

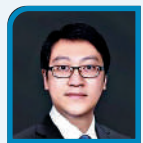


▲分析預計，隨着城市活動迅速回歸常態和政策支持力度加大，本季或將迎來消費的快速修復期。

新華社

2022年下半年宏觀政策對經濟的支持力度加大，年底疫情防控逐步優化，市場對2023年的經濟復甦多了一份期待。筆者認為，消費的快速修復和基建投資持續發力將支撐經濟迎來開門紅。參考海外疫情放開後的消費復甦節奏和中國的國情與現狀，消費的彈性有多大，修復路徑將如何演繹？政府對基建的支持力度幾何？這些問題將是本文討論的重點。

消費投資發力 中國經濟向好



經濟把脈 明明

中信證券固定收益
首席研究員

2020年初新冠疫情在世界範圍流行以來，各國／地區採取不同程度的防疫措施應對。但在原始株、阿爾法、德爾塔及Omicron幾輪變種病毒的衝擊下，多數國家／地區放棄了嚴格的防疫措施，轉而實施和新冠病毒共存的計劃。

服務消費反彈最快

儘管歐美和亞洲的防疫和放開節奏不同，總體來看依然存在幾個共同點：

第一，放開防疫管控後疫情感染多次反覆。截至目前，美國在放寬防疫管控後大約有四次疫情反覆，日本、韓國、新加坡等亞洲國家則均出現兩次疫情反覆。橫向來看，2022年中國與日本、韓國及東南亞各國的疫情周期高度一致，時間間隔大致為半年。

第二，管控放開後一個季度的消費和GDP（國內生產總值）增速回升較為顯著，隨後的疫情反覆對於經濟修復進程的阻礙相對有限。多數經濟體在解除防疫管控後均經歷過兩輪及以上的疫情反覆，但是消費需求的恢復並未因此中斷：原因在於一方面當局在全面解除管控後尚未出現過恢復管控情況，另一方面居民適應了和病毒共存的生活方式。多數經濟體在2022年一季度前後選擇放開防疫管控，對應GDP同比增速在去年二季度明顯好轉。消費需求的回暖節奏類似，顯著的抬升節點出現在管控放開後的一到兩個月左右，但到達階段性頂點的時間則各有不同，而頂部拐點出現的原因也和疫情發展相關性較低。

第三，耐用品恢復先於服務業，但管控放開後服務消費彈性大於商品消費。美國、日本和韓國消費復甦過程中，管控解除前均經歷了耐用品消費的抬升，這與管控中居民居家隔離的生活方式，以及消費券投放力度有較大相關，但在當局選擇放開管控後，線下消費限制解除疊加新冠變種毒性減弱，居民外出消費意願回升；而像日本等主體配合推出支持餐飲、旅遊的消費券，服務業需求修復斜率更高。

人流物流復常需時

經濟增長和就業是收入的基礎。疫情擾動導致經濟增速回落，進而使得整體的居民收入增速下降；影響了服務業對就業的吸納能力，導致年輕群體就業的結構性問題愈加嚴重，截



至2022年11月，中國25-59歲人口失業率為17.1%，總體來看失業率在5.7%左右，依然處於高位。居民收入增速的回暖有賴於經濟復甦和就業市場回暖。

收入和預期下降導致消費信心趨弱。無論是央行的城鎮儲戶調查問卷，還是通過居民消費支出／可支配收入計算出的邊際消費傾向，都體現出疫情對於居民消費信心的不利衝擊，進而導致了超額流動性被儲蓄吸收。疫情爆發前的2019年，中國邊際消費傾向一直維持在0.7左右，過去幾輪疫情同時削弱了居民收入增速和邊際消費傾向。值得注意的是，居民消費傾向在疫情之後曾兩度恢復到接近疫情前的水平，分別是在2021年的後三個季度和2022年三季度，然而短期內這一指標在去年四季度疫情衝擊下或將再次下行。

而制約消費的客觀因素在於消費場景的約束——人流和物流。線上消費看物流。在疫情防控政策較為嚴格的時期，各地政府對人員、車輛流動的限制是約束物流的核心因素。隨着疫情防控政策的優化，當下影響線上消費的主要因素在於物流運力。在本輪疫情的衝擊下，2022年11月整車貨運流量大幅下跌，線上消費增速也顯著下滑。線下消費看人流，人員流動往往直接代表着消費的強弱，全國19城地鐵客運量與零售消費的趨勢基本一致。從疫情相關的搜索指數判斷，去年12月底到今年1月初，全國各個城市的新冠感染規模正陸續達峰。

制約因素的變化，決定了消費的修復彈性和復甦路徑。

主觀因素：居民收入和消費傾向或將在今年二季度修復至2021年下半年水平。居民收入層面，消費、服務業需求的回升有助於吸納就業，使居民收入的增長與經濟增長大致保持一致。邊際消費傾向層面，去年三季度之所以能夠顯著回升或與下半年實施的穩經濟一攬子政策及其中刺激消費的政策有關，若今年上半年政策對消費的刺激進一步加碼，居民邊際消費傾向有望在今年二季度回到2021年下

