

提升中產階層收入 才是擴大消費根本



◀中國消費對經濟的貢獻還是偏少，擴大消費、減少投資是大勢所趨



察股觀經

去年至今，筆者與筆者團隊成員寫了不少以消費為主題的報告，發現一個有趣現象：只要一談到消費，閱讀量及留言數量就大幅攀升；同時，在眾多留言中，「抱怨」和「質疑」比例非常之高。為此，本文梳理、分類和歸納了讀者提出的幾大類共性問題，同時也一併回覆幾個普遍性的「質疑」。

中泰證券首席經濟學家 李迅雷

由於筆者的報告一般都專注於研究消費的結構或與其他變量之間的相關性，因此，不可能每篇都去強調增加居民收入對於擴大內需和消費的重要性。實際上留言中讀者強調的收入增速放緩、房貸負擔加重等不利於消費增長的因素，完全符合邏輯，也是我們一直堅持的觀點。

根據國家統計局的數據，2018年居民可支配收入增長8.7%，應該說不算慢，但為何留言中大部分讀者對自己收入都不滿意呢？這實際上反映出收入的結構問題。

如配圖顯示，佔全國人口20%的高收入家庭，去年人均可支配收入增長8.8%，但同樣佔全國人口20%的中等收入家庭，其人口可支配收入增長率卻只有3.1%，考慮到通脹因素，實際增長率幾乎接近零。即便把中等偏上和中等偏下這兩個組與中等收入組合併，則該大組的家庭人口要佔到全國的60%，2018年其人均可支配收入的名義增長率也只有4.4%。

有人或許會問：去年低收入組的收入增長還算不錯啊，這不是可以拉動消費嗎？但問題在於，佔全國人口20%的低收入組的人口收入水平只有高收入組的9%，收入基數太低，對消費的貢獻十分有限。這就可以解釋為何大家對於消費升級還是降級的問題爭論不休，核心原因還是在於收入分化的問題日趨明顯，高收入和低收入者均高增長，中間的主體部分則在下沉。因此，如何提高中等收入階層的收入水平，成為拉動消費的關鍵點。

房價助推消費不可持久

筆者過去不止一次地提到房價與消費的相關性，因為發現房價漲得多的城市，消費的相對表現也會更好一些。例如在2015至2016年小城市房價大幅回落時，小城市的消費走勢也明顯落後於大城市。2017年以來，小城市棚改繼續刺激、大城市地產調控收緊後，小城房價

漲幅遙遙領先於大城市，消費增速上的優勢也明顯擴大。

從理論上講，房價上漲刺激消費也是合乎邏輯的：

一是房價上漲會帶動商品房銷售面積增速加快，使得與商品房相關的商品銷量上升，如家電、傢具和建築裝潢。2017年商品房銷售額的增速大幅上升，同時，家電和傢具的銷售額增速均比2016年要高，且維持在10%以上。到了2018年，由於房價出現了漲跌分化，銷售額小幅增長，也使得家電、傢具和建築裝潢等消費額增速回落。

二是房價上漲會增加購房者的財產性收入，由於我國經濟非常依賴房地產，我國居民六成資產配置在了房地產及相關的領域，房價上漲對居民財產性收入增長十分明顯，尤其對擁有多套房的高收入階層的收入增長有利，從而拉動消費，尤其是高端消費。簡言之，房價上漲對「房東」有利，對「房奴」未必。

三是居民的消費行為不僅受到當期收入的影響，還會受到居民資產和財富變動的預期影響，因此財富的增值和減值也會影響改變居民消費信心和行為。房價上漲時，財富效應會提高消費信心促使居民增加消費；房價下跌時，居民消費信心不足從而縮減消費。筆者獲得的統計數據顯示，房地產價格波動領先消費者信心指數約六個月。

