



◀由減少消費支出而帶來的儲蓄可以稱為「預防性儲蓄」，未來有多少能變成消費，取決於儲蓄的分布情況及居民未來的收入預期。

在疫情政策轉變後，疫情帶來的中長期不確定性快速過去，被壓制了接近三年的消費能否順利修復也決定明年的經濟成色。縱觀2022年全年，中國居民部門積攢了約6萬億元（人民幣，下同）「超額儲蓄」，但主要來源於2020年的節約消費和2022年的投資性支出減少，且主要集中於高收入居民手中，這也意味着明年超額儲蓄的釋放或明顯偏低。

內地消費復甦恐較預期慢



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

數據顯示，2022年1至11月，居民部門新增存款14.9萬億元，算上過去五年12月居民新增存款均值1.4萬億元，2022年全年居民部門新增存款或超過16萬億，大幅高於往年水平（2019、2020、2021年分別為9.7萬億、11.3萬億和9.9萬億）。從居民部門的存款數據來看，2022年居民部門的超額儲蓄規模或在6萬億左右。

居民消費意願不足

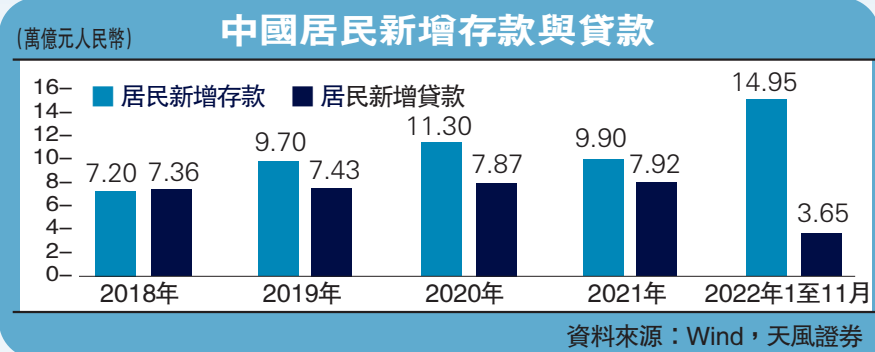
疫情期間的「超額儲蓄」能否轉化成疫後的「超額消費」？在回答這個問題之前，我們需要先搞清楚約6萬億的超額儲蓄是怎麼來的，只有搞清楚了超額儲蓄的來源，才能知道它的去處。

邏輯上講，儲蓄只是一個結果，是居民可支配收入減去消費性支出和投資性支出後的剩餘，用公式表達，儲蓄=可支配收入-消費性支出-投資性支出。而消費支出和投資支出又均受收入預期、收入結構等因素的影響。所以究其緣由，超額儲蓄的核心來源都在收入端，可支配收入增加、收入預期下滑、收入結構惡化——這三種原因，都可能造成儲蓄上升。

現實情況是2020年以來，居民部門收入增速一直低於疫前。2020、2021和2022年居民可支配收入名義同比增速分別為4.7%、6.9%（兩年同比）和5.3%，顯著低於2019年疫情前水平8.9%的增速。連續三年疫情也壓制了居民的收入預期。受疫情影響，2022年以來，消費者信心指數、預期指數分別從1月的121.5和124.5下滑至4月的86.7和86.8。

居民的收入來源結構也發生了變化。從收入來源看，疫情對居民經營性收入的影響最大，對工資性收入的影響次之。一方面，受收入預期轉弱的影響，居民消費支出增速明顯下滑，且同比降幅大於收入。在受疫情影響明顯的2020年上半年和2022年上半年，居民人均消費支出累計同比僅-5.9%和2.5%，大幅低於疫情前8%左右的同比增速。分項結構中，食品煙酒、居住等必需品消費維持韌性，而教育、文化和娛樂、衣着等與線下消費密切相關的消費則偏弱。

另一方面，房企爆雷和理財投資收益下行也造成居民部門減少了購房和理財等投資性支出，而這部分才是2022年超額儲蓄的主要來源。對比2020年疫情之後的房地產市場，2020年商品房住宅銷售額15.5萬億元，同比上漲10.8%；而2022年房地產存在交付風險等因素影響，房地產銷售快速下行，前十一個月商品房住宅銷售額僅10.4萬億元，同比下降28.4%。按照過去三年住宅銷售額同比均值計算，2022年住宅銷售額低於往年規模約5.6萬億元左右，除去約佔



