

居民舉債影響支出 消費降級值得警惕



▲過去數年的全國分區域各類消費支出增速，普遍表現為衣食住行類等放緩



超限觀點

2018年經濟數據中，最引發關注的莫過於消費增速的下滑，因為消費向來是中國經濟的穩定器，但各項指標都顯示今年的消費增速出現了顯著的回落。

海通證券首席宏觀分析師 姜超

國家統計局每個月會公布社會消費品零售總額，今年前六個月的社會消費品零售總額同比增速為9.4%，為2004年以來的最低值。而在扣除物價上漲之後，前六個月的社會消費品零售總額實際增速為7.7%，創下1995年以來的新低。

居民收入增速下滑

有人可能會說社會消費品零售增速不是還有9%以上的增長嗎？比以前低一點，但也還不錯啊。但社會消費品零售總額數據有個問題，在歷史上表現不太準，比如說2008年全球金融危機的時候社會消費品零售增速全年都穩定在20%左右。原因或許在於這個數據並非是真實的統計數據，其中涉及大量的小商小販都是估計數據。

相比之下，在2008年表現的比較靠譜的是限額以上商品零售，專指銷售額在500萬元（人民幣，下同）以上的商戶。2018年上半年限額以上零售增速為7.6%，創下1999年以來的新低，遠低於9.4%的社會消費品零售總額增速。

此外，中華全國商業信息中心的數據顯示，6、7兩個月的全國50家重點大型零售企業銷售額增速均出現負增長，雖然背後有網上零售高增的擠出效應，但是作為零售企業的龍頭，其銷售額出現普遍負增長也不多見。

導致消費增速下滑的一個重要原因或在於經濟下行、居民收入增速下滑。今年上半年，全國居民人均可支配收入增速為8.7%，這是2001年以後的次低增速，僅高於2016年8.4%的收入增速。其中城鎮居民可支配收入名義增速為7.9%，同樣是2001年以後的次低水平，和2016年7.8%的歷史最低增速基本相當。

但是統計上的收入往往和居民的真實收入感受不一樣，另一個反映真實收入的指標是最低工資。北京、上海、深圳三個一線城市擁有歷史最長的最低工資數據序列，在2018年的最低工資水平調整中，這三個城市的最低工資分別調增了6%、5.2%和3.3%，平均增幅僅為4.8%，創下2009年以來的最低增幅，而且是過去二十年當中的次低水平，僅高於金融危機時期2009年的零增速。

在經濟學上，由於收入下滑導致的消費下降通常被稱之為「收入效應」。

口紅效應逐步顯現

然而，收入下滑並不意味著所有的消費都會下滑，從2018年6月份的零售數據來看，一方面汽車銷售增速轉負且創下多年新低，另一方面食品、服裝和日用品消費增速卻回到了近兩年的高位水

平。

通常，我們把汽車、傢具、家電等耐用消費品稱為可選消費，而把食品、服裝、日用品等非耐用消費品稱為必需消費。在這一輪消費下行的過程中，兩類消費的表現迥異，一面是可選消費增速的大幅下滑，2018年6月份的可選消費品增速為負0.3%，創下2002年以來的十七年新低；另一面卻是必需消費增速的大幅上升，2018年6月必需消費品增速為11.9%，創下2014年以來的五年新高。

在經濟學上，這一現象背後涉及到的原理是「替代效應」。在收入下滑時，由於「收入效應」，居民會減少消費，但是當人們放棄買房、買車等相對比較昂貴的消費時，手中的閒錢反而會增加，於是居民會把這些錢用於消費相對廉價的必需消費品，從而替代那些相對昂對的可選消費品。

有一個專有名詞「口紅效應」刻畫的也是類似的現象。在美國，口紅是一個相對比較廉價的消費品，每當經濟不景氣的時候，口紅的銷量反而會大幅上升。因為哪怕經濟不景氣，消費者依然擁有強烈的消費欲望，因此低價的消費品反而可能會受益於經濟下滑。

另一個類似的說法叫做「消費降級」。過去在收入增速上升的時代，人人都在追求「消費升級」，要拚命買房買車。而現在由於收入增速下滑，低價的消費品迎來的黃金時代，比如引發爭議的拼多多，而榨菜、醬油、麵包這些看似不起眼的低價消費品今年在低迷的A股市場表現非常搶眼。

去槓桿與財富縮水

而耐用消費品銷售的下滑除了「收入效應」之外，還有一個重要的影響是「財富效應」。過去兩年，消費增速表現較好的一個重要背景是全國房價上漲，從而帶來居民財富的大幅增加，進而促進了消費的增長。但今年以來，統計局數據顯示一線城市房價已經開始下降，二、三線城市房價漲幅回落，而股市也是持續下跌，加上匯率的貶值，均意味著居民的財富出現了明顯的縮水。