然而，大部分讀者對筆者這一觀點存在異議和誤解。所謂異議，即認為房價上漲導致他們的購房成本大幅上升，還貸壓力導致無錢消費，因而出現「消費降級」。應該說，消費「感受」與消費數據之間的差距，實際上反映了消費總量與消費結構之間的不匹配。也就是說，中國消費結構中，高端消費、奢侈品消費的比重在擴大，但中低端消費的比重在下降。如2018年全球奢侈品消費總額中，中國居民佔了三分之一；又如，今年前五個月，國內乘用車銷量結構中，8萬元（人民幣，下同）以下的低端

乘用車銷量大幅下滑，但高端車仍然保持正增長。

由於我們在研究消費增長與房價之間關係的時候，只是更多地去關注總量變化，而是專注於研究消費結構分化帶來的負面影響，因此，讀者們從切身感受出發提出異議，也是可以理解的。

不少讀者對於我們的報告還存在程度不同的「誤解」，認為我們是在主張房價上漲，以拉動消費，這就有必要辯解了。按我們根據國家統計局投入產出表進行測算，發現2008年至今中國經濟增速中有三分之一左右是由房地產直接加間接貢獻的，說明中國對房地產的依賴度過高，容易造成金融風險，因此，筆者非常贊成「房住不炒」的理念。

過去十多年來，為了實現穩增長，政策上偏向於刺激房地產，儘管刺激會帶動短期的經濟增長和消費旺盛，但會擴大收入差距，並使得這種收入差距進一步固化，不利於消費，同時金融風險也會不斷積聚，一旦風險爆發，其負面影響之大難以預估。從今後幾年看，房地產周期終將回落，高收入階層的收入出現負增長，屆時高端消費風光不再，這樣的結局一定合乎邏輯並成為事實。

少補貼企業 多補貼居民

自去年以來，減稅降費的力度很大，但主要是針對企業減稅降費。當然，個稅調整後，對中低收入階層也有一定的稅負減少，有利於促進消費。但總體而言，中國消費對GDP的貢獻還是偏少，過去五年的貢獻率大約在40%至50%之間，但投資對GDP的貢獻嚴重偏高，大約是全球平均水平的兩倍。因此，擴大消費、減少投資是大勢所趨。

這裏必須多說一句：不少讀者對於消費對GDP的貢獻率上存在誤解，例如，去年消費對GDP增長率的貢獻達到76%，並不表示消費對GDP的貢獻率達到76%，而且今年前四個月已經降至65%。

基於此，筆者認為，在最終消費領域給中低收入居民以補貼，既可以縮小收入差距，又可以促進消費，同時也有利於企業之間的公平競爭，更加符合國際規範。

中國現有的企業補貼，包括財政撥款、財政貼息、稅收返還、優惠貸款、特殊基金等多種形式，目前更多地區的地方政府為了招商引資，或為了發展金融、高科技等產業，所採取的稅收優惠多是以「稅收返還等方式變相減免稅」為主。但這樣相互攀比補貼政策，在

貿戰下東莞外貿企業不悲觀

中金首席經濟學家 梁紅



妙言要道

5月中美貿易再生變數，美國對中國2000億美元出口產品再次加徵關稅，同時宣布把華為加入到「實體清單」。為了更好地判斷這些措施對中國出口產業鏈、電子產品供應鏈的影響，我們實地調研了珠三角、長三角及中部地區的外貿及電子相關企業，追蹤其最新動態以供投資者參考。

東莞是中國加工貿易企業最集聚的城市之一，在這裏我們調研了八家不同行業的企業，包括照明設備、五金飾品、傢具、汽車配件、辦公設備和電子器件及自動化設備採購服務企業等。

加大海外產能投放

總體而言：加徵關稅對外貿企業在銷售額、利潤率、員工人數等方面均顯示出一定的負面效果；不同行業的外貿產品在加徵關稅以後對美銷售額同比下滑20%以上，部分產品由於客戶推遲提貨已造成庫存積壓；基於前期跟經銷商的協商，大多數企業目前對於關稅的承擔在10至15個百分點之間，部分毛利率較高的企業承擔比例更高，企業盈利能力進一步降低；同時，照明、傢具等公司表示，相比之前高峰時期，員工人數有20%至30%減少。