1/3的個人按揭貸款，居民購房類支出減少也帶來了約3.7萬億超額儲蓄，這是今年6萬億超額儲蓄的主要構成。

對比2020年之後美國居民的收入情況和超額儲蓄情況，可以看到，疫情以來中美兩國居民的超額儲蓄來源存在明顯差異。受益於大規模的財政轉移支付，疫情以來美國居民實際收入快速增長，2020年和2021年全年美國個人可支配收入同比分別上漲7.4%和5.9%，高於2017至2019年5%的均值水平。

收入結構上，美國居民收入高增主要有兩個來源：一是美國政府向居民部門進行了多輪大規模財政轉移支付，2020年至2021年二季度期間，美國居民積累的2.3萬億美元超額儲蓄，其中財政補貼貢獻了約1.8萬億美元；二是薪資增速快速修復，疫情後美國勞動力參與率從2019年12月63.3%快速下滑至2020年4月的60.2%，一直到2022年11月（62.1%）也未修復至疫前水平，同時勞動力供不應求推動工資快速上行。疫情以來美國居民的超額儲蓄來源也可以分為兩部分：一部分超額儲蓄來源於政府財政轉移支付帶來的收入增加，這部分超額儲蓄主要集中於美國低收入群體，截止至2022年二季度，收入後50%分位家庭的超額儲蓄主要來自於接近1.5萬億美元的財政轉移支付；另一部分超額儲蓄來源於居民收入預期下降帶來的消費減少，這部分超額儲蓄主要集中於美國高收入群體，截止至2022年二季度，收入前25%分位家庭通過減少支出積累了約1.4萬億美元的超額儲蓄。

從美國家庭收入和支出數據上看，受益於財政轉移支付的低收入群體，可支配收入明顯上漲，消費較快修復。但美國高收入群體不是財政補貼的主要目標人群，收入承壓，消費修復緩慢，高收入群體消費支出到2021年四季度才修復至疫前水平（指數達100），且後續修復高度較低，到2022年二季度也僅有103。

收入預期偏弱制約支出

從上述角度看，轉移性收入能夠有效地刺激居民消費修復，而由收入預期下行帶來的超額儲蓄對消費的支持力度明顯偏低，因為這部分存款本身就是依靠減少消費而來的。因此，消費的修復往往以收入的修復為前提，除非直接發錢，否則只有等到居民收入預期好轉時，超額儲蓄才有可能轉化為超額消費。

相比於美國家庭的超額儲蓄主要來源於——低收入家庭的財政轉移收入和高收入家庭的節約消費，中國家庭的超額儲蓄主要來源於——2020年的消費大幅下滑和2022年的投資性支出下滑。

投資性支出減少帶來的超額儲蓄，基本對應了2022年大幅上升的「定期存款」，這部分資金的規模約4.5萬億元，後續也主要用於購房、理財等投資性支出，如2022年房地產銷售市場受期房交付風險的影響居民購房需求可能後置到2023年。由減少消費支出而帶來的儲蓄，也可以稱為「預防性儲蓄」，按照上文的估算，這部分資金的規模約5000億至1.3萬億元左右，未來能轉變為消費的儲蓄也主要是這部分，至於有多少能變成消費，取決於儲蓄的分布情況以及居民未來的收入預期。

城鎮儲蓄不降反升

從儲蓄率的分布來看，國內居民部門的超額儲蓄主要集中在城鎮人群／高收入人群手中。數據顯示，2022年城鎮居民疫情期間儲蓄率明顯高於疫情前，但是農村居民儲蓄率略低於疫情前水平。這與農村居民支出剛性有關，2022年前三季度，城鎮居民人均消費支出佔可支配收入的比重為59.7%，農村為61.5%。2021年城鎮居民的恩格爾系數為28.6%，農村居民為32.7%。在收入下滑時，農村居民消費剛性，只能減少儲蓄。而城鎮居民因可選消費佔比高，收入下滑時可以降低可選消費支出，儲蓄率不降反升。

