

居民消費「生命力」強 把握商機 推動升級



▲中國經濟向高質量發展，居民消費不斷升級，企業和投資者應把握當中帶來的重大機會



根本清源

古典經濟學家斯密指出，消費是所有生產的唯一終點和目的。人類生產力的不斷提高就是為了滿足人類消費需要的不斷升級，從而改善人類的生存和生活狀態。人的慾望是無窮的，正是這無窮的慾望推動着社會和科技的不斷進步，最終的表現為人類的消費不斷升級。

北京大學滙豐商學院EDP教授 任壽根

消費增加以及佔GDP的比重主要反映消費在經濟增長中的作用，正如哈佛大學經濟學教授曼昆指出，消費的波動是繁榮和衰退的關鍵因素。而消費升級在消費規模及其能力的基礎上，反映一國居民消費內容的結構問題。這兩者是密切相關的。沒有一定的消費規模作為基礎，談不上消費升級問題。

從消費決定的經濟學理論看，可以將現代經濟學關於消費規模決定的理論分為兩類。一類是心理決定論，另一類是非心理決定論。心理決定論主要包括凱恩斯的絕對收入假說、杜森貝里的相對收入假說、霍爾的隨機遊走假說和萊布森的即時滿足吸引力理論等。非心理決定論主要包括庫茲涅茨消費之謎發現、費里德曼的持久收入假說、費雪的跨期選擇理論、莫迪利安尼的生命周期假說等。

凱恩斯的絕對收入假說認為，從居民的基本心理規則出發，居民消費多少，取決於其現時的收入，現時收入多，居民的收入也會增多，但其邊際消費傾向和平均消費傾向都存在遞減的情況。杜森貝里的相對收入假說認為，消費多少，不僅取決於其現期收入，還會受到過去收入和過去消費多少的影響，會維持慣性的消費水平，同時居民消費之間存在示範與模仿關係從而影響消費水平，邊際消費傾向不一定遞減，長期消費傾向比短期高。

在中國，杜森貝里的相對收入假說能較好地解釋居民的消費行為，如住房消費行為、手機消費行為等等，居民間消費示範與模仿關係十分密切，加上慣性消費的作用，這些是決定消費的主要因素。霍爾的隨機遊走假說認為，由於理性預期的存在，消費者對其一生的收入進行預期，然後決定消費多少，而收入的意外變動會引起消費的意外變動，所以消費的變動是不可預測的。萊布森的即時滿足吸引力理論認為，消費者在

進行消費時常常處於非理性當中，消費者面臨短期是否花錢消費時，考慮的是滿足當下的慾望而進行消費，但面臨一定時期之後的消費決策時，往往理性一些，更有耐心一些，會推遲消費。

庫茲涅茨消費之謎發現是指從短期看平均消費傾向隨着收入增加而下降，但從長期看，消費和收入之間存在穩定關係，即長期平均消費傾向具有穩定的特徵。費里德曼的持久收入假說將居民收入劃分為永久收入和暫時收入，消費主要由永久收入決定，永久收入高的居民有更高的消費，暫時收入增加並不會推高消費，而且，從長期看，居民平均消費傾向是不變的，這點與庫茲涅茨搜集的數據是一致的。

費雪的跨期選擇理論指出，居民在進行消費決策時，是以其預期其一輩子所能賺到錢的總量為基礎的。這個明顯與事實不符。實際上，很少居民在消費時會考慮一生的收入狀況，尤其是在中國，中國正在處於一個不斷發展的階段，未來的財富機會多，居民很難預期其一生的大致收入，而且，即使能大致預期到，也不會據此進行消費決策，他們更多的還是考慮凱恩斯的現時收入狀況和杜森貝里所說的相對收入以及示範和模仿的關係。融資性提前消費也很少基於一生收入，而是基於未來獲得的屬於自己的現金流。

