數增速大幅上升10個百分點以上；觀察出口份額視角（控制外需對出口的影響），該階段中國出口份額也明顯上升，亦顯示匯率波動對出口的額外影響；2025年匯率也與出口數量呈現負相關關係，但並無因果性，只是關稅衝擊出口、美元走弱帶動人民幣升值恰好同時發生。

其次要考慮標價效應。貿易結算中人民幣佔比上升，人民幣升值會折算更多美元，推高美元計價出口讀數。近年來，貿易結算中人民幣結算佔比持續抬升，目前高達30%左右，人民幣升值時，同等規模的人民幣可折算為更多美元，推高美元計價的出口金額讀數，對沖甚至逆轉出口下行壓力，造成美元計價出口數據偏強。數據上也印證該觀點，人民幣升值時，美元計價與人民幣計價的出口增速差也同步擴大。近年來，標價效應經常造成出口讀數波動，譬如2026年以來標價效應拉動出口增速3.3個百分點。

最後要明白匯兌效應。人民幣升值會壓低企業匯兌收益，但整體影響相對有限。從匯兌損益維度來看，人民幣階段性升值會壓縮外貿企業匯兌收益，帶來賬面盈利承壓，但該衝擊整體影響程度有限，2015年以來，兩者存在較弱的負相關關係。主要原因在於企業可以通過遠期結售匯、外匯期權等多元化外匯套保工具對沖匯率波動風險，有效平抑了本幣升值帶來的匯兌衝擊。

（作者為申萬宏源首席經濟學家）



資料來源：iFinD、申萬宏源

## 樓市新周期 大行齊看好



廖偉強

### 樓市強心針

今年香港樓市表現明顯比過去兩三年更具活力，而最能反映市場氣氛轉變的，是外資大行與國際評級機構罕有地同時上調對本港樓市的預測。標普預期全年樓價升8%至10%，摩根士丹利更把預測調高至約12%，並指出樓市已踏入新一輪上升周期。高盛、花旗、滙豐、美銀及穆迪亦在近日發表偏向正面的報告，形成罕見的「一致看好」。

這種情況在過去幾年並不常見，反映香港樓市的復甦力度已重新吸引國際市場的注意。雖然市場上有人質疑大行唱好是否另有目的，但任何研究機構提出觀點，都難免有自身考量。真正值得關注的，是其論據是否合理，而非陰謀論式的揣測。

今年樓市的回暖，背後有多項因素共同推動。當中最受關注的，是內地買家在上半年明顯成為市場主力，其背後原因可從多個方面去理解。

首先就是匯率效應。人民幣兌港元今年走勢平穩，對部分內地買家而言，相當於以較優惠的價格購入香港物業，這種「折扣感」在資產配置需求持續的背景下，令香港房地產更具吸引力。

其次是香港物業的租金強勢。本

港住宅租金在2024年起屢創新高，而按揭利率在美國暫停加息後維持平穩，使租金回報率改善。對於追求長線收租的投資者而言，現時入市的優勢，比過去兩年都更明朗。

## 港樓穩健 吸引內地資金

再次是政策因素。2024年全面撤辣後，境外買家不再需要支付額外印花稅，入市成本大幅下降。這項改變對跨境買家尤其重要，令不少內地資金重新把香港視為穩健的投資市場。而輸入人才政策亦帶來新增需求。近兩年不少專才來港工作，當中不少來自內地一線城市，對香港物業制度透明、買賣流程清晰等特點相當認同。

此外，內地樓市持續調整，部分房企出現債務問題，令內地的投資者對內地物業信心下降。相比之下，香港樓市監管完善，新盤不存在爛尾風險，對追求穩健的資金而言更具吸引力。

事實上，內地買家已成為近年樓市的重要推動力，而其所帶來的市場熱度，亦令本地買家信心增強，購買力在市場逐步釋放，只要經濟與政策環境保持穩定，下半年樓市不但可以延續目前的活躍度，而且有望更上一層樓。筆者相信，外資大行預測的今年12%升幅，可能在今季完結時就提前達成。

（作者為利嘉閣地產總裁）