



▲在消費回暖與匯率因素共同影響下，2021年中國消費市場規模有望正式超過美國

# 中國明年躋身最大零售國

近年來，隨着中國零售市場的快速增長，圍繞超過美國成為全球最大零售市場的討論屢見報端。2018年是兩國零售市場規模最接近的一次，當年中國零售市場達到38萬億元（人民幣，下同），折換成美元計價的可比口徑，相當於美國零售市場規模的95%。而同期中國社零增速高達9%，是美國零售增速的兩倍還多，照此趨勢，中國超過美國成為世界第一大零售國指日可待。



建言獻策  
沈建光

京東數科副總裁  
首席經濟學家

然而，由於匯率波動與新冠疫情等外部因素，近兩年中美零售市場規模差距不降反升。具體來說，2019年中國社會消費品零售總額首次突破40萬億人民幣，但受中美貿易摩擦下人民幣貶值的影響，當年中國社零全年增長雖然達到8%，但換算成美元只增長2.4%，不及美國3.5%的增速，以美元計價的中美零售市場規模差距從2018年的2914億美元增至3069億美元。

2020年，受新冠疫情黑天鵝事件影響，中美消費增速均受到顯著衝擊。截至前十個月，中國社零總額同比下降5.8%，同期美國零售為零增長，以美元計價的兩國零售市場規模差距增至5772億美元。當然，伴隨着內地消費市場回暖，中國零售反彈明顯，10月以來，單月中國零售規模增長已超過美國，但考慮到前三季度消費疲軟，2020年中國零售市場規模仍不及美國。

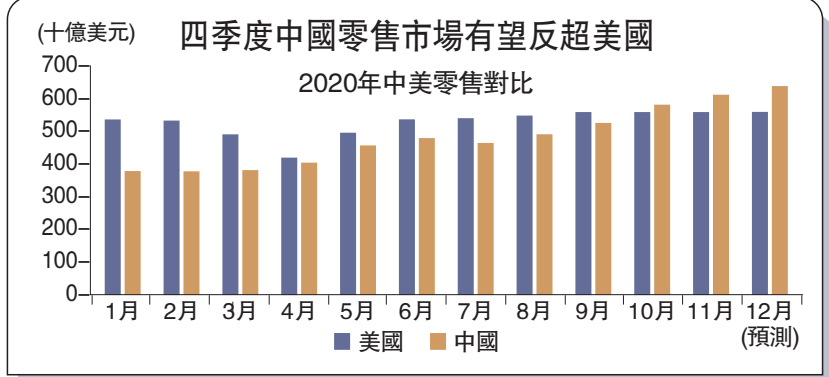
那麼，疫情影響之下，為何受疫情衝擊更為嚴重的美國消費市場恢復更快？中美消費走勢將會如何？展望2021年，中國消費市場能否扭轉局面，躍升為世界第一大零售國？

## 中美政策焦點有別

受新冠疫情影响，2020年中美居民消費出現顯著下滑。例如，在疫情最嚴重的階段，中國社會消費品零售總額增速下降-20.5%，創有紀錄以來的新低；在美國疫情大爆發的4月，美國零售增速下滑亦達到-19.5%。但由於中美兩國在應對疫情方面採取的財政、貨幣政策有所區別，居民消費復甦路徑存在差異。

具體來看，財政上，美國政府推出了大規模的轉移支付，包括向居民發放一次性補助，額外增加每周600美元的失業補助，以及擴大稅收抵扣範圍，結果是居民可支配收入從2月的1.4萬億美元大幅升至4月的1.6萬億美元。大規模轉移支付保護了居民「損益表」，支持美國居民消費。

相對而言，中國積極財政則更多從企業端發力，如對中小企業減稅降費、提供專項貸款財政貼息、發放定向補助等。5月「兩會」宣



布發行1萬億元抗疫特別國債，提高新增專項債額度，將預算赤字率提升至3.6%以上，新增資金主要用於地方政府「兩新一重」和抗疫相關支出。在此背景下，復工復產先行，隨着二季度以來內地經濟反彈，工業生產迅速恢復至疫情之前的水平。而得益於企業經營活動修復，就業基本面穩定，收入預期好轉，8月國內社會消費品零售增速轉正，10月擴張至4.3%，已有明顯提速跡象。