股市穩升有助消費升級

當然，費雪將消費劃分為第一期消費和第二期消費，並進而指出在平衡兩個時期消費選擇時，消費者往往選擇處在最高無差異曲線的預算線的那點，即在這點，消費兩期組合是最佳的，而且，當居民收入增加時，居民的兩期消費組合會移動到更高的無差異曲線上，即居民兩期的消費總量都會增加。費雪的這個觀點與事實是相符的。莫迪利安尼的生命周期假說認為，消費取決於居民

整個生命周期的收入和財富，從短期看，高收入導致低平均消費傾向，但從長期看，財富增加會沖抵平均消費傾向遞減，最終使平均消費傾向保持穩定。莫迪利安尼的生命周期假說的特點是發現財富也會影響消費，但未區分財富的構成情況，往往容易變現的財富比不易變現的財富對消費的作用更大，比如居民股票財富大幅增值一般比房地產增值帶來的消費量更大。由此，**中國未來應更多都依靠穩定向上的股市，給居民帶來更多的財富增長，從而進一步推動消費的增長及其升級。**

從人類社會發展的歷史經驗看，歷史上發生的三次社會大分工都是為了不斷滿足人的消費以及消費升級的需要。第一次社會分工是畜牧業與農業的分離，第二次大分工是手工業與農業、畜牧業的分離，第三次大分工是商業與農業、畜牧業與手工業的分離，每一次社會大分工的產生，都為人類提供了更多的消費品，使人類的消費品和消費方式多樣化，從而推動人類的消費不斷升級。

未來人類或居民的消費升級存在必然的趨勢，這是人類文明不斷發達和進步的表現和標誌。從恩格爾系數的變化看，全世界平均意義上的恩格爾系數存在不斷下降的趨勢。恩格爾系數反映的是食品支出總額佔個人消費支出總額的比重，反映居民消費結構問題。越是發達的國家，恩格爾系數越低；越是落後的國家，恩格爾系數越大。

居民消費結構不斷優化

隨着中國經濟的不斷發展，中國的恩格爾系數總體上存在下降的趨勢。根據聯合國糧農組織提出的標準，恩格爾系數在59%以上為貧困，50%至59%為溫飽，40%至50%為小康，30%至40%為富裕，低於30%為最富裕。到2017年，中國的恩格爾系數首次低於30%。當然，這不代表中國進入最富裕國家行列，中國依然是發展中國家，但可以表明，**中國居民消費升級的趨勢明顯，且中國居民消費進入一個新的層次，中國居民消費結構在不斷得到優化，中國居民消費「生命力」越來越強。**

在中國經濟的高質量發展的大背景下，中國居民可支配收入和財富價值均會呈現增值趨勢，這就決定了居民的各期消費都會保持穩定增長，而且，居民的消費也會不斷升級。未來在中國，消費在經濟中的作用會越來越大。企業和投資者應把握這種必然趨勢，把握居民消費升級帶來的重大機會供給。

亞洲經濟回暖在望

瑞銀財富管理亞太區投資總監及首席中國經濟學家 胡一帆



非凡觀點

正如預期，由於貿易和內需雙雙疲軟，第一季度亞洲經濟表現疲軟，很可能是今年最弱的一季。不過有兩個跡象表明從第二季度起經濟有望回暖：3月份貿易增長和半導體行業回暖，美國聯邦基金利率穩定使得貨幣政策得以保持寬鬆。此外儘管美債收益率曲線倒掛是一個潛在風險，但美國經濟現在衰退的可能性並不高。

亞洲GDP增長自2018年下半年普遍放緩，但我們認為很可能已在今年第一季度觸底。受美中貿易爭端升級以及美國利率上升影響，美國、歐盟和中國的工業生產放緩，進而削弱了全球貿易和IT行業。亞洲出口在2019年第一季度驟降至負增長，工業企業利潤因此而備受打擊。

