



經濟觀察家



蔡股觀經

2008年次貸危機後，美國個人儲蓄率迅速走高，在2012年12月達到峰值12%，隨後小幅回落，但幅度並不大。而最近兩年美國個人儲蓄率再次上升，2019年最高升至8.8%，逐漸逼近金融危機後的高點。通常個人儲蓄率和失業率高度相關，失業率越低，儲蓄率也越低。這種理論可以解釋2008年之後儲蓄率的上升，但最近幾年美國經濟如此穩健，失業率不斷下降，儲蓄率為何還居高不下，甚至有所上行呢？

中泰證券首席經濟學家 李迅雷



►如果中產階級財富持續縮水，那麼未來美國消費能否一直強勁也值得懷疑

美國貧富分化加劇 居民儲蓄率續攀升

從財富效應的角度來講，資產價值的變動也會影響個人儲蓄意願，當居民持有的金融資產增值，「財富幻覺」會使得居民增加消費，相應的儲蓄也就減少了；反之如果金融資產發生減值，儲蓄的意願就會增加。所以我們也會看到資產價格和儲蓄率有一定的負相關。然而2018年以來，美國股價和房價仍是上漲的，意味着居民持有的金融資產仍在升值，儲蓄意願應該是下降的。所以財富效應也不能解釋2018年以來美國儲蓄率的上升。

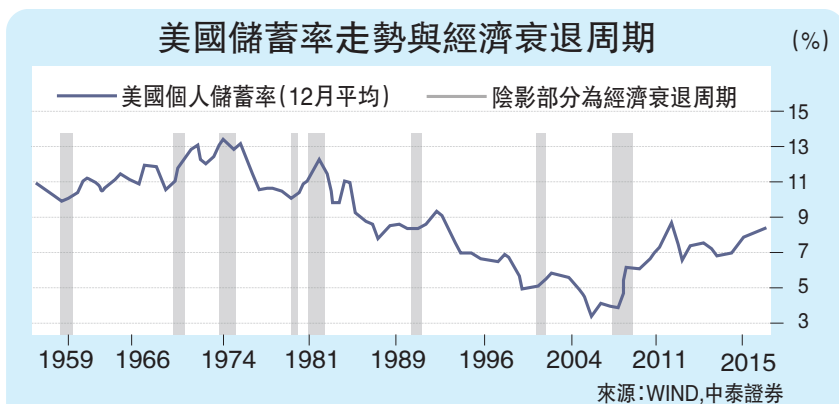
而從人口結構的變化來看，似乎也很難解釋近兩年的儲蓄率上升。伴隨着二戰後的「嬰兒潮」陸續步入老年階段，美國人口老齡化的程度在快速加深。一般來講，中年人是儲蓄的主力，少年和老年則是消費的主力，所以老齡化往往伴隨着儲蓄率的走低，而當前美國個人儲蓄率的上升與老齡化加深也是存在一定背離的。

窮人透支富人存錢

如何理解當前美國儲蓄率的上升？從理論上說，高收入群體邊際消費傾向是要小於低收入群體的，一旦貧富差距拉大，就會拉低整個社會的平均消費傾向，導致儲蓄率上升。所以我們不妨看下美國不同收入階層的消費傾向變化。

普通家庭真的在增加儲蓄嗎？事實上儲蓄基本都集中在高收入階層。筆者根據美國消費者支出調查數據，估算了各個組別的儲蓄率。結果顯示，收入越高的群體，對應的儲蓄率也越高；而收入較低的50%的調查者的儲蓄率為負，說明美國的低收入階層處於淨負債狀態。因此，近期儲蓄率的上升從另一方面來講，反映的可能是貧富分化的結構問題。回顧美國貧富分化的走勢來看，近四十年来美國貧富分化的程度是愈加嚴重的，通過徵稅和轉移支付可以部分降低收入不平等的程度，但趨勢仍難改變，近幾年美國可支配收入的基尼系數還在持續上升。

那麼現在貧富分化到了一個什麼樣的程度呢？美國財富前0.1%的人，差不多擁有全國20%的財富，這個佔比已經接近於上個世紀20年代的水平。而上一個峰值出現在1929年，佔比接近於25%。現在貧富差距再次到了一個比較高的位置，財富越來越好



少數人集中。或許這也能部分解釋，為什麼金融危機已過去十年，美國經濟也已逐漸恢復，但個人儲蓄率卻沒怎麼下降，因為中低收入的人依舊沒錢消費，而富人的消費傾向又相對較低，出現了富人存錢、窮人透支的局面，富人比例上升推動儲蓄率走高。

