

◀提振消費除了推動經濟增長，還能緩解供強需弱的問題。圖為遊客在海南國際會展中心選購商品。 新華社

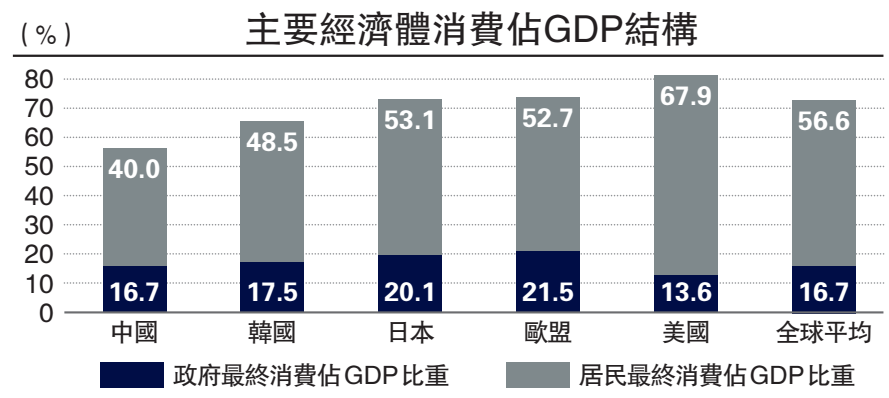
經濟觀察家 中國經濟從上世紀90年代至今，經歷了人口周期、房地產周期和人口遷徙周期，原先的推力也逐步變為阻力。這是任何一個社會發展過程都必然會遇到的周期律，需要及時和合理應對。

刺激內需仍有很大空間



經濟探針 李迅雷

如果把中國的GDP增速與人口撫養比的變化對應起來，會發現存在明顯的相關性，即撫養比高的時候，GDP增速就低，撫養比下降的時候，經濟增速就走高。2010年中國的撫養比降至歷史最低時，當年名義GDP增速達到18%，之後則一路下行。迄今15年過去了，中國撫養比大約上升9個百分點，到了45%左右。



在2008年後，經濟驅動力進一步從人口紅利驅動與全要素勞動生產率提升驅動，演變為資本驅動為主，表現為投資（資本形成）對GDP增速的貢獻不斷上升。2008年美國發生次貸危機後，企業和居民部門開始降槓桿。而中國則開始了加槓桿的進程。

如今，居民和民營企業部門已經開始降槓桿了。對居民部門而言，由於主要資產是房地產，隨着2021年房地產見頂回落，居民的資產在縮水，且這些資產多屬於可交易資產。2026年首10個月，住戶部門貸款減少1.46萬億元（人民幣，下同），其中短期貸款減少1.41萬億元，中長期貸款減少501億元。

今後，大城市的人口佔比會越來越高，且人口總體看是從北往南流，從西往東流。而中國總人口的減少將成為長期趨勢。在這一趨勢之下，以後不少地域可能會出現「銹帶」。相關的案例如中國很多村莊由於人口離開而消亡。如從1985年至2025年的40年裏，中國自然村數量減少約150萬個（如今剩餘約260萬個），行政村數量減少近50萬個（剩餘約60萬個）。

很多人會說，新的推力應該是高科技，或者人工智能（AI），這當然毋庸置疑。預期「十五五」末中國與AI相關增加值可以達到10萬億元以上，成為經濟增長的新動能。

但「科學技術是第一生產力」這句話放在任何階段都正確的，故並不能成為「新推力」，因為科技日新月異，過去是推力，今天和未來當然也都是推力。中國從50年前的農業大國，躍升為全球製造業第一大國，本身就是靠科技進步這一推力。但中國經濟增長的推動力中，消費的貢獻長期偏低，投資則長期偏高，出口在過去5年中貢獻率較大。

居民消費率低於全球平均

配圖顯示，中國政府消費率與全球平均水平接近，但居民消費率比重僅為40%，低於全球平均56.6%的水平，更低於美國67.9%的水平。**提振消費，不僅可以推動經濟增長，而且還能緩解供強需弱的問題，同時又能夠促進就業**。

促消費看似只要把消費率提升就可以了，但實際上涉及面非常廣。與國人傳統觀念、財稅體制、財政支出結構、國民收入再分配改革、行政管制等都緊密相關。這就是為什麼促消費口號喊了十多年，但消費率始終上不去的原因。