全球周期性製造業佔比較高的亞洲經濟體（北亞地區、新加坡和越南）的出口下滑，庫存上升，廠商定價能力疲弱。投資也出現放緩。與此同時，國內驅動型經濟體（印度、印尼和菲律賓）由於經常帳戶赤字增加也受到衝擊。存在外部赤字的經濟體則經歷了匯率貶值、外匯儲備減少、本地利率升高的一輪循環。由於滯後效應，這些因素仍拖累第一季GDP增長。

出口業有回暖跡象

近期宏觀經濟呈現復甦跡象，預示從第二季起經濟可望回暖。就工業來說，出口已開始企穩。雖然今年1至2月亞洲出口增速偏弱，但3月份韓國、中國台灣和越南有改善跡象，尤其是半導體行業。這三個經濟體對中國內地的出口降幅大幅收窄，再次證明中國經濟具有舉足輕重的作用。中國「軟數據」出現改善，比如PMI新訂單分項指數在3月份進一步升至50.9，為市場回暖帶來希望。我們預計從4月份起亞洲出口將回升至低個位數正增長。

IT行業似乎已從領跌轉為領漲。2月份韓國半導體庫存與出貨量比率開始下降。隨着3月份數據逐漸出爐，我們預計台灣地區和日本也將出現類似趨勢。製造業與機械新訂單指數是一項重要指標，2月份日本的該指數環比增長3.5%，這是自去年10月開始連續下滑後，首次出現反彈。我們在密切關注美國和德國的製造業新訂單指數是否也有反彈跡象。此外隨着庫存下降，我們認為企業定價能力（重要的觀察指標

）也將逐漸增強。簡而言之，工業生產增速扭轉頹勢（從目前1%至2%的增速回升）的各項前提條件已經就緒。

政策方面，更多央行開始轉向鴿派立場。亞洲貨幣政策更趨寬鬆，將帶動支出溫和反彈。中國在寬鬆道路上走得較遠，二季度寬鬆步伐可能有所放緩，但總體依然保持支持態勢，我們預計今年內中國央行還會下調存款準備金率一至兩次，以確保貿易和經濟平穩增長。今年印度已兩次降息，下半年還可能再度降息。亞洲其他地區的寬鬆步伐落後於中印兩國。在印尼和菲律賓，低通脹以及貿易逆差回穩使得兩國可通過降息和降準來放鬆貨幣政策。

不過，我們仍預期2019年亞洲GDP增速將從2018年的6.1%放緩至5.8%。寬鬆貨幣政策以及下半年貿易和IT行業回暖速度，可能尚不足以抵銷一季度增長放緩以及美中貿易談判的不確定性。

除了貿易談判可能延遲甚至停滯、油價大幅飆升等風險因素外，近期美債收益率曲線倒掛更令人擔憂，因其往往被視為美國經濟衰退的預警信號。不過，如今的美債收益率曲線小幅倒掛並不一定預示着美國經濟衰退，因為大環境以及倒掛幅度也很重要。因此我們認為衰退風險很低。

歷史上3個月與10年期美債收益率曲線倒掛的三個時期（1989年中、2000年中和2006年中）與目前相比有兩個重要的不同之處：在上述三個時期，私人部門債務此前曾快速增長，而且實際利率要高得多。美聯儲不得不收緊政策以抑制強勁的信貸和通脹周期。目前的情況則不同，美國私人部門信貸增長仍相對溫和，而且實際利率接近於零（在上述三個時期則高達3%以上）。此外，最近美聯儲公布的會議紀要釋出繼續按兵不動的信號，並指出經濟雖然強勁但是在放緩，消費者價格指數（CPI）保持穩定。顯然美聯儲在通脹問題上的鷹派語調已有所緩和，因此不太可能導致更陡峭的倒掛現象。

