

赵建：阵痛加剧

2025-09-03 12:35 · 首席经济学家论坛

赵建系西京研究院院长、中国首席经济学家论坛成员

前言

当前经济分化加剧，房地产调整导致多数人财富缩水，需求不足。少数人通过金融、AI等领域暴富。股市政策红利下部分人获益，但普通人面临失业、收入下降。地方政府财政压力大，中小企业生存艰难。老龄化加剧消费结构变化，年轻人就业难、消费降级。经济转型阵痛显著，需适应新常态。

正文

当前的经济处于一个极致分化、极致割裂的状态。大部分人因为房地产的深度调整，财富和收入都出现了不同程度的缩水，导致持续的需求不足和物价走低，社会阵痛加剧。房地产高歌猛进的时候，很多人特别是年轻人都盼着泡沫破灭，能够买得起房。但是当今天房地产真的大幅下跌的时候，很多年轻人连工作都找不到了，房价再低也没啥意义。安家乐业，两者是相辅相成的。

极致分化体现在，90%的普通人收入和财富受到负面冲击，极少数特殊行业和圈子里的“聪明人”却赚得盆满钵满。比如搞加密资产的，搞全球资产配置，搞AI和新消费的，搞股票投资的，搞并购和市值管理的，搞量化投资和ETF套利等金融工程的等等，财富都是几倍的增加。去年924到108之间A股和港股暴涨暴跌的时间段，有几个搞ETF套利和股票期权的年轻人，

刚毕业没几年，几天赚了五六千万。这样的事情虽然是极少的个例，但是最近几年这样“一夜暴富”的案例出现的频率明显增加。乱世出英雄，大变局的时代，普通人被甩在了时代的后面，但是头脑聪明，具有前瞻和全球视野，拥有特殊资源、特殊机会、特殊技能的人反而赚得更多了。可以说，大变局的时代，是认知差、资源差、圈层差拉开命运差距的时代。

不说别的，就说这次牛市，很多人也是赚得盆满钵满。我自去年 924 以来，写了十几篇报告从中国资产重估的视角论述中国股市“这次不一样”的基本逻辑。概括的一个意思是，在实体经济全面调整的阶段，政策端会通过资本市场放水“发红包”（参阅《赵建：》）以恢复信心、刺激需求。今年 7 月“配置牛”启动前夕，我连写三篇《》，总共近六万字来论述中国股市具有战略级配置价值，新一轮中国资产大重估会到来。事实上，从 7 月下旬开始，上证综指连续突破 3500、3600、3700、3800，一度兵临 3900，市值突破 100 万亿，指数和交易量创十年新高。一年来布局权益的资产组合，近一年来的股票投资收入应该会比工资收入还要高，有些人还弥补了房地产下跌带来的损失。

但是对于绝大部分普通人，日子是更难过的。客观来说，中国经济社会进入前所未有的深度转型期，必定伴随着前所未有的转型阵痛。当大投资、大举债、大建设的时代落幕，我们该以什么样的姿势告别这一世的繁华和喧嚣，去迎接接下来的萧索和严寒呢？有些人可以体面的告别，最体面的是体制内圆满退休领

“万元+”养老金的中老年人，他们几乎吃尽了中国改革开放、高速发展的所有红利，经历了中国工业化、全球化与城市化最高光时刻。今天是他们兑现中国国运的时间。他们是中国深度转型的受益者，因为物价走低，固定的养老金购买力增加。

更多的人承担了转型的阵痛。受房价下跌而财产大幅缩水，债务难以承受其重的，自以为步入中产阶层和“新市民”的中年人。只要买了房产，而且是加杠杆买了房产，就很难轻易与过去说再见，就不得不承受深度转型的时代之痛。还有苦读十年寒窗的年轻大学生，当初心怀梦想步入大学校园，但是当毕业的时候竟然发现偌大的世界没有容身之处。失业对一个人的打击不仅是财务收入层面的，还有精神上的打击，人力资本的折损。一个年轻人，如果三年还没有办法进入职场，很容易会陷入自我怀疑，以至于最后彻底失去信心而躺平。日本“失去的二十年”，这样的例子比比皆是。

