

自從口罩成為生活必需品以來，總覺得這兩年比以往過得更快。去年此刻，大部分人都認為疫情將過去了，疫情導致中西方的經濟錯位要被扭過來，因此，預計出口增速將大幅回落。誰知道，從9月份公布的數據看，GDP增速破5，固投增速一路下行，出口依然強勁，但房地產卻變成了「銅九鐵十」。那麼，明年的經濟將如何演變，支撐經濟的動能在哪裏，本文試作推演。

# 尋找經濟增長新動能



▲有日本及美國房地產泡沫破滅的前車之鑒，中國早就採取了應對房地產風險的多種舉措，而且目前的利率水平也處在歷史低位，房價調控能力較強。



察股觀經

中泰證券首席經濟學家

去年4月份，國際原油期貨價格一度跌至負值，這是歷史上從未有過的事件。因此，去年人們在展望2021年的時候，同樣沒有想到今年會出現「煤荒」。煤炭價格的大幅上漲，存在諸多因素，如與原油和天然氣價格存在一定的聯動性。但漲幅最大的還是天然氣，截至10月7日當周，NYNEX天然氣價為5.90百萬英熱／桶，同比上漲125.14%；中國LNG出廠價為6067元／噸，同比增長152%，均大幅高於歷史同期價格。

從供需關係上講，中國並不缺煤，但當需求增加的時候，供給明顯跟不上。這說明不管怎樣調控，經濟周期和商品周期仍然都存在：價格跌的時候，資本開支減少；價格漲的時候，資本開支又增加了，由此帶來了周期性波動。

## 居民購房意欲下降

從房地產行業看，金九銀十的風光不再。10月前十五天35城地產銷量增速降幅收窄至-10.6%，但跌幅仍達到兩位數，其中一二線城市銷量增速受去年同期基數回落影響而有所上行，而三四線城市銷量增速降幅仍在擴大。9月土地市場量升價跌，百城土地成交面積同比增速降幅略有收窄，而土地成交溢價率回落。

當前，影響購房者預期的核心因素主要有以下三點：第一，政策因素上，購房者對於買房持有成本預期上升；第二，恒大事件等引發行業系統性風險擔憂；第三，銷量下行進一步傳遞負面市場預期。因此，明年房地產投資增速顯著回落應該比較確定。但到目前為止，大部分人對於房地產行業走弱給經濟帶來的負面影響還沒有給予充分重視。

房地產作為居民家庭的最大類資產，估計要佔到中國居民部門總資產的60%左右；與房地產直接相關的貸款，要佔到銀行貸款餘額的30%左右，房地產同時作為資產，也要佔到銀行總資產的30%左右。此外，地方政府的土地出讓金收益加上與房地產相關的稅費，則要超過地方財政總收入的30%。綜上，筆者認為房地產對中國經濟增長的直接加上間接貢獻大約也在30%左右。

目前來看，居民的購房意願已經明顯下降，除了限購城市的限價樓盤存在供不應求現象外，其他城市的銷售額呈現增速下降趨勢，房地產開發投資增速也出現逐月下降趨勢。前三個季度，房地產企業的新開工面積和土地購置面積都出現淨減少，反映出

房企資金鏈的緊張。

2022年，商品房的銷售面積或出現負增長，房地產開發投資增速下降，進一步導致地方政府土地出讓收入的下降。根據中指研究院的數據，第二輪集中供地拍賣成交價較儲備成本平均溢價只有4.6%，顯著低於5月份首輪拍賣中14.7%的溢價均值，且近52%的土地拍賣被取消、改期或流拍。

地方政府土地收入的減少，必然又會影響到其基建投資的能力，今年我們很難期望基建投資增速會有顯著回升。回顧2020年年初，大家對新基建投資曾寄予厚望，但事實上2018年以後，基建投資的實際增速明顯低於預期。從剛公布的數據看，前三季度基建投資同比增速只有1.5%。結合前三季度地方專項債的發行進度只完成全年的六成多，與去年同期完成90%以上大相逕庭。這說明目前不少地方缺乏符合發行要求的發債項目，不符合財政要提質增效的要求。