和城鄉差異表現一致，中國高收入群體的儲蓄率也高於疫情前。數據顯示，疫情前後儲蓄率的變化與居民可支配收入正相關，中國高收入群體疫情以來的儲蓄率均值高於疫情之前，而中國低收入群體疫情以來的儲蓄率低於疫情前。

從預期數據上看，目前居民部門的收入預期依舊偏弱，四季度央行調查問卷數據顯示，2022年四季度居民部門收入感受指數和就業感受指數相比於三季度分別下滑3.2個和2.3個百分點，收入信心指數和就業預期指數分別下滑2.1個和2.3個百分點，僅有44.4%和43%。考慮到國內尚處於本輪疫情的尾聲、海外需求下滑拖累出口等，居民收入和信心的修復或需要更長的時間，這也會對超額儲蓄釋放形成制約。

全球價值鏈重構在即



實話世經 程寬

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「虛舟縱逸掉，回復遂無窮。」當前，全球價值鏈恢復前景錯綜複雜，持續的供給瓶頸造成的價值鏈扭曲正在不斷固化，並推動主要經濟體開始重構各自的價值鏈體系。未來，全球價值鏈演進將進入第四階段，價值鏈重塑將圍繞中國、歐盟、美國三個核心經濟體進一步向區域化、獨立化和數位化方向邁進。在這個過程中，價值鏈的安全性（或韌性）將被全球主要經濟體視為衡量價值鏈競爭優勢的最核心要素。

2018年以來，全球價值鏈經歷了三重演變：一是貿易保護主義和國家主義推動了全球貿易成本抬升。二是新冠疫情嚴重衝擊了全球價值鏈上的供需關係。價值鏈上生產商、供應商、物流商、零售商與終端消費者的生產關係被重新安排；同時，組織內僱員與僱主的僱傭關係被重新界定。三是烏俄衝突導致全球能源和製造業開始進行重塑。一方面，能源出口國試圖在本輪地緣衝突過程中爭取到更多的定價優勢，從而試圖改變過去的能源市場供應格局；另一方面，能源進口國在被迫輸入高通脹的同時，也加快了綠色能源轉型之路，並由此提升了其在價值鏈上的獨立性。

微觀層面，在疫情持續衝擊下，製造業和零售業更快地懂得如何有效調整自身庫存及成本以應對更多潛在的運營風險。因此，價值鏈上企業在生產供應環節的韌性得到了強化。進入2022年三季度，綜合全球海運運輸成本，歐美國運成本指數以及全球價值鏈上前七大（中國、歐元區、日本、韓國、英國和美國等）經濟體PMI（製造業採購經理人指數）指數進行綜合衡量。結果顯示，全球供應鏈已經進入加速修復階段，但距離恢復至疫情前水準仍存在一定距離。

儘管全球供應鏈瓶頸正在得到實質性解決，但考慮到不同國家各行業對待疫情的政策和地緣影響存在諸多差異，且四季度拉尼娜現象或對歐美航運運輸造成顯著衝擊，因此，筆者預計全球價值鏈修復的速度將階段性減緩。到2023年一季度前，全球價值鏈仍將要面臨來

自疫情不確定、寒潮反覆以及地緣外溢等多重因素的影響。更重要的是，近期市場普遍上調了歐美2023年經濟衰退的概率。歐美快速進入經濟衰退預期強化，市場狀況開始由「供不應求」轉向「供過於求」。這對於一些已經採取措施預防供應鏈瓶頸的企業（例如大宗商品和耐用品製造業）來說，可能將被迫再次調整自身庫存以防止未來過剩庫存積壓問題。

各國更加注重安全與韌性

短期來看，金融市場流動性風險將是下一階段衝擊全球價值鏈的主要挑戰。由於全球金融條件持續緊縮，全球超過一半的央行在2022年啟動加息，金融流動性收緊一度導致近期市場對全球金融穩定性產生擔憂。持續的加息已經導致美國國債利率、貸款利率、汽車融資，以及按揭貸款利率同步上行。一旦美國經濟衰退實質化，流動性短期內將衝擊銀行體系，這對價值鏈上尤其是製造業或能源貿易商來說將造成來自債務和融資方面的困境。一方面，價值鏈上長期依賴短期融資的相關製造業出口商將受到顯著衝擊；另一方面，匯率波動加劇將使得能源出口商面臨更複雜的期貨風險。