半年的水平附近。

客觀因素：人流和物流在去年四季度大幅下滑，復甦過程大致需要一個季度時間。從人流和物流的代表性指標19城地鐵客運量、全國貨運量來看，一旦疫情狀況好轉，人流和物流就會迅速恢復正常。同時，今年一季度與往年有一個很重要的區別在於返鄉過年人流增加，將對一季度消費形成較強的同比提振。

當前主觀和客觀的制約都趨於緩解，筆者認為今年一季度消費或將迎來快速修復期，社會零售增長有望在二季度回到接近2021年下半年的水平，即3.5%-4%的兩年平均增速。

基建投資有望加碼

一季度新增專項債發行計劃較去年同期大幅增加，基建投資年初有望維持高增速。2019年以來，專項債前置發力已經成為慣例（2021年例外）。根據中國證券報報道，2022年底，財政部按慣例提前下達了2023年專項債提前批額度，據部分省份反饋，規模較2022年進一步提升。從目前已經公布一季度地方債發行計劃的省份整體來看，2023年一季度新增專項債計劃發行規模較2022年實際發行規模同比增加46%，部分經濟大省（市）如江蘇、重慶較2022年翻倍。假設按照這一比例外推，2023年一季度新增專項債發行量可能接近1.9萬億元（2022年同期為1.3萬億元）。隨着專項債使用範圍擴大，近年來投向基建的比例已接近70%，配合政策性金融工具及與之配套的銀行信貸、新型融資工具，將對基建投資形成較大的增量支持。儘管基建投資基數偏高，筆者認為今年上半年基建投資增速仍有望維持在10%以上。

傳統基建補短板將是2023年的重點方向。在12月14日中共中央、國務院印發的《擴大內需戰略規劃綱要（2022-2035年）》中，擴大有效投資的重點在於基礎設施建設。根據基建的表述和篇幅判斷，政府對於傳統基建补短板的重視程度有所提升。在去年四季度，傳統基建的投資增速已經開始出現較為顯著的反彈。

內房利好政策陸續有來



市場脈搏 李超

浙商證券首席經濟學家

當前處於轉向地產新發展模式的過渡期，筆者認為過渡期的政策核心分為供給側和需求側兩方面：需求側的核心是解決當前銷售不振、預期轉弱的問題，預計未來仍有增量政策有待推出，需求側的漸進放鬆將向更多頭部二線城市及一線城市擴展，5年期LPR（基礎借貸利率）也有可能未來進一步調降；供給側的核心是按「保項目+階段性保主體」的政策導向，將地產投資逐步轉向「三低」主體過渡，核心政策當前已基本出台完畢。

筆者曾指出：近期主管部門對地產的支持政策頻發（以「三支箭」作為代表），從當前的惠及主體來看，政策導向是「保項目+階段性保主體」。前者仍是當前地產政策的重心所在；後者主要針對部分核心民營地產龍頭或焦點企業開展，核心目的在於防止重大項目暴雷而引發系統性風險。筆者預計這一政策組合將延續至2023年，上述政策導向對扭轉市場預期作用較為緩慢，但可以托而不舉、保障當前的民企存量項目順利完工平穩過渡，逐漸轉向新發展模式。

一是「第一支箭」，《關於做好當前金融支持房地產市場平穩健康發展工作的通知》支持地產企業融資但仍有較為明顯的「保項目痕跡」，首條「穩定房地產開發貸款投放」中便指出：「金融機構要合理區分項子公司風險與集團控股公司風險」，金融機構落實「新16條」要求與房企敲定授信意向合作主要覆蓋部分核心民企。

二是「第二支箭」，交易商協會在人民銀行支持下繼續推進並擴大民營企業債券融資支持工具（「第二支箭」），當前惠及民企主體與上文的授信意向主體基本重合。

「保交樓」仍為重點

三是「第三支箭」，中國證監會恢復涉房上市公司併購重組以及恢復上市公司房企和涉房上市公司再融資等，但相關條款指向「保交樓」和「保民生」仍是重點。

從近兩年的新增項目而言，已經實現較高程度的「國有化」。2021年起中國在22個核心城市推行集中供地政策，從集中供地的拿地主體來看，2021年一季度至今國有化程度持續提升。

根據中國指數研究院統計，2021年一批次集中供地試行初期，民營企業

拿地金額佔比達到44%，拿地熱情仍然較高，此後伴隨房企現金流壓力加劇，2021年二、三批次民企拿地金額佔比降至22%附近。

2021年全年央企、地方國企和民企拿地金額佔比分別為22%、39%和32%（剩餘7%為混合所有制企業及外資）。

2022年土拍市場的國有化程度進一步提升，截至2022年11月央企、地方國企和民企拿地金額佔比分別為39%、40%和16%。拿地主體的國有化意味着，近兩年新增的地產項目也已實現較高度國有化，筆者預計這一趨勢在未來將會延續。