长期高度依赖土地财政和债务的地方政府，也是转型阵痛的承受者。今天的真实卖地收入，恐怕不到当年收入最高峰的三分之一，有些地区甚至不到零头。另一块收入，是融资性现金流，也就是显现和隐性的地方债务，在中央一揽子化债方案的大棋局下，也基本处于暂停状态，七成的融资只是为了借新还旧、还本付息，无法再作为促进区域经济发展的基金。这样的财政收入悬崖，加上刚性的财政支出，导致巨大的地方赤字。好在，地方银行可以暂时通过信贷支持“救急”，勉强维系“三保”，维持基本

的地方公共服务。地方财政赤字的恶化，迫使一些地方政府出现了“涸泽而渔”的极端行为，损坏了营商环境，打压了民营企业的信心，加剧了社会紧张。

告别“年轻中国”也是一个阵痛加剧的过程。体制内的退休金替代率高达**80%**，是可以满足老有所养的体面生活，但是企业的退休金替代率大约只有**30%**。加速的老龄化，一年近千万人退休，相当于一千万人的工资降低了六成（养老金平均替代率**40%**）。有些企业的养老金更低，很容易陷入退休返贫、老年贫困。从领正常薪酬到领养老金，人们平均收入大幅下降，总消费肯定会受到影响。另外，老年人因为年龄、身体、心理、习惯、预期等因素，基本上不再热衷于不动产和耐用品的大件、大额商品消费，更多的转向康养、旅游、医护、文化、健身等服务性消费，这些银发经济领域的消费大幅改变了消费结构，降低了消费总量。

如果说每年新增的一千万退休人员“未富先老”，那么每年新增的一千万新毕业大学生如果不能很快的就业，精气神遭到打击，很容易陷入“未老先衰”的状态。由于房地产转型和高端服务业机会及薪资受限等原因，年轻人的高薪就业机会在大幅减少，本该充满信心，担当房产、汽车、家电等大额、大件消费主力军的年轻人，现在消费起来也开始节衣缩食，加剧了需求不足的问题。在名义变量持续收缩，就业机会持续减少，预期收入难以提振的情况下，年轻人的消费心理、行为和习惯也发生了很大的变

化，他们不再热衷于“重消费”，而是想方设法缩减预算来“轻消费”。如果这种极简消费的行为积累为习惯，沉淀为文化，那么后面改变起来也会越来越难。

最容易遭到通缩打击的中小企业和个体户是转型阵痛的主要承受者。中小企业和个体户由于吸收了大量体制外、社会底层群体的就业，是整个社会系统的稳定器和压舱石。但是中小企业和个体户特别容易受经济周期的影响：当经济上行，经济景气好转的传导就像涟漪一样，最终会扩散到处于供应链、产业链、价值链末端的中小企业，经济呈现普遍的繁荣，普通和低收入人群也会得到实惠。但是当经济下行，名义变量不断收缩的时候，寒冬效应也最先从外围开始，因此最先受到影响的也是中小企业。中小企业和个体户第一没有资源和技术优势，轰轰烈烈的 AI 革命和资本市场大牛市几乎跟他们没什么关系，而且很多业务还被替代了；第二没有规模和信用优势，贷款难、贷款贵的问题加剧了；第三业务单一且现金流脆弱，经不起一点时代的浪花。最近三年，我看到的中小企业倒闭，各种个人工作室关闭，中小企业家负债累累的例子比比皆是。如果这样的深度调整持续下去，名义变量收缩的问题还得不到改善，中小企业和个体户生存困境会进一步加剧。

当然，我也接触过几个中小企业，充分利用“船小好掉头”的优势，根据形势进行业务转型，最终存活了下来，有些还能逆势取得了较好的发展。

总之，这是一个总量上“阵痛加剧”，结构上“极致分化”的时期。无论情不情愿，无论告别多么漫长，都不得面向未来。没有人反抗得了周期的宿命和时间的裁决。如果是当初阅尽了繁华和辉煌，今天就应该承受得了阵痛和落寞。告别房地产，是一个国家经济走向成熟的成人礼。房子终归要建完，债务终究要偿还，曾经作为人口红利的年轻劳动力也终归会老去。我们告别了青年中国、乡土中国、轰轰烈烈搞建设的中国，需要淡然的面对一个成年中国、城市中国、精益求精搞运营的中国。在这个过程中，如何不被时代抛在后面，不仅需要提高认知，更多的还是需要勇气。

史秉直 据 《今日头条》