因此，期望基建投資增速大幅提升來彌補房地產投資增速下降的缺口並不現實。房地產行業對中國經濟舉足輕重，相信2022年在政策上一定會多管齊下，防止房價大起大落。從有利的方面看，有日美房地產泡沫破滅的前車之鑒，中國早就採取了應對房地產風險的多種舉措，而且目前的利率水平也處在歷史低位，房價調控能力較強。從不利的方面看，中國經濟對房地產的依賴度較高，如房地產投資佔固定資產投資總額的30%，即便房價不出現大幅波動，投資增速的下降則是必然的。

## 鼓勵高收入者多消費

三季度的消費數據比預期的好，但9月份的社會消費品的零售總額實際只增長2.5%，主要受汽車銷售拖累。其中，1月-9月份的餐飲收入同比增長近30%，說明在疫情好轉的過程中，服務消費增長迅猛。預期隨着疫情緩解，明年的服務消費還將大幅擴大規模。

在三駕馬車中，消費應該屬於慢變量，即增減幅度相對較小，受政策影響不大，消費的增長主要依賴居民收入增長，尤其是佔人口比重80%的中低收入群體的收入增長。例如，美國在疫情中採取了對居民部門進行大規模補貼的舉措，使得居民收入異常增長，不僅拉動了消費，而且還助推了房價上漲。但其副作用是部分獲得大量補助的失業人員不願再就業，導致供給鏈受阻，物價上漲。

從中國與其他各國比較看，中國的居民消費率（居民消費總額／居民可支配收入總額）顯著低於主要發達國家和發展中國家，儘管從2008

年-2019年呈現逐年上行趨勢，但2019年也只有39%，相比美國的68%和印度的60%，差距甚大。

消費率低意味着儲蓄率高，這與中國多年來房地產作為居民家庭的主要配置資產有關，即居民的房貸支出甚大。央行曾發布的2019年中國城鎮居民家庭資產負債情況調查顯示，有負債的居民家庭中，76.8%的家庭有住房貸款，戶均家庭住房貸款餘額為38.9萬元（人民幣，下同），佔家庭總負債的比重為75.9%。

隨着今後人口老齡化，購房意願下降，或者投機、投資性購房比例下降，居民債務中，房貸比例下降、消費貸（扣除房貸）比例上升，則有利於促進消費。當然，要提高消費率，除了降低房貸之外，還得提高公共福利，讓老百姓敢消費。

當前正倡導共同富裕，共同富裕的兩個標誌是收入差距縮小和實現公共服務均等化，這兩方面都有利於提高消費在GDP中的佔比。因為縮小收入差距，就是要讓中低收入階層的收入增速更快，而公共服務均等化則要改善居民在教育、醫療及養老等方面的福利，縮小公共服務地域差距。在此背景下，提兩個政策建議：一是增加國債發行規模，以支持民生投入。目前中國國債餘額佔GDP的比重只有20%左右，而美國聯邦政府債務則達到127%，顯然中國中央政府的槓桿率很低，應該可以通過擴大發債規模來支持教育、醫療、養老等方面的投入，甚至通過發消費券等方式，直接補貼給中低收入群體。

當前增加地方債或地方專項債的規模的空間不大，因為地方政府的槓桿率偏高，專項債需要對應有盈利或者有現金流的項目，這類項目今後一定會越來越少。因此，在地方政府降槓桿的同時，中央政府可以加槓桿。在人口老齡化趨勢加速的背景下，期望宏觀槓桿率水平的下降並不現實。

二是鼓勵高收入者多消費。中國提出要推動形成以國內大循環為主體、國內國際雙循環相互促進的新發展格局。目前在疫情之下，中國參與國際大循環的表現上佳，如出口增速大幅上升，但內循環反而存在諸多問題，如PPI與CPI之間的差距不斷擴大，上游與中下游之間的價格傳導不暢，表現為第二產業利潤向上游集中、向國企集中的不正常趨勢。

上述趨勢的背後，實際上是下游的有效需求不足，有效需求不足的背後收入結構問題，這種收入結構問題難以通過寬貨幣政策來緩解，反而恰得其反。如果再分配制度的改革也不是一蹴而就，而鼓勵高收入者消費，可以提高中低收入者的就業機會和增加收入。