而在貨幣政策方面，為應對疫情衝擊，美國採取超級寬鬆貨幣政策，包括聯邦基金目標利率下調150點子並以此帶動長端利率下行，無限量大規模資產購買計劃以釋放基礎貨幣等。在此背景下，美國住房抵押貸款利率迅速下行，美國房市量價齊升，三季度新屋和成屋銷售同比分別增長39.4%和13.3%，美國標準普爾/CS美國房價指數創下新高。利率大幅下行降低了住房和耐用消費品的信貸成本，9月美國耐用消費品消費同比增長14.8%，是美國零售提振的主要貢獻，其中機動車輛及其零部件、傢具和家用設備、娛樂商品和車輛等是主要支持，而美國石油相關商品、各類服務消費仍然低迷。

與之對比，疫後中國貨幣政策則以托底經濟為主，為避免資金空轉與抑制房地產泡沫，並沒有大規模放鬆。2月以來，代表中短期的關鍵利率，如7天逆回購利率、1年期MLF（中期借貸便利）利率均僅下降30點子，降幅有限。而隨着疫情控制取得成效，5月以來中國貨幣政策有邊際收緊跡象，帶動長端利率持續上行。

與此同時，中國嚴格執行「房住不炒」政策，房貸利率下降有限、央行嚴控房地產企業槓桿，房地產市場基本穩定。從社零分項來看，10月傢具、家電、裝潢材料消費增速分別為1.7%、2.3%和4.2%，房地產相關消費整體低迷。

展望後市，消費對兩國經濟復甦可持續性甚為關鍵。從美國來看

，消費強勁態勢能否持續還需要受到如下因素左右：一是美國疫情控制情況。10月以來，美國遭遇第三波疫情，日新增確診平均達到春季第一波疫情高峰時的2.5倍。進入12月份後，美國僅僅5天就新增了超過100萬確診病例。疫情居高不下，或將壓抑高線下接觸、低附加值服務業的復甦，對線上化程度較高行業衝擊較小；二是財政刺激的邊際效用遞減。下半年來，美國個人收入中來自於政府失業保險的收入逐月回落，10月回落至255億美元，是6月救助最高峰時期的五分之一。在疫情未得到明顯控制下，財政力度也將直接影響未來消費。

## 人幣升值成為助力

相比之下，近來內地消費加速復甦，這得益於疫後企業生產與經濟活動恢復、就業與收入預期穩定的背景下出現的消費內驅動力增強，或為未來更加穩健的復甦蓄勢。例如，三季度全國人均可支配收入同比反彈至6.9%，環比回升2.4個百分點。城鎮調查失業率10月降至5.3%，已接近2019年疫情前的水平。同時，國家統計局數據顯示，9月消費信心指數中的消費意願分項出現大幅反彈。

此外，中國成為全球第一大零售國的期待，或將在2021年實現。根據估算，2021年以美元衡量的中國零售規模如要追上美國，需要比美國多增6.8個百分點左右。

這一增速看似艱巨，其實不難達到。一方面，受強韌性恢復和2020年底基數因素的影響，2021年以人民幣計價的社零總額有望拉開美國3個百分點以上；另一方面，近期當前人民幣保持強勢，2020年美元兌人民幣平均匯率為6.87，明年平均匯率有望維持在6.5乃至更高水平，人民幣對美元升值在5.7%左右。

綜上，筆者預期，在消費回暖與匯率因素共同影響下，2021年中國消費市場規模有望正式超過美國，躍升為世界第一大零售國。

## 陷通縮周期概率低



視點超群  
李超

浙商證券首席經濟學家

11月CPI同比下降0.5%，出現了近十一年來的首次負增長。但是CPI轉負並不等價於通貨緊縮，結合目前中國經濟的基本面來看，出現通貨緊縮的可能性較低。

關於通貨緊縮的定義，主要有以下三種觀點：一種觀點認為，物價的普遍持續下降即構成通貨緊縮，其反義詞是通貨膨脹；第二種觀點認為，通貨緊縮是物價持續下跌以及貨幣供應量持續下降；第三種觀點認為，通貨緊縮是經濟衰退的貨幣表現，因而必須具有三個特徵，物價持續下跌、貨幣供應量持續下降，並且有效需求不足、失業率高以及經濟全面衰退。

在實踐中通貨緊縮的判斷標準，一種是靜態方法，主要看衡量通貨膨脹率的指標如CPI、PPI或GDP平減指數的同比增長由正轉負，並持續超過一定時限；第二種是動態方法，主要觀測物價指標是否出現環比連續下跌，如CPI環比連續三個月。中國在1998至1999年和2009年出現兩次較典型的通貨緊縮。CPI、PPI同比均連續數月處於負增長狀態；疊加金融危機後總需求不足，經濟基本面較差，因此可以判斷為處於通貨緊縮狀態。