首先，促投資的風險遠高於促消費。國人的傳統觀念中，投資似乎總是褒義詞，消費偏貶義詞，過度消費被視為「敗家子」，過度投資呢？似乎是為了造福於子孫後代。資本市場最具常識性的警示語是「投資有風險」，難道實體投資就沒有風險？過度修路築橋造機場、大量新建開發區、以高科技的名義擴產能就沒有風險？

事實上，實體投資的風險遠超證券投資，因為證券投資是可交易資產，容易變現，可以鎖定或限制風險。而實體投資的資產存在變現難、增值難等問題，且一旦投錯就血本無歸。長期以來，中國投資（資本形成）佔GDP的比重大約維持在40%以上，是全球平均水平的兩倍，這一佔比是否合理且不評論，但消費佔比低於全球水平則是不爭的事實。

其次，推進收入再分配改革，縮小收入差距是促消費的重要一環。如在中國稅收結構中，個稅佔總稅收的比重不合理，長期維持在7%至8%的水平，與歐美、日本等西方國家相比，明顯偏低，如美國為40%左右，英國為27%左右，日本和法國均為19%左右。

不能對高收入群體進行有效徵稅，不利於實現共同富裕的目標，而消費的主力群體是中低收入群體。今年以來，個稅徵收的力度明顯加大，1至10月份個稅規模已超過去年全年，如果能以今年為基數，把今後幾年個稅的增收部分用於發消費券，則對拉動消費有立竿見影的作用。

改善居民收入 促進「敢消費」

再次，推動國民收入再分配改革是增加消費主力人群收入，讓消費在經濟發展中真正起到定海神針的作用。房產稅、遺產稅和資本利得稅是促進財稅改革和收入再分配改革的基本要素，當然不能急於求成。但現有的中央向地方的轉移支付制度有很大的優化空間，即從過去的完全向行政系統轉移，到部分向居民部門轉移。

最後，打破固有的思維定勢才是促消費的關鍵。回顧過去約定俗成的政策，似乎都帶有「綁定」成分，如「出口退稅」，退稅綁定了出口；「減稅降費」的前提是先要納稅繳費；「抵押貸款」的前提是要有抵押品；「以舊換新」的條件是買了商品才給消費補貼。一旦綁定，受益群體就受限了，政策目標的實現率就會降低。例如今年首10個月「以舊換新」品類的消費額出現顯著下跌，顯示「以舊換新」的邊際效應遞減，其中10月份同比降幅已經達到11.4%。

不少人反對發消費券，認為只是一次性的，不能解決居民消費疲弱問題。但相比「以舊換新」，它應該更好，因為「以舊換新」的受益群體佔總人口比重不足20%，而消費券的受益群體主要是廣大中低收入者。而且，消費券的乘數效應至少兩倍以上，假設2027年人均發放500元消費券，則可以讓社會零售增速多增加2至3個百分點。即便不發消費券，也應該通過提高社會保障水平、增加城鄉居民基本養老金每月發放比例等增加居民可支配收入方式，讓老百姓想消費、敢消費、能消費。

通過觀察服務消費比重較高的幾個國家，它們的共同特徵是恩格爾系數比較低，也就是用於購買食品的費用在可支配收入中的佔比較低。中國恩格爾系數偏高，儘管已經從2000年的42.2%降至2025年的29.3%，可以通過增加居民可支配收入，把恩格爾系數降下來，將有利於促進服務消費。

服務業消費增長拉動就業

而服務消費增長是帶動就業的最佳途徑：製造業越發達，會減少就業；服務業越發達，會增加就業。如美國服務業吸納的人數佔總就業人口的84%左右，德國和日本也分別為70%左右。中國從2013年以後製造業的就業總人口就下降，那些製造業很發達的城市，人口淨流入數量就遠不如服務業發達的城市。

中國是一個投資大國和製造業大國，美國是一個消費大國和科技大國。每個國家的特色都是長期形成的，都與自己的體制和文化緊緊鑲嵌在一起了，故要彼此互換角色並非易事。但當原先的推力已經變成阻力，而經濟唯有循環暢通才有資格推進轉型。因此，需要改變我們的消費觀和投資觀。

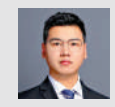
把不是非投不可的錢省下來用於消費，如城市更新的錢是否可以省一點？比較世界各國城市，發現中國的城市更新頻率太高，城市更需要效率而非美顏；又如上海在9年前就以地方立法形式明確把崇明建設成為世界級生態島，說白了就是暫時不開發。其實，全國處處大開發的模式是值得商榷的，因為到2100年中國可能就剩下5億左右人口。過度開發其實就是極大的浪費。