# 如何提振中國消費？

實話世經



程實  
工銀國際首席經濟學家、董事總經理

「刪繁就簡三秋樹，領異標新二月花。」9月，社會消費品零售總額同比名義增長上拐至4.4%，雖然高於市場預期，但增速絕對值仍處於低位，兩年同比增速也僅為疫情前的一半左右。我們通過研究發現，現階段中國消費增速動力不足主要基於以下四個方面的因素：一、消費者可支配收入增速下滑；二、房地產市場政策調控；三、中國人口老齡化；四、疫情對居民消費習慣產生影響。

基於比較研究，筆者認為，提振中國消費的關鍵在於，一是致力於不斷提高個人可支配收入；二是防止人口出生率懸崖式下跌；三是通過共同富裕政策保證社會財富再分配的相對公平性。

## 居民人均可支配收入下滑

基於絕對收入假說，受到疫情衝擊，疫情前中國居民人均可支配收入增速均值为8.5%，而疫情後中國居民可支配收入增速均值已下降至6.5%。同時，中國居民人均工資收入增速由疫情前的8.7%已下滑至疫情後的7.0%（2020-2021年的兩年複合增長）。基於絕對收入假說，勞動者工資水平整體下滑使得可支配收入進一步下降，最終導致私人消費支出意願下降。我們從中國的CPI居民消費指數的疲弱表現就可以看出，中國居民消費支出下滑使得今年中國核心CPI始終維持在較低水平。

## 地產調控制居民消費支出

根據我們的觀察，儘管很難斷言居民暫時性收入的提高對居民消費支出影響不存在顯著性，但從居民的長期預期收入來看，結合中國的實際情況，我們發現房地產市場的嚴格調控確實會階段性影響居民消費支出。疫情衝擊使得居民開始對長期收入的安全性和穩定性更加重視，因此居民避險情緒使得中國消費者的購房意願進一步增強。這也是為什麼今年上半年房地產在疫情衝擊後表現亮眼。

具體來說，上半年疫情使得房貸調控相關政策暫時退位，地產銷售面積強勢回升，帶動中國內需一至二季度穩健恢復。這一方面反映了地產商在地產庫存去化與房企資金壓力加大下刺激銷售回款的意願增強；另一方面反映了居民購房意願的提高拉動了中國私人消費的恢復。但進入下半年，伴隨着中國疫情

逐步得到全面控制，嚴厲的地產調控政策開始重啟，在銀行信貸投放對地產業的嚴格控制下，居民貸款增量開始回落，居民購房消費得到明顯限制。

## 老齡化影響家庭消費

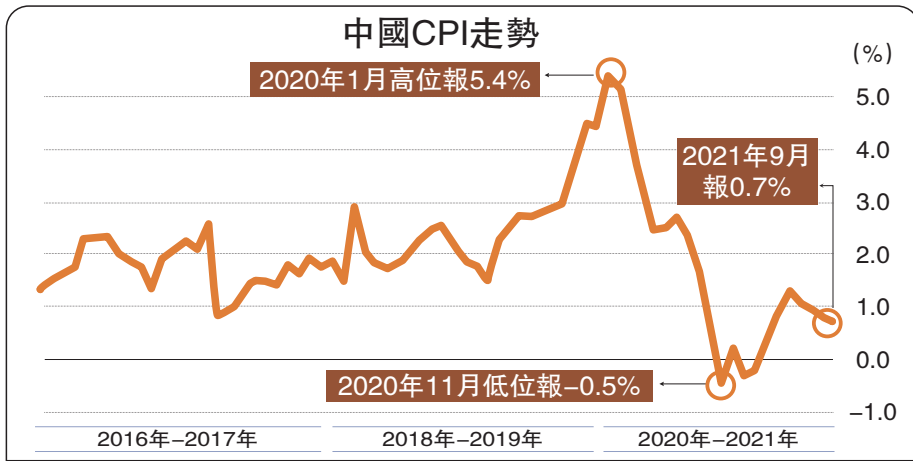
當前中國已經不可避免的邁入了老齡化社會。老年人比例的不斷提高可能會進一步增加老年人群體在醫療和養老方面的消費支出，但同時老齡化也將開始顯著影響以80及90後為代表的獨生子女家庭的邊際消費傾向。基於分析，以80及90後為代表的獨生子女家庭邊際消費傾向存在下滑跡象，這是因為當80及90後人群進入中年階段後，儘管家庭收入整體會增加，但消費在收入中所佔的比例在降低。這是因為一方面獨生子女家庭需要面臨償還青年階段所累計的負債；另一方面，由於缺少兄弟姐妹分擔家族財務壓力，獨生子女會將一部分收入儲蓄起來用於防老和養老。

