新冠疫情肆虐兩年來，由於疫情防控優勢帶來的強勁淨出口形成的外循環力量，可能讓很多人相信中國經濟復甦無虞。與此同時，監管層開始對互聯網平台、民生行業（教培、醫藥集採、房地產）進行前所未有的治理整頓，尤其是房地產業，面臨着自房改後第一次歷史性大收縮。在此背景下，過去依靠的穩增長重要抓手——基建投資，則持續低迷。讓中國經濟開始對淨出口高度依賴。

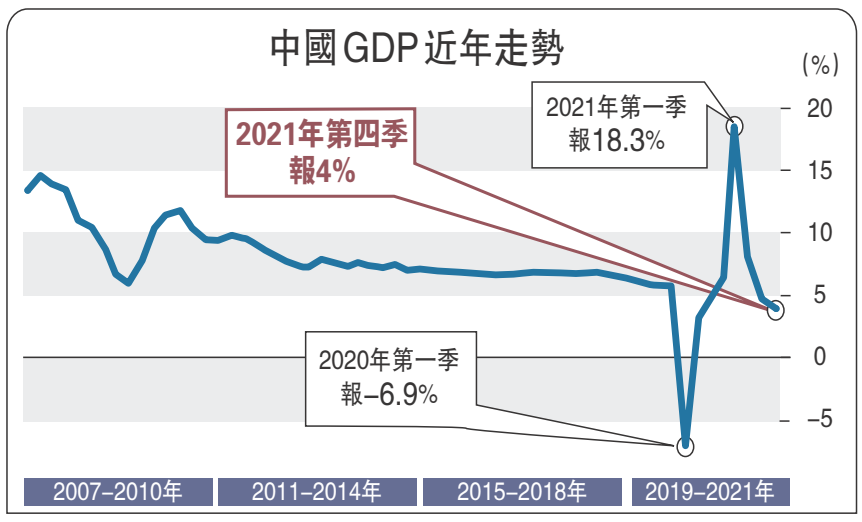
房地產成穩經濟關鍵？

▲房地產經歷三條紅線的「供給側改革」後，大部分民營房企基本躺平，整個房地產投資和銷售面積都連續負增長，這在歷史上還是首次。

澤被萬物

趙 建
西澤研究院院長

市場須警惕的是，疫情對國內餐飲、旅遊和娛樂等產業造成了嚴重衝擊，再加上教培、環保、房地產接連出台整頓舉措，失業、減薪、斷供等各種情況恐怕會紛至沓來，中概股、港股市值亦都遭遇負面影響。這些都是亮麗宏觀數據背後需要直面的隱憂。



面臨三大經濟結構問題

雖然中國GDP去年增速為8.1%，基本符合預期，但從移動平均和邊際增速來看，整個經濟增長速度中樞是快速下移的。我們要避免陷入一種趨勢性失速的狀態。所謂趨勢性，是指既有的態勢會進一步強化，當下的狀態是下一期狀態的動因。也就是，當期的經濟下滑，會導致下一期更大的下滑。除了「利潤下降—減薪裁員—需求減少—利潤下降」的緊縮效應外，市場主體的破產、信用的收縮和資產負債表衰退，都有可能成為更加急促和直接的原因。

當前中國經濟主要有三大關係面臨結構性失調：第一，金融與實體經濟的關係，貨幣向實體經濟的傳導越來越弱，而信用收縮造成的實體經濟通縮效應卻越來越強，政策層要面對金融膨脹與實體緊縮、貨幣寬鬆與信用收緊等多重結構性背離；第二，上游壟斷與下游消費端民企之間的關係，上游國企充分享受了能源和原材料價格上漲帶來的「利潤紅利」，但下游民營企業由於無法舒暢地將上游成本傳導到終端消費品價格上，造成利潤被大幅擠壓，做實體的中小民企生存維艱；第三，外循環背後的宏觀與微觀因素關係，中國率先復工復產後，宏觀上看外循環動力大幅增強，但在微觀層面，外貿企業面臨着原材料上漲、運費飆升、人民幣升值「三座大山」，因此訂單和流水雖然很多，但毛利率很低，微觀動力趨弱。