目前來看，CPI在11月首次出現同比負增長，主要受豬肉價格下跌和服務類價格修復較慢所致，其負增長不具有可持續性；PPI受石油產業鏈的價格拖累較大，但保持

持續修復態勢，轉正可期。

從經濟基本面來看，中國四季度GDP增速有望超出潛在增速，供需缺口尚未彌合，供不應求的現象頻頻出現，出現物價持續收縮的概率較小。因此，參考上述通貨緊縮的定義，此階段中國出現通貨緊縮的概率較低。

物價穩定是央行貨幣政策最終目標之一，其核心關注的指標是CPI，在這個階段尚不屬於央行的重點調控目標。目前的CPI有明顯的結構性特徵，拋出豬肉以外CPI依然為正，核心CPI也保持增長，因此CPI短時間轉負並不會觸發央行的寬鬆操作。實際上，2019年11月CPI因豬價上漲而加速上行時，央行卻下調MLF（中期借貸便利）利率5點子，可以看出豬周期並沒有對央行的決策造成太大干擾。近期央行發布的《2020年三季度貨幣政策執行報告》中也提到，中國經濟總體運行平穩、貨幣條件合理適度，不存在長期通脹或通縮的基礎。總的來看，貨幣政策大概率不會因物價水平而轉向。

筆者認為，PPI連續修復傳遞的積極信號更值得關注。站在市場角度，PPI相對CPI能夠更加靈敏地反映到工業企業利潤上，因此我們同樣需要關注PPI環比向上改善的速度。11月PPI環比增長0.5%，較上月顯著改善，其中決定性的因素就是由內需外需雙旺導致的供需缺口，未來PPI仍有繼續向上修復的空間，PPI與CPI的剪刀差有望在2021年第一季度實現反轉，工業企業利潤將在一季度實現高速增長。筆者認為，PPI連續修復傳遞的積極信號同樣值得關注。



▲目前的CPI有明顯的結構性特徵，拋開豬肉以外CPI依然為正，核心CPI也保持增長

## 一二手轉旺 港樓價看俏



主樓布陣  
布少明

美聯物業住宅部行政總裁

臨近年末，又是回顧全年樓市及展望明年之時。在過去一年，雖然香港經濟深受疫情影響陷入衰退，樓市持續反覆波動，但其整體而言不算太差，尤其是樓價仍然展現極強「抗跌力」。年內迄今僅跌約0.3%，表現遠較2008年「金融海嘯」時平穩，除了源於本港樓市供不應求等因素外，各國持續「放水」及奉行低息政策刺激經濟，促使資金流入較高回報資產，是樓市得以抵禦疫情的重要「疫苗」。

相對而言，一手受影響相對較深。綜合《一手住宅物業銷售資訊網》資料，今年登場的全新盤及單位總數明顯減少，由去年的1.8316萬伙，跌至截至12月13日止的1.3146萬伙，較去年全年減少逾28%，估計全年新盤銷售量將錄約1.45萬伙，按年跌約22%。反觀二手表現較為優勝。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，全年二手住宅註冊量可望達約4.7萬宗，按年升近14%，歸功於受惠按揭放寬的逾600萬至1000萬元物業交投量較去年全年大升近43%，完全跑贏大市。

有趣的是，這種「一手跌、二手升」的情況，是自從2013年推

出「一手銷售條例」後首現，亦印證了新盤市場受到疫情的影響較二手市場為大。

展望明年樓市，全年有機會登場的全新盤單位總數接近3.3萬伙，看似為數不少，但根據經驗之談，每年實際推出的單位明顯較少。再者，今年施政報告於房策上側重於公營房屋，私人住宅則以長遠供應為主。

## 新盤銷量或升24%

在中短期供應未有大幅增加的情況下，估計明年實際推出單位量約1.8萬至2萬伙，預期明年新盤銷售量可反彈至1.8萬伙，按年升約24%。

二手方面，估計明年註冊量將達到5萬宗，按年增逾6%，創自2013年以來的九年新高；至於註冊金額則有望按年升11%至4200億元，創十一年新高。

故此，筆者憧憬整體樓市將受惠「疫」後經濟復甦，新盤再度暢旺，同時二手樓市又有相對不俗的成交量，「左右開弓」式的升勢令樓市長遠向好可期。至於市民關心的樓價走勢，雖則疫情走向仍屬未知之數，但是基於本港剛需強、息口低、資金多及供應少等利好因素未變，加上業主已逐漸消化疫情的負面影響，配合疫苗將面世及兩地有望通關等因素利好投資者信心，相信整體樓市將漸趨回穩，明年樓價有望稳中向好。