## 疫情對消費習慣產生長期影響

近年來中國電商和互聯網金融等資訊產業高速發展，以80及90後為代表的中青年群體日漸成為市場消費主力，疫情前年輕消費群體的即時消費和超前消費也在快速增加。但基於百度2020年年輕人消費搜索大數據顯示，受疫情等外部環境衝擊影響，年輕人消費習慣和趨勢正在發生明顯變化。其中，直播購物和儲蓄理財的搜索數據分別上升167%、46%，而逛街購物則下降了33%。

面對疫情衝擊帶來的諸多不確定性，年輕消費群體的消費觀正在趨向於理性。筆者認為，這種消費趨勢和習慣不會隨着疫情結束而結束，在面對經濟下行，就業壓力較大和不確定開銷增加的情況下，消費的「示範性」和「棘輪效應」將使年輕人的消費行為更加趨向理性，以避免增加更多的債務負擔。

根據Arslan等人（2020）基於全球面板數據的研究，影響商品價格搜索時間長短的核心因素是個人可支配收入，個人財富及年齡變化。舉例來說，當個人可支配收入增速下滑，個人財富積累收縮或個人年齡增長時，個人最終消費支出將顯著下降，而個人將投入更多的時間用於同類商品的價格搜索。在學術上，我們將這種現象描述為消費者最終支出的不平衡性。最終支出的分化加劇，反映了居民可支配收入的下滑（工資水平下降），財富縮水或年齡增長（老齡化）。持續的分化將可能促使社會消費水平整體降級。另外，年齡增長導致消費支出下滑，實質上也反映了可支配收入在生命周期中的邊際下滑。



# 美縮表成定局 加息料溫和

樓市智庫



陳永傑  
中原亞太區副主席兼住宅部總裁

美國聯邦儲備局縮表／收水行動，已成定局，預料在本年底之內展開。至於何時加息，未必肯定在明年實現，有機會維持原判在後年才開始，因為聯儲局部分委員認為儘管高通脹可能稍為延長，而新冠肺炎疫情經已令美國經濟放緩，未來加息幅度亦溫和。

美國能源部上月初釋放150萬桶戰略儲備原油，應付風暴影響，仍未能平抑油價升勢。油價持續高企，創出近三年新高。及後，美國能源部擬再有釋放原油可能性，並表示美國總統拜登為防止汽油價上升，會動用所有工具。

聯儲局主席鮑威爾出席參議院銀行委員會聽證會時指出，通脹升勢可能較預期為長。經濟持續強勢反彈，但供應鏈樽頸效應及其他因素引致的通脹升勢，可能較預期為長，或會歷時達到數個月，但最終會減弱，回落至2%的長遠指標。聯儲局將致力支持經濟復甦，

直至完全復元。

隨着經濟自疫情中恢復，物價上升及招聘困難可能較預期持久，聯儲局必要時採取行動以應付通脹失控。鮑威爾指出，今年夏天感染疫情激增，經已導致部分經濟活動放緩。

紐約聯儲銀行行長威廉斯表示，如果經濟如期改善，很快可以放慢資產購買步伐，但距離實現充分就業，還有很長一段路要走。聯儲局理事布雷納德坦言，勞動力市場情況可能很快會構成縮減買債。不應把任何關於放慢資產購買速度的決定，視作首次加息時機信號。

芝加哥聯儲銀行行長埃文斯透露，預期首次加息時間是2023年，之後利率會非常溫和地上升。如果就業情況持續改善，或很快滿足縮表條件。埃文斯認為可能還需要兩年時間，才會出現高通脹而需要加息。他更擔心2023年及2024年仍維持低通脹，而非將承受高通脹困擾。

美國將來縱使加息，筆者亦相信息口加幅溫和，對本港置業人士應不會構成供樓重大壓力，有跡象顯示，美國高通脹會屬短暫的。