要防止結構性失調帶來的趨勢性失速，關鍵是處理好金融與實體經濟之間的關係。金融是現代經濟的核心，而金融的核心之一是信用。企業家依靠信用來借貸獲取貨幣購買力，以組織人財物進行生產。而在此過程中，新增就業、發放的工資轉化為居民和家庭的消費和投資支出，這些需求傳導到企業層面形成營收和利潤，這又會進一步刺激企業家借貸擴大再生產，最終形成「信用擴張—經濟增長」相互強化局面。反之，在需求收縮的情況下，企業財務成本不斷加重，利潤大幅收縮，因此不得不減薪裁員。更嚴重的是，進入債務償還期後資金鏈斷裂，資產負債表破損，大量積累或新增借貸用來補充資產減計產生的損益。此時，新增的信用不是用來擴大再生產，而是用來補償債務窟窿。

因此在債務型經濟的狀態下，穩增長首先要穩信用。一方面，穩住存量，不要再大規模暴雷形成債務通縮，防止債務黑洞對實體經濟的反噬。這主要涉及兩個行業：一是房地產，一個地方融資平台。兩者加起來近百萬億元（人民幣，下同）的量，正在惡化的債務得有十分之一。即使沒有壞賬化，也因為利率高於收益率而處於一種負收益狀態。考慮5%的加權利率，每年耗損財務成本都近5萬億元，幾乎相當於全年財政收入的同比增量。

另一方面，激發增量，也就是鼓勵企業家新增信用以擴大再生產和資本支出。但這取決於兩大主體的預期和意願，一是企業家的意願。企業家借貸的決策並不僅僅是利率高低，而是對經濟前景的信心。如果他們的預期不穩定，就不會在實體經濟長期投資，而轉戰金融二級市場進行交易性投資。二是銀行家的意願和能力，能不能將有限的信貸資源配置到能帶來技術進步和密集就業的行業，從過去的經驗事實來看，銀行做房地產、當舖類業務性價比最高，缺乏做真正實體類信貸業務的動力。中國M2（廣義貨幣供應）已經超過230萬億元，銀行總資產也超過339萬億元，這些存量躺着自然就可以「坐收漁利」。

房地產拉動逾50個子行業

其次，2022年要穩增長，根本是穩就業，只要就業穩了，GDP增速多一點少一點問題不大。而要穩就業，中小企業是關鍵。如果說國有企業是納稅大戶，中小民企就是就業大戶，吸收了近80%的就業人口。中小企業一般來說是就業密集型，就業形式也比較靈活。要促進中小民企發展，需要讓要素資源流向實體經濟，讓中下游中小民企有利潤增長，通過賺錢效應激發中小企業的發展動力。最為重要的是，要穩定並提振中小企業的預期，保持制度、政策和私有產權的穩定。如果政策朝令夕改，企業家權益得不到保護，中小企業也就沒增量、沒活力。

當前在上游原材料普遍漲價，成本不斷上升的情況下，還是要繼續加大對中小企業的減稅讓利甚至是直接補貼。與其在大量失業後通過再分配發放失業金消耗財政資金，不如直接讓分配的主體以中小企業為主導。因為大量的研究已經表明，失業對勞動者的打擊不僅僅是物質層面的，還有精神和心理層面。同樣是一筆收入，通過失業救濟和勞動收入所得的心理感受是不一樣的。而且，就業能讓一個體擁有「單位」的歸屬感、安全感，還有重要的社交功能（同事關係）。

再次，放眼2022的增長動能，「三駕馬車」都不樂觀，將動力拆解來看，如果沒有劑量足夠大的刺激政策，很難穩住5%的增長底線。投資收縮最大，主要是房地產和基建投資衰減嚴重。房地產經歷三條紅線的「供給側改革」後，大部分民營房企基本躺平，整個房地產投資和銷售面積都連續負增長，這在歷史上還是首次。土地流拍率也創新高，很多區縣級政府的財政已經到了「重整」邊緣。在此情況下，即使放鬆貨幣和房地產行業政策，也很難讓元氣大傷的民營房企恢復往常的熱情。