而財富效應的背後，對應的是居民舉債行為的變化，從加槓桿轉向去槓桿。從2015年開始，隨著大幅降息、降低首付比例，以及棚改貨幣化安置等政策，中國居民開始了一場轟轟烈烈的舉債加槓桿運動。2014年末，居民部門總負債僅為25.7萬億元，到2017年末激增至45萬億元，三年內激增了75%。過去三年，居民貸款年增速高達20%，遠高於同期企業貸款11%的年增速。

居民大幅舉債主要投向房地產市場，帶來了地產銷量的年年新高，以及房價的大幅上漲，但是其隱患就是居民債務率的持續上升。2014年末，中國居民部門負債僅相當於國內生產總值（GDP）的40%，到2017年末就激增至55%。

2017年以來，由於房貸利率上升、地產調控加強，居民舉債行為開始遭遇巨大的挑戰。從新增居民貸款來看，2017年5月份以後居民部門長期貸款同比開始持續下降，而2017年11月以後居民部門總貸款同比也開始下降。從居民貸款增速看，已經從2017年4月份最高的24.7%降至2018年6月份的18.8%，即便最堅挺的居民短期貸款增速也在2018年2月份見頂之後迅速下降。

而從最重要的居民債務率指標來看，2018年6月份居民負債/GDP為56.2%，僅比去年末上升1.8%，也出現見頂的跡象。

消費偏好開始轉向

展望未來，筆者認為靠房、車驅動的數量型消費已經走到了盡頭，未來中國消費的希望在於兩大方向：

首先，是從數量消費轉向質量消費。在過去，由於人多，因此中國消費的主要故事是需要更多的消費，所以大家需要買更多的房子、車子、傢具、家電等等。未來的年輕人數量變少了，大家不需要更多的消費品，但是收入依然是在每年增長，所以還是需要更好的消費品，消費升級必然是未來經濟發展的主旋律，而消費升級的第一個內涵就是從數量消費轉向品質消費。

比如說電視機，最早大家看的是黑白電視、後來是彩色電視，之後是離子、液晶顯示屏的電視機，而現在則是互聯網電視，因為好多優秀的節目只能在網上看。手機的發展也是類似，最早人類發明了有線電話，之後到了無線電話是一個巨大的進步，而無線電話最早用的是摩托羅拉的大磚頭，到後來手機越來越小，從只能打電話發短信的功能機，到可以隨便上網的智能手機。

所以，在經過了數量消費的時代，質量將會成為消費的重要驅動力，而要提高產品質量，必須要靠不停地創新，要靠企業加大研發投入。美國的蘋果公司能成為全球首家市值突破1萬億美元的公司，在於其蘋果手機開創了智能手機時代，而蘋果公司2018財年的研發費用預計將高達140億美元。

中國的華為剛剛成為全球智能手機銷量的第二名，也在於其一年的研發費用高達1000億人民幣。

離婚對按揭有影響嗎（下）

中原按揭董事總經理 王美鳳



談樓說按

上期提及若夫婦離婚，男方決定將自己擁有的業權無條件轉贈女方，女方如將物業轉讓，新買方亦會礙於送契問題難於承造按揭，故此女方成功轉讓物業的難度較大。事實上，以往亦曾有一些個案指其中一方在離婚前後故意逐步將資產轉移至另一方，然後申請破產，目的是逃避還債責任，結果相關物業遭釘契，故此銀行對此類存在風險的資產轉移是充滿警覺性的。

另一個出現的情況是，夫婦二人未能在財產及物業分配的問題上達成和解方案，於是將事件訴諸法庭，結果法院判決其中一方擁有物業的全部業權，需注意銀行之間對於此情況之承接取態並不相同。雖然以上情況並非正常市價下之業權轉讓，但由於是法庭裁決，不涉及送贈，部分銀行可接受承接單位，例如是業主更新按揭權益、轉按又

或出售單位後之新買方申請按揭，但當中銀行需最終確定不涉及潛在問題如離婚裁決上訴或未完結的業權糾紛等，方可接受承接。然而，亦有部分銀行取態較保守，為免牽涉任何可能性的風險，對於此類並非以市價交易的業權轉讓，一律需經過五年或長達八年時間方可接納按揭申請。