目前加徵關稅的狀態下，部分外貿企業保持觀望的態度：一方面，對於最終解決摩擦抱有較大的期望；另一方面，自身也在積極跟經銷商和客戶協商，盡可能加大客戶的成本分擔，降低自身影響；特別地，一些規模較大、之前已經在東南亞有所布局的企業明確表示會進一步加大國外產能的投放，考慮將美國訂單轉移至第三國生產，重點區域包括越南、泰國、印尼等。

進一步加徵關稅的假設下，外貿企業更傾向於開拓新的市場、升級產品及轉入內銷；部分企業表示，長期上要積極開拓美國以外新的市場，用以彌補美國市場的下滑，如歐洲、東南亞等；同時，部分企業也在積極改善自身產品性能、增加產品多樣性，通過提高產品附加值和最終價格來抵銷關稅的影響；另外，轉入內銷市場或者與內資品牌合作代工也是普遍談及的一個路徑選擇。但不可否認，三種方式都是相對長期的過程，需要大量的前期投入和摸索，可能需要兩年甚至更長的時間才能看到效果。

整體而言，東莞的外貿企業並不悲觀。可能與我們調研的企業相對規模較大相關（收入1億至10億元），大多數企業認為，短期加徵關稅對公司銷售和利潤率會造成一定的負面影響，但外部的壓力在一定程度上也會促進行業內部的變革，推動行業整體的轉型升級，大企業在短期陣痛之後，更可能實現市場份額的提升和盈利能力的改善。



▲東莞是中國加工貿易企業最集聚的城市之一，美國加徵關稅對企業銷售和利潤造成負面影響，但也會促進行業內部變革

減價屬少數 用家無懼貿戰

利嘉閣地產總裁 廖偉強



樓市強心針

近期的中美貿易戰，美國不斷對中國發動攻勢，務求能夠在談判桌上得到更多的利益，現時中國不單要應對貿易戰，美方更加入了棘手的科技戰，希望利用兩者壓制中國以及相關企業的急速發展，減低對他們的威脅。

回顧去年中美貿易戰正式爆發，香港樓價隨即應聲下跌，但現時貿易戰加劇之際，市場上減價的業主卻寥寥可數，而買家心態仍然積極，部分人更希望借助貿易戰不穩定因素向業主爭取更低價錢，不像早前般被嚇怕而不敢入市。依據現時情況分析，中美貿易戰的談判將會持續反覆，時好時壞，更會變成持久戰，但只要用家深信房地產的保值能力強是香港一大特色，在長線而言，磚頭仍然是市場上最為保

值的資產。

一直以來香港樓市都受着不同因素影響，例如政治、經濟、息口及政策等因素，當市場有利淡因素出現，樓價會即時受到影響，這正是地產代理需要面對樓市周期變化所帶來的衝擊。

代理減佣係惡性競爭

在市民眼中，地產代理工作簡單，只需要帶客睇樓，處理交易文件，便可以賺取豐厚的佣金。因此觀念使得很多買家在一手或二手交易當中，要求地產代理作出佣金回贈或要求減佣；也有部分代理因為行業競爭激烈，主動以減佣或回贈佣金的手法去爭奪生意。

香港是奉行自由市場的地方，同時地產代理行業競爭已經進入白熱化階段，如果要做到更佳的收入保證，應要提升誠信、專業及服務等範疇，讓買家及業主都獲得最優質的服務；當買賣雙方感滿意，自然就不好意思再去剝削地產代理應得收入，到時收取佣金理所當然。

元，其中引導基金本身規模也在1.5億元左右。

因此，減少對企業的補貼，一方面符合中國開放經濟的發展需要，與國際慣例接軌，另一方面，結餘下來的財政資金，可以相應增加對居民部門補貼。

總之，未來消費對GDP的貢獻一定會比現在大幅增長，即經濟結構與發達經濟體相接近，如佔比超過60%甚至到70%，但這一定需要通過結構改革實現。