客觀來說，**房地產行業是吸引中低端就業密度最高的行業之一，產業鏈涉及到五十多個子行業，對進城務工人員的就業吸納能力也最強。房地產投資的收縮，對社會民眾就業影響非常大。**基建投資已經萎靡不振多年，除了地方債務治理、財政壓力、經濟反腐之外，大部分地方的確是已經建無可建。除非重新開啟「土地融資＋基建投資」的循環結構，否則基建仍然可能繼續拖累GDP增長。

消費方面取決於兩點：可支配收入與未來預期。當前的形勢來看，這兩點都在緊縮。在通脹壓力依然較大的情況下，社會零售總額的增長恐怕仍然要靠價格上漲的驅動，而這個驅動力量明顯又是一種幻覺。

因此，站在三駕馬車的角度，動能較強、較確定的仍然是淨出口。但考慮到歐美等國群體免疫下經濟逐漸復甦，國內外貿企業利潤下降導致微觀動力不足，海外通脹逐漸平穩後價格效應的衰減，今年依賴淨出口的外循環動力，肯定不會比去年強，高基數效應下同比增長可能回到個位數，對GDP拉動也回到不到1%的程度，剩下的4%靠什麼來拉動呢？消費難見起色，基建的復甦還需要體制性放鬆，所以兜兜轉轉，今年抓手又回到了遍體鱗傷的房地產。對我們來說，這無疑是一個不得不面對的現實。

農產品供應鏈新危機

中金點睛

郭朝輝
中金公司分析師

2022年1月15日（北京時間12點10分左右），位於南太平洋的島國湯加王國境內一座海底火山（Hunga Tonga–Hunga Ha'apai）發生猛烈噴發，火山噴發的同時伴有7.6級劇烈地震和海嘯。強烈的火山噴發，不僅給人類的生命財產帶來嚴重威脅與危害，同時也會對全球氣候系統和農作物生產造成一定影響。

Hunga Tonga火山位於湯加福努阿福歐島南以東方向大約30公里處，處在太平洋板塊與印度—澳洲板塊俯衝邊界上。據Weather models估算，火山噴發高度至少25公里。本次火山爆發的強度很可能達到了VEI5級（VEI為火山爆發強度指數）的上端，甚至有可能達到VEI6級。19世紀以來，VEI5級以上火山爆發共十一次，其中5級六次，6級四次，7級一次。

據全球水位監測數據，此次火山噴發引發了越洋海嘯，影響了太平洋沿岸地區。截至2022年1月16日11點30分（北京時間），太平洋沿岸的智利、日本等國的潮位站監測到30厘米至150厘米的海嘯波，中國潮位站最大海嘯波幅在20厘米以下。太平洋海嘯預警中心（PTWC）針對此次火山海嘯發布了多期海嘯預警信息，新西蘭、湯加、斐濟、日本、瓦努阿圖、智利和澳洲等國家也針對此次事件發布了海嘯預警。短期內太平洋沿岸國際航運或受到影響，需要重點關注美豆到港情況。

短期來看，筆者認為本次火山噴發對南美當前作物生長影響有限。

全球氣候一般受到大氣環流和洋流影響，太平洋沃克環流是熱帶地區最重要的大氣環流系統之一，對全球多個地區的降水和極端天氣氣候事件等都有着重要的影響。本次火山噴發作為近三十年最強的火山噴發之一，湯加火山噴發或會造成一些氣候影響。據中國科學院大氣物理研究所的研究結論，熱帶強火山噴發後的一年裏，太平洋沃克環流顯著減弱。因此在當前情況下，雖然本次火山爆發等級較強，但是對於南美當前作物生長影響有限。

長期來看，筆者認為本次火山噴發或增加夏季拉尼娜發生概率，但對北半球影響或較小。

一方面加速催化夏季厄爾尼諾天氣的形成。去年10月開始，沃克環流強勁，導致東太平洋下層冷海水上翻增強，洋面異常低溫，拉尼娜氣候已經形成。拉尼娜氣候導致南半球巴西、阿根廷等國家高溫少雨，北半球中國、美國等則出現寒潮低溫天氣。熱帶火山噴發或導致沃克環流減弱，湯加火山所處位置正好是在厄爾尼諾的重點監測區域，火山噴發點在ENSO監測區附近，如果火山噴發導致氣溶膠進入平流層過多，或將在夏季加速拉尼娜轉中性的趨勢，如果東太平洋的洋面溫度升高，就會產生較暖而且濕潤的上升氣流，形成「厄爾尼諾」氣候。