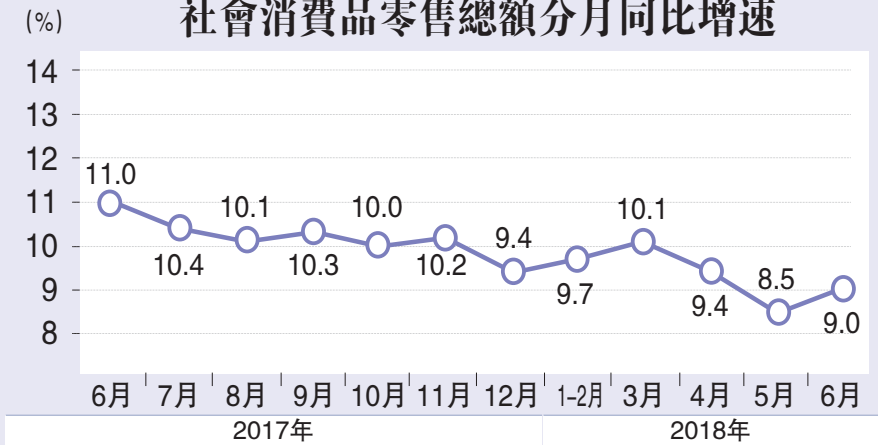
「長命契」物業的夫婦若決定離婚，第三種情況可能是，雙方協定將物業出售後再分配所得之金額，又或其中一方以市價購入另一方的業權，並如常繳納印花稅，由於不涉及送贈或刻意資產轉移，並屬合理市價交易，銀行一般願意承接；但當然，買入業權的一方同樣需要證明有足夠還款能力，方可獲批按揭。

按揭貸款以物業作抵押，若供款人無法還款，銀行便需變賣物業抵償欠債，故此，準確評估物業價值、轉讓能力及業權轉讓風險是無可厚非。夫婦雙方萬一走上離婚之路，可先諮詢律師或銀行之意見，以便掌握更準確的資料，方便從多方面考慮如何處置資產分配。



▲夫婦雙方萬一走上離婚之路，可先諮詢律師或銀行之意見，掌握更準確的資料，方便從多方面考慮如何處置資產分配

社會消費品零售總額分月同比增速



其次，是從物質消費轉向服務消費。一方面，隨着人口的年齡化，老年人需要的不是更多的汽車和房子，而是更多的醫療和養老服務。另一方面，在物質需求基本滿足以後，居民的需求會轉向更高層次的服務性需求，因此教育、醫療、文化、娛樂等服務需求將會持續上升。

筆者觀察過去幾年的全國分區域各類消費支出增速，普遍表現為衣食住行類等放緩，以及醫療保健和文教娛樂類支出的加快。而在一二線城市居高不下的房價，其實很大一部分與房子本身無關，而在於大家給一二線城市的教育、醫療等資源賦予了極高的價格，而這些資源又和房子密切相關。

抑房價減稅負鼓勵創新

總結來說，由於過去幾年舉債過度，導致今年以來居民舉債增速下滑，財富效應縮水疊加收入增速下滑，使得當前中國居民的消費增長承壓，尤其是以房、車為代表的可選消費，而食品、服裝等必需消費反而在「口紅效應」下有所上升。

而展望未來，由於人口紅利的結束和城市化步入尾聲，因此房、車等消費的下行是長期趨勢，未來要想促進消費的穩定增長，只能從以下幾個方面入手：

改善人口結構。人口紅利的消失源頭在於計劃生育政策，因此應該改變生育政策，但是目前全面二孩的政策已經推出，而中國的生育率沒有明顯改善，所以不妨全面取消對生育的管制，甚至可以考慮鼓勵乃至獎勵居民多生育。

抑制房價泡沫。影響生育率的因素有很多方面，但一個重要的原因就是高房價，高房價大幅提高了城市的生活成本，降低了居民生育率。而高房價除了抑制生育之外，對居民的所有其他消費都有擠出效應。因此，為了未來中國經濟長期的健康發展，必須堅決貫徹政治局會議提出來的「遏制房價上漲」。

減輕稅費負擔。影響居民消費能力的另一重要原因是稅費負擔。2017年中國的稅收佔GDP比重雖然只有17.5%，但如果加上土地轉讓收入等以後，中國的廣義稅負已經接近GDP的30%。因此，要想讓居民有能力消費，必須真心實意減稅降費。

今年預計要上調個稅起徵點，但實際上減個稅對促進消費的意義有限，因為中國的個稅佔比不大，交個稅的居民佔比很低。我們應該考慮大幅降低增值稅等流轉稅，因為居民購物的時候其實是間接支付了增值稅，同時應該設法大幅降低土地轉讓收入。

鼓勵研發創新。要滿足居民對產品質量的追求，就要鼓勵企業多投入研發，搞好創新。而如果我們做好了上述兩方面，抑制了房價泡沫，其實就會減少企業部門舉債投機的短期行為，而如果能夠減輕稅負，就能夠提高企業的利潤率，增加其研發創新能力。

因此，客觀來說，2018年出現的「消費降級」值得警惕，這其實是過去幾年鼓勵居民舉債的必然結果，而未來要想促進居民消費升級，需要做的其實就是抑制房價泡沫、減輕稅費負擔，這樣才能鼓勵企業創新、增加居民消費，促進中國經濟的長期健康發展。