中長期來看，全球價值鏈體系將逐步走向區域化（北美、歐洲、亞洲）、獨立化和數位化。同時，主要區域內的核心（美國、歐盟、中國）將把價值鏈的安全和韌性放在首要位置。當前，越來越多的跡象反映了後疫情時期的全球地緣動盪具有長期性和複雜性。地緣風險對全球價值鏈上造成的供應瓶頸預期顯著上升。因此，如何在複雜的地緣局勢中保持穩定持續的供應，將在長期經貿競爭關係中凸顯重要性。具體來看，美國已經將「供應鏈韌性」問題與國家安全掛鉤。無論是民主黨或共和黨，未來均將針對提升美國供應鏈韌性和安全提供財政支持。中國在二十大報告中也強調了實現國家安全體系（如能源供應，糧食安全、資料安全）現代化。這意味着，中國將立足於雙迴圈的發展格局，進一步確立自身獨立、可持續並安全的價值鏈體系。歐洲方面，受到烏俄戰爭的影響，歐元區正在加速開啟能源獨立轉型並積極聯合德法促成新的產業鏈安全戰略。

通關在即 新盤銷情迎反彈



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

踏入2023年，筆者先代表世紀21香港祝願各位新年快樂、新春蒙福。

剛過去的12月，在加息陰霾下，樓市整固期持續，樓價持續回落，大部分發展商已提早「收爐」，上月連一個新盤也沒有，餘下貨尾銷售，平均每日亦只有零星的幾宗成交。因此，總括去年新盤市場銷售情況，一手銷售價量齊跌，整體跌幅相當顯著。全年新盤總銷售只有約9230伙，是自2013年《一手新例》實施以來的全年銷售新低，較前年全年超越1.7萬伙，按年大幅回落近四成六。

2022年新盤價量齊跌，而市場最大特色，基本上熱賣的新盤集中於新界區，九龍區雖然有多個新盤登場，特別是啟德區一盤接一盤，但整體銷情顯著放緩，香港區罕有地出現零推盤的現象。

總括而言，新盤市場總銷售金額大幅減少一半以上。截至目前為止，2022年全年一手總銷售金額只有約950億元，較前年全年的2253.7億元，按年大幅回落近58%之多，平均每宗一手的成交價，更由2021年的1324萬元顯著減

少至2022年的1033萬元，有關數字亦是自2016年以來的新低。

世紀21研究部按2022年新盤銷售的單位房間類型分布作分析，全年新盤市場幾乎完全由中小型住宅主導，三房以上的換樓市場佔比顯著減少。兩房或以下的單位約7000伙，佔整體銷售的76%，而2021年全年整體新盤兩房以下所佔比重僅66%，當中以兩房佔比的升幅最為顯著，從2021年不足30%增加至2022年40%以上，同時間三房單位所佔比重亦顯著回落，從2021年的20.3%減少至2022年只有14.5%。

如果大家有印象，較早前已經分析過，2022年樓市完全是用家主導的市場，特別是兩地尚未恢復通關，非本地買家來港買樓的個案大幅減少，相信2022年非本地買家購入的新盤隨時連四分之一也沒有，缺少內地「豪客」的支持，大單位的銷情自然明顯減少。

兩地恢復通關已「咫尺之遙」，相信最快下星期就會正式通關，相信所有發展商亦引頸以待，通關消息一出，勢必趁好消息出台而增加推盤。2023年春節長假期較早，相信未來兩、三星期發展商或會觀察市況變化，節後新盤市場勢必重新活躍起來，加上內地買家重臨，2023年新盤市場亦勢必大幅反彈，保守估計新盤銷售可重上1.5萬伙以上，最終熱鬧情況大家拭目以待。



▲通關在即，發展商勢必趁好消息出台而增加推盤。