城市更新拉動投資額

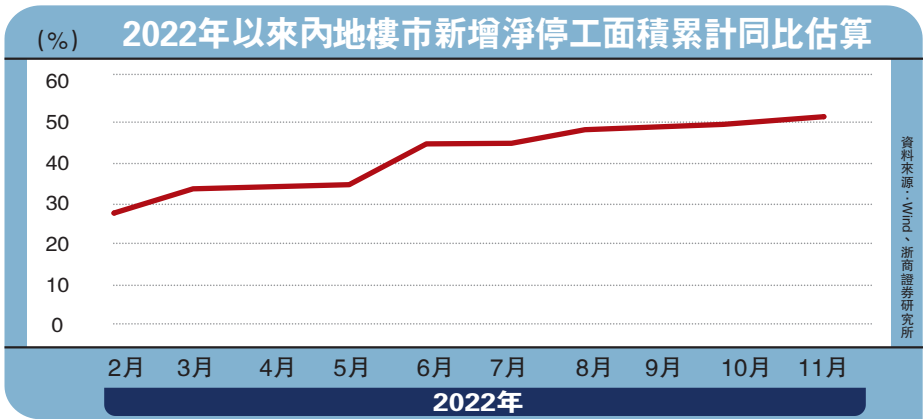
當前民企仍有較多存量項目未施工完成（尤其是存在部分風險項目）。我們以2021年集中供地作為分水嶺，施行集中供地以前，統計年鑒數據顯示2020年地產投資中國有企業的佔比僅6.4%，民營企業仍是投資的核心主體。

從施工面積來看，2020年地產投資施工面積和竣工面積分別為92.68億平方米和9.12億平方米，對應仍處於施工進程中的未完工面積約為83.55億平方米，我們可近似認為該部分項目主要以民企投資為主。筆者預計，2021年和2022年合計竣工面積約為16億至17億平方米，僅為2020年末未完工項目面積的20%。

綜上，僅從數據層面看，民營企業仍有較多存量項目未完工，並在2022年下半年經歷了停工風波，未來該部分項目如何繼續施工並順利完工是新發展模式過渡期的關鍵，筆者預計將以「保項目+階段性保主體」的政策導向完成過渡。

中國的地產市場正在逐步從增量市場轉向存量市場，城市更新等存量改造投資將在地產投資中發揮更大作用。《十四五規劃》首次在五年規劃中為城市更新設立數量型指標，要求「完成2000年底前建成的21.9萬個城鎮老舊小區改造，基本完成大城市老舊廠區改造，改造一批大型老舊街區，因地制宜改造一批城中村」。近期發布的《擴大內需戰略綱要（2022-2035）》也指出：「推進城市設施規劃建設和城市更新。」

筆者也曾經進行測算，城市更新「十四五」期間拉動投資規模10萬億至12萬億元（人民幣，下同）以上，其間平均每年拉動投資規模2萬億至2.5萬億以上，預計將成為地產投資的有力補充。



通關之日 港樓市復甦之時



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

近期不少朋友都會問筆者有關入市的時機，皆因香港與內地再過數天便會通關，樓市亦有望反彈，不少人都想把握最後低位買樓的機會。其實近期樓市逐步回穩，已是不爭的事實，雖然香港仍然面對加息的壓力，但筆者相信加息幅度有限，只要兩地通關暢順，市場氣氛持續轉好，將可以抵銷加息所帶來的負面因素。

說到通關，這當然是香港經濟與樓市的重中之重。過去三年，香港不能與內地通關，無疑是一個沉重的打擊。須知道香港在2003年出現了自由行之後，經濟上對內地的依賴變得 heavier，與內地有生意往來的港商，這幾年大都損失慘重；而兩地的人際交往受阻，更加是不少家庭痛之所在。

這段時間，親友之間除非紅白二事，彼此很難見面；而北上的港人，更往有家歸不得，「視像通話」變成了

家庭生活的一部分。至於返內地旅遊就更是不敢想像。

長時間的分隔令部分人對香港前景的信心有所動搖，所幸大家終於等到曙光，近月內地除了優化防疫措施，更決定了1月8日為開關之日。只要通關暢順，香港經濟及樓市就可重展活力。

無可否認，通關會成為樓市的巨大助力，原因很簡單，內地人口眾多，只要是很少數有能力而又對港樓有興趣的內地人，已足夠形成一股龐大的購買力去支持樓市回穩。同時間，特區政府將展開高端人才輸入計劃，補充流失的人才，預期移居香港或前來工作的內地人，勢將比過去幾年大增，對本港物業的需求亦自然上升。

另一個重點就是，本港在法制、稅制、資金進出自由度等各方面都有優勢，加上這個國際大都會獨有的魅力，相信會吸引更多內地人到來投資和尋找發展空間。

筆者相信，通關之日，就是本港樓市復甦之時。最後，筆者祝願2023年香港進一步復常、經濟繁榮、樓市穩健！