另一方面，「遮陽傘」效應影響下，全球溫度或存下降風險，但北半球影響有限。火山爆發導致全球氣溫降低的主要原因是「遮陽傘」效應。一般來看，在強烈火山噴發後，大量極細的火山灰氣溶膠進入平流層，需要幾個月甚至更長的時間才能沉降到地面，它們會長期遮蔽陽光，類似一把隱形遮陽傘籠罩在地球上空。

不過，「遮陽傘」效應有兩個前提：首先是火山灰氣溶膠要進入平流層或在平流層形成，因為在對流層的火山灰，會很快沉降到地面；其次是平流層的火山灰氣溶膠要足夠多。基於此，一般需要VEI6上端或者VEI7甚至更強的火山噴發。

本次湯加火山噴發雖然也很強，但應該是VEI5上端或者VEI6下端的強度，不足以輸送影響全球氣候的巨量火山灰進入平流層，另一方面火山噴發地點在南半球相對高緯度地區，對北半球的影響或相對較小。基於此，筆者認為本次火山噴發對於夏季北半球溫度的影響仍需持續跟蹤和評估。

筆者認為，熱帶火山爆發或提高全球極端天氣發生概率，在全球農產品低庫存背景下，供給風險猶在。湯加火山爆發強度等級較高，如上文所述，火山噴發點在ENSO監測區附近，這或大概率削弱沃克環流，加速厄爾尼諾氣候的形成。全球範圍內來看：厄爾尼諾發生年，如果在12月到2月期間，那麼赤道附近海岸線、秘魯西北部、巴西南部、阿根廷中部、非洲赤道以東降水量會大概率增加；南美洲北部、中美洲、非洲南部、澳洲北部較以往更為乾旱；如果發生在6月到8月期間，那麼美國內陸地區、智利中部降水量會增加，而澳洲整個東部地區將會發生乾旱，在中國則造成「南澇北旱」的狀態。

降上車門檻 需增供應配合

樓市新態

汪敦敬
祥益地產總裁

香港行政長官林鄭月娥較早前曾提出，可能會考慮為資助房屋引入「漸進式按揭」，只需以樓價一半的費用去支付首期及供款。這種形式是去年12月新世界發表「新世界資助房屋」項目時率先提出的，是一個好的做法，而好的做法必須要好好運用便更能得到好的效果。該做法的確可以讓眾人受惠，但在供應量沒有大幅增加的背景下，只是放低了抽籤門檻。另一個好處就是，令到中籤者有條件買得更大的單位，但是更多人抽籤的副作用就是稀釋了真正有需要人群的上車機會。

筆者所強調的是，最有需求的人群就是收入介乎2萬元至4萬元的家庭，這些市民基本上是沒有條件申請公屋，而能力上亦大多數買不到私人住宅，加大抽籤範圍可能有其道理，因為更多人抽籤之下，或許可以滿足到一些群眾的情緒，但在分配資源的角度上這是不理想。

劏房不是一個理想的居所，因為其中充滿了僭建及消防問題，亦因此沒有完整的流程，包括地產代理條例在過去也難以保障劏房住戶的權益，這是屬於半地下的項目。

直至近年超過20萬人住劏房的數目，這個規模可以說是不可以不理會了，於是最近政府就宣布劏房租務管制條例將於本月22日生效。

劏房租務管制條例短期內只是個新的遊戲規則，對租客是否有利在乎是否懂得去玩遊戲規則，因為沒有規限「起始租金」及只能規限4年的租住權保障，因此抑制加租的效果很有限，但是劏房流程「地面化」之後將來可以逐漸正規化。

長遠解決劏房問題，核心仍是需要在供應入手，讓更加多中籤機會給予真正有需求的家庭人士，因這些人士當中有不少是住劏房的，我們應去化解失落社群的需要。造地及增加樓宇供應可謂當務之急。

◀香港將於本月二十二日正式實施劏房租務管制條例。