投資從短期看它能拉動內需，但從中期看卻會增加供給，過多的供給會導致產能過剩和庫存積壓；從長期看又會導致債務負擔加重乃至金融風險的爆發。回顧過去20年，中國曾經出現過的風險事件似乎都與過度投資、盲目投資、重複建設等有關；似乎沒有一項風險事件與促消費有關。

因此，在供強需弱揮之不去，地方債、中小金融機構風險猶存，房地產投資負增長率超過20%的今天，把消費，尤其是服務消費作為可長期持續的推力，邏輯自洽。

（作者為中泰證券首席經濟學家）

美股已進入下行周期



金融觀察 武朔

依託人工智能（AI）主線敘事，美股科技資產成為近年來全球市場定價的重要變量；而隨着近期美股調整，海外資產波動也同步加大。近期美股三大指數相繼跌破年線，這也是2025年以來美股第三次跌破年線，而前兩輪破位主要由關稅、地緣衝突等外生衝擊驅動；與之相比，本輪下跌節奏顯著更快，衝擊背後的複雜性也明顯高於前兩輪。

回顧歷史可以發現：跌破年線後，往往難以快速止跌。由於年線作為中長期重要支撐，一旦失守便轉化為壓力位，指數失去這一關鍵支撐錨，美股波動放大、下探空間打開。同類型下的破位影響有所不同：

1）由外生事件或短期政策擾動引發的年線破位，後續調整影響相對有限，破位後一年內進一步跌幅的中位值最低（–3.1%）。核心原因在於這類衝擊多屬於臨時性擾動，經濟基本面和企業盈利趨勢並未發生根本性破壞，政策端可及時對沖、托底市場。近年來比較典型的案例在於2025年的對等關稅、2026年的伊朗衝突，美股修復的速度都偏快。

2）貨幣緊縮與流動性衝擊驅動的破位行情，調整幅度和持續時間明顯拉長。破位後一年內跌幅中位數分別為–8.1%和–14.2%，根源在於融資成本上行會持續壓制估值、抬升企業付息壓力，盈利預期隨之被動下修，修復需要等待貨幣政策轉向、流動性環境改善。

3）由資產泡沫破裂觸發的破位，下行空間最大、調整周期也最為漫長，破位後一年內跌幅中位在–50.2%。本質是前期估值已經嚴重脫離盈利基本面，行情高度依賴情緒與資金自循環，泡沫出清過程中往往伴隨盈利預期的持續重估，修復難度顯著更高。

但也要看到，破位後的下行並非沒有邊界，行情不會持續單邊下探。雖然短期美股面臨調整的壓力，3個月內創新高的勝率較低；但在並非泡沫化的基準情景之下，多數調整周期在6至12個月內，指數有望再度創出新高，整體衝擊大多處於市場可消化、可控的範圍之內。

從調整的時長來看，全部樣本中，納指跌破年線後重新站穩年線的時間中位數約為2個月（64日），重返前期高點的時間中位數約為5個月（146日）。其中，外生事件與政策擾動、技術性調整驅動的調整修復節奏最快；其次為利率上行、貨幣緊縮以及流動性衝擊類行情；而泡沫破裂引發的調整出清周期顯著拉長，往往需要數年時間才能重返前期高點。



▲美股三大指數近期大幅波動，並相繼跌破年線。 路透社

回到本輪，美股破位的影響因素更為複雜，並不是單一因素擾動的結果：利率上，通脹的擴散引發美聯儲擔憂，聯儲局理事沃勒一度表態加息0.5厘，市場對加息的激進定價明顯升溫；流動性上，Anthropic上市帶來存量資金分流，科技板塊資金面承壓；政策預期上，中期選舉後的「藍色狂潮」，推升市場對AI監管趨嚴、數據中心擴張受限、財政及稅收政策調整的擔憂；敘事上，此前支撐科技板塊的AI資本開支主線開始迎來重定價，市場質疑高投入模式的現金流承載力與回報兌現節奏，而本輪美股財報也未能給出有力的驗證；地緣上，油價雖較前高邊際回落，但中東局勢持續僵持。