減稅實為劫貧濟富

而近幾年美國的一系列政策，並沒有改善貧富差距惡化的狀況，甚至2017年的減稅政策可能還在進一步加劇美國的貧富分化程度。

一方面，和個稅相比，企業減稅更多，而且減稅收益更多流向富人。根據國會預算辦公室（CBO）的測算，在美國減稅中，企業部門獲得的收益約8900億美元，佔63%；而個人部門獲得的收益為4410億美元，僅佔31%。而且企業增加的稅後收入，實際上會更多地用於回購股票或支付更多股利，反饋給普通工人的很少，減稅的收益更多地流向了擁有更多資本的富人。

另一方面，個稅雖然也有調整，但不同收入組的減稅效應明顯分化，高收入階層仍是最受益的群體。根據美國稅收政策中心的測算，2017稅改方案下，高收入群體的收入增長更多，而低收入群體獲益相對較小。

如果儲蓄率上升是因為美國居民普遍提高了風險意識，所有居民都儲蓄更多了，那確實會降低經濟運行的風險。但現在的情況卻是，普通家庭並沒有儲蓄更多，儲蓄率的上升反映的是貧富分化的結構問題，而美國的減稅政策使得未來貧富分化還會繼續加重。

為何美國個人儲蓄率上升，消費卻仍然強勁呢？我們比較了美國個人總收入和可支配收入的增速，兩者大部分時候都是一致的，但2018年兩者增速差

卻明顯走闊。其中總收入增速在放緩，可支配收入增速的下降卻沒那麼快，這反映了減稅效應對居民可支配收入增速有支撐，從而支撐了消費增速。而且從時間上來看，2017年《減稅與就業法案》於當年12月生效，時間上也是相吻合的。

消費增長難以持久

但往前看，減稅效應會逐漸消退，對消費的提振作用也會更加有限，那麼未來愈加突出的結構問題反而會帶來更多的負面影響。今年可支配收入和總收入增速再度回歸一致，主要是因為基數效應已經消退了。更長遠的看，稅改對各階層可支配收入的影響也會趨於減少。根據稅收政策中心的研究，2026年個人稅法的更改到期後，除非國會採取行動，否則到2027年，將有53%的納稅人會面臨一定程度的加稅，其中包括近70%的中等收入家庭。

美國的貧富分化也在呈現一些新的特徵，近幾年美國中產階級財富在明顯縮水。財富最少的50%的家庭擁有的財富佔比確實在緩慢擴張，看似貧富分化有所修復。但值得注意的是，中產階級的財富正在明顯縮水，從美聯儲的數據來看，財富位於中上游（以頭部10%至50%為例）的家庭近幾年擁有的財富佔比明顯減少，而與之對應的是最富有的1%的家庭擁有的財富仍在持續擴張。這也就說明，美國近幾年的貧富分化並不是「兩極分化」，而更多的是中產階級的財富縮水。

然而中產階級往往是支撐消費增長的重要力量，根據消費者支出調查數據也能看到，中高收入組的消費增速明顯高於其他組。如果中產階級財富持續縮水，那麼未來美國消費能否一直強勁也值得懷疑。

中央經濟工作會議對香港影響幾何？

絲路智谷研究院院長 梁海明



明觀四海

公告內容，顯示出中國內地經濟平穩發展，是香港經濟發展的更大依託和後盾。公告的內容還鞭策香港應自強不息，才能鞏固和發展香港作為國際金融中心的地位。

中央經濟工作會議提出，內地明年經濟穩字當頭，將確保經濟實現量的合理增長和質的穩步提升，這不僅顯示出在世界經濟發展不確定因素增多的情況下，內地平穩的經濟增長對香港發展的後盾作用將更加明顯，中國擁有14億人口的大市場、大需求，也是香港保持繁榮穩定的最大、最可靠的依託和最堅強的後盾。

中央經濟工作會議提出，要加快落實區域發展戰略，發揮各地比較優勢，推進粵港澳大灣區建設，以及提出加快金融體制改革，完善資本市場基礎制度等的內容，這既為香港明年的發展指明了方向，更進一步鞭策香港要發展需要積極求變。

吸引更多生科企業上市

大灣區建設既要為國家新一輪改革開放與發展開路，也要推動民族復興的長遠戰略向前發展，在此大前提下，促進大灣區內特別是廣東所屬地區與香港的融合，便成了重要目標之一。在明年的大灣區建設當中，香港如能發揮比例優勢，尤其是充分發揮香港在國際金融、創新科技研究上的優勢，推動香港與廣東所屬地區優勢產能的融合，提升製造業的產能，將可促使香港登上國家高速發展的「快車」，不但有利於香港經濟轉型，也