今年出口料反彈5%

無風險利率下降，亞洲債券溫和反彈雖然收益率曲線趨平或小幅倒掛不至於引發嚴重的衰退憂慮，但這發生在美國經濟增長放緩之際。因此，我們預計今年亞洲出口反彈幅度不會超過5%。同時，美債收益率走低為亞洲資產提供了較低的無風險利率。亞洲債券已見反彈，在基本面向改善的地區，利率還可能小幅收窄。

經濟數據難阻旺市

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

樓市急速反彈，市況亦愈燒愈旺，踏入5月份，先由新盤市場燃起樓市戰火，單於月初已有3個新盤同日應市，涉逾1100伙，屬近期少見的火熱戰局，當中推售最多單位的新盤，雖然筆者執筆之時仍未開賣，但觀乎超額收票，相信大有可能「一Q清袋」，市場對物業需求的熱熾是可見一斑。

值得留意的是，觀乎今次新盤開售的收票情況，可見市場購買力仍然非常強勁，相信新盤抽籤後產生逾萬個向隅客源，定必成為其他新盤，甚至是二手市場的力爭對象，預期各新盤將加快推售，進一步加劇一手大混戰，得益的自然是用家及上車客。

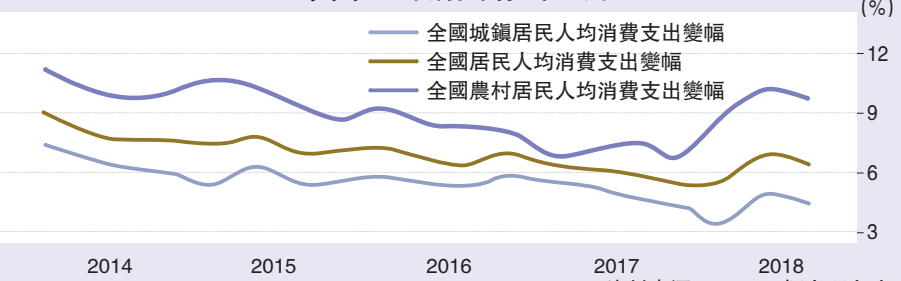
另一方面，最近統計處公布，本港首季經濟按年僅錄得0.5%的增幅，差過市場預期的1.9%，表現更是近10年來最差一季。其實今次經濟增長不如預期，箇中原因主要是早前外圍不利因素疊加，再加上去年高基數效應所致。然而，近期樓股市場同步回勇，財富增值效應料將逐步浮現，有助進一步提高消費情緒和投資意欲，直接推動經濟擴

張。同時，假如中美貿易戰一如市場預期達成「停戰」協議，內地經濟又逐步回穩，相信全年香港經濟極有可能呈現先低後高，一如近期樓市一樣持續回勇。

必須注意，經濟數據只反映過去的情況，而買樓是為未來投資。如果被些許數據影響入市的想法，與數個月前樓市調整時不敢入市者的心態如出一轍。樓市見底回升之初，不少人認為樓市只是象徵式反彈，很快就會再回跌，但實際情況大家也相當清楚：差餉物業估價署公布本港3月樓價指數按月上升約2.9%，連升3個月，首季累升約5%。而據「美聯樓價指數」資料顯示，最新4月24日至4月30日報170.08點，按周續升約1.17%，較四星期前升約2.7%。若與今年低位相比，已累升約7.48%，並創26星期、即約半年的新高。若與去年高位176.54點差距進一步收窄至約3.66%跌幅。許多買家都錯過了去年末季入市低位，只能大嘆走寶。

樓價一季累升5%至6%是什麼概念？簡單而言，假如以一個價值約600萬元の上車盤去計算，升5%至6%，即是30萬至36萬元，可能是一般打工仔的1年至2年人工。本人不敢百分百斷言樓市一定向上，但似乎樓市未來持續向好把握機會較大。未上車的用家請好好把握機會，在樓價進一步上升及早入市。

中國人均消費有所回升



資料來源：Wind，恒大研究院