多重矛盾集中共振，使得本輪美股調整的節奏與下跌幅度相對劇烈。但是下跌速度快、短期跌幅大，並不代表本輪調整已經出清或見底；後續行情能否企穩，核心仍在於是否出現能夠扭轉短期風險偏好的關鍵信號。

重點關注聯儲下月議息

我們認為美股想要企穩，當前最核心的觀察線索有以下幾條：

一是美聯儲能否釋放相對鴿派的信號。貨幣政策從來不是無代價的選擇，在美聯儲持續放鷹的同時，金融條件的負反饋也在倒逼美聯儲權衡妥協。從美國金融條件指數來看，當前金融條件雖有所收緊，但整體水平在歷史區間中並不極端，這背後是前期股市持續上漲帶來的寬鬆貢獻；而一旦股市進一步回撤，財富效應收縮、金融條件持續收緊，將促使美聯儲重新評估激進鷹派路徑的可持續性。後續政策態度能否出現轉向，大概率要等12月議息會議後的政策指引。

二是中東地緣衝突能否緩和，使得油價趨勢性回落。當前中東局勢持續僵持、油價高位運行，仍是美聯儲維持鷹派立場的重要外部約束；若談判能打破當前僵持態勢，將為美聯儲後續政策轉向騰出空間。

三是AI敘事能否迎來需求端新催化，如新模型落地、應用場景擴容或是盈利兌現。當前市場對AI主線的疑慮，本質是高資本開支模式下投入產出效率的擔憂，單純依靠資本開支擴張已經難以持續推升估值，市場需要看到需求端自循環的證據。短期來看，能夠扭轉預期的強驗證信號，大概率要等到明年第一季集中披露季才會逐步明朗。

綜上，在上述企穩信號落地之前，短期對美股維持謹慎判斷，建議控制倉位、做好波動管理。

（作者為國聯民生宏觀分析師）

港富裕人口增長 樓市添底氣



樓市新態 廖偉強

港股近期反覆向下，不少投資者的資產組合難免受到影響。回顧過去幾個月，市場受困於多項外圍不利因素，但有一點值得留意，就是無論股市如何波動，本港一手樓市始終相當活躍。多個焦點新盤銷情理想，大手買家持續掃貨，反映市場上的資金並沒有消失，只是在不同資產類別之間重新配置。

若要理解香港樓市為何能夠保持韌性，其實可從近期一項調查報告找到答案。花旗最近的報告指出，全港千萬富翁人口已達41.2萬人，即平均每13名港人便有1位千萬富翁。更值得留意的是，這批高資產人士的資產淨值中位數高達2000萬元，而物業資產佔比更超過一半。這組數據反映了一個事實，就是香港社會累積的財富遠比想像中龐大，而房地產仍是富裕人士最重要的資產基石。

過去十多年來，環球資金習慣追逐科技股、新經濟概念及高增長投資產品，但經歷近年地緣局勢多變，以及金融市場大幅波動後，愈來愈多人重新關注資產保值及現金流回報，本港私人住宅所帶來的租金收入就顯得更加穩定。

本港住宅物業同時具備保值及收息功能。差餉物業估價署數據顯示，住宅租金指數已連續11個月錄得升幅，並再創歷史新高。今年首9個月租金指數累積升幅近6%，反映租務需求持續強勁。當然，租務市場持續向好，與近年的人口政策密不可分。高才通、優才計劃及輸入專才政策持續吸納人才來港，加上近年「留學香港」品牌愈見成功，均為本港住宅市場帶來源源不絕的需求。

專才與學生帶旺租住需求

最新QS亞洲大學排名中，香港院校佔亞洲十大院校五席，香港大學更位列亞洲第一，進一步鞏固香港作為亞洲教育中心的地位。可以預計，未來數年來港升學及工作的新增人口仍會持續增加，並繼續推動租務需求。

至於宏觀經濟環境，亦進一步支持本港樓市發展。本港第三季度經濟增長達5.2%，屬近年較理想水平；而首三季整體經濟增長達5.1%，為5年來同期最快。出口、零售及本地消費同步改善，反映經濟基本面穩健。當經濟保持增長、租金持續向上，而市場資金又十分充裕的時候，樓市自然具備穩定發展基礎。

現時市場最被人低估的，不是樓價的韌力，反而是本港富人的資金動力。當全港有超過40萬名千萬富翁，加上仍然強大的內地客源，都成為港樓背後的實力所在。

（作者為利嘉閣地產總裁）

責任編輯：陳少文