有利於香港盡快走出暴亂陰霾。

尤其是在生命科學產業領域，香港更可借助內地醫療市場和產業蓬勃發展、潛力龐大的機遇，吸引更多的內地生命科學企業到香港上市，從而不但可以鞏固和發展香港作為生科股全球第二大集資中心的地位，更可藉此進一步打造港股生科市場生態圈，凝聚更多不同類型的大型國際機構投資者參與投資，以及更多外資分析員對生科股進行研究，從而吸引其他有潛質的海外生科企業前來香港上市，繼續推動香港發展可持續的新經濟生態系統，從而推動香港的經濟轉型和發展。

中央經濟工作會議也已提出，中國內地明年要加快金融體制改革，完善資本市場基礎制度等的內容。同時，香港臨近的一些城市，也將大力發展區域金融市場和金融服務、產品，這對香港而言，將起到一個很好的鞭策作用。

這是由於一方面，作為三大國際金融中心之一，香港要憑藉國家加快金融體制改革，完善資本市場基礎制度等的措施，爭取配合以及抓住國家發展的新機遇改革，繼續壯大香港作為國家金融走出去的「窗口」的作用以及國際金融中心的地位。

同時面對周邊快速推動金融業發展的城市，香港不但要有面對挑戰的勇氣，而且還需要進一步鞭策香港自身，除了要繼續保持、發揮好香港自身的制度、市場和高效率的比較優勢之外，還要加強對資產管理、保險業務等金融服務的廣度和深度，持續吸引更多資金和企業尤其是國際資金和企業前來香港投資、上市，努力鞏固香港國際金融中心地位和展現香港作為三大國際金融中心的實力。

今年樓市一手旺二手冷

美聯物業住宅部行政總裁 布少明



主樓布陣

回顧2019年樓市，其實是非常波動的一年。本地經濟已經連續兩年為貿易戰陰霾籠罩，年中開始爆發的本地政治爭拗，亦進一步影響樓市成交，但綜觀全年，新盤表現原來是「一枝獨秀」。據美聯物業房地產數據及研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料顯示，本年截至12月9日止，新盤單位（包括全新盤及貨尾）共售出逾1.84萬伙，數量不單較去年約1.57萬伙高出逾17%，甚至較2017年約1.825萬伙更高，創一手銷售條例後新高。

今年截至12月9日售出新盤單位中，不包括村屋物業以及部分特殊個案等之下，實用面積逾300至600平方呎單位超過9700個，佔約53%；實用面積300平方呎或以下的單位亦達4200多個，佔約23%；至於實用面積逾600至1000平方呎的單位售出近3300個，佔約18%左右；餘下為實用面積逾1000平方呎單位，本年迄今錄約1200個，佔逾6%。

與一手相反，二手交投卻現跌幅。據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料顯示，2019年首十一個月二手住宅註冊量錄3.8635萬宗，較2018年同期少約6.6%，若按市區與新界區劃分，市區表現落後

大市，錄1.8831萬宗，較去年同期下跌約9.6%。至於新界區（包括將軍澳及西貢）方面，同期二手註冊量錄1.9804萬宗，較去年同期下跌約3.6%，跌幅較市區為少。

發展商加快新盤推售

雖然新界區二手住宅註冊量跌幅較市區少，但區內各小區表現不一，當中四個地區逆市上升，包括葵青區，今年首十一個月錄1404宗，較去年同期上升約9.7%；將軍澳及西貢錄2904宗，較去年同期上升約7.6%；而北區和沙田亦分別按年錄得約2.0%及約0.1%的升幅；反觀，大埔區按年跌幅顯著，錄1497宗，較去年同期下跌約14%；而元朗和屯門均較去年同期下跌約10.5%。

全年一手交投表現優於二手的主要原因，是今年初貿易戰一度緩和，發展商看準形勢加快新盤推售，而且部分開價貼市，吸納市場積蓄近半年的購買力，雖然之後的整體成交隨經濟下滑，但年初的旺市仍然帶動全年一手成交創出新高。

至於二手，先是年初不敵新盤的進取開價，復又受制於政治事件，成交欲振乏力。雖然施政報告放寬按揭成數上限，令二手交投進入「亢奮期」，惟刺激的力度短暫，估計埋單計數，全年二手交投或出現按年跌幅。

至於2020年樓市的展望，讓我們下周再談。



▲截至目前，今年新盤銷售量已超越去年和前年的全年水平