

2020年的中央經濟工作會議指出：「加快構建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，緊緊扭住供給側結構性改革這條主線」。從構建新發展格局的戰略布局看，需求側需要改革，但目前主要工作着力點在於管理。從「需求側改革」到「需求側管理」，兩個字之差，表明中央堅持穩中求進的工作總基調，以穩為主，不是急於求成立刻開展需求側改革，不使需求下降太快，而是着眼於長遠和全局，穩步推進需求側改革與管理。

需求側管理的豐富內涵



▲分析認為，實施需求側管理就是要充分發揮中國超大規模市場優勢，以擴大內需為戰略基點。 中新社

財經石評



同濟大學財經研究所
所長、教授

供求關係是基本的經濟關係，僅僅從供給或需求的角度來看待和解決經濟發展問題都是片面的，把供給和需求兩個方面割裂開來更是錯誤的。全面理解需求側管理需要把供給側的改革與需求側的改革結合起來，才能真正理解和把握構建新發展格局下的需求側改革與管理。

從供給與需求的相關性分析，需求側改革或管理有着比供給側改革更深刻內涵、更廣闊範疇，是一個更複雜的系統工程。當供給側產能過剩、技術落後時，可以通過去產能或技術改造等直接的改革政策優化供給結構，達到預期效果。但當需求得不到滿足的時候，就很難用一些簡單直接的需求側改革或管理措施實現預期的目標。這是因為需求疲軟的原因是多方面的，如消費者沒錢消費、消費者花錢有後顧之憂不敢消費、供給質量不高無法滿足消費、消費者對未來經濟前景信心不足不願意消費，甚至多種因素複雜交雜在一起。

從構建新發展格局的戰略布局分析，供給和需求是國內大循環、國內國際雙循環的兩大內生動力源。供給側改革、需求側管理是打通堵點、補齊短板的重大戰略性思路，是加快構建新發展格局的兩大抓手。從暢通國內國際經濟雙循環的總體來看，我們所面臨的堵點既存在於供給側，也存在於需求側，甚至分布在生產、分配、流通、消費諸個環節，因此，僅僅是供給側結構性改革不能解決所有的堵點問題。實施需求側管理就是要充分發揮中國超大規模市場優勢，以擴大內需為戰略基點，暢通生產、分配、流通、消費諸個環節堵點，盡快形成以內需為主的國內大循環、以國內大循環為主或為主導的國際大循環，這是構建新發展格局下注重需求側管理的核心要義和深刻內涵。

深刻理解需求側管理的豐富內涵，需要在構建新發展格局的戰略布局下，把握好以下幾個特點：

一、長期性

構建以擴大內需為戰略基點，國內循環為主、國內國際雙循環的新發展格局，是一項長期戰略任務和戰略格局，這就決定了以擴大內需為戰略基點的需求側管理的長期性。不同於以往的需求側管理更多是通過短期的總量政策刺激，達到快速調節需求總量和平滑經濟波動的目的，構建新發展格局下需求側管理的長期性體現

在：不是着眼于逆周期調節，解決短期經濟過熱或需求疲軟的階段性政策調整的權宜之計，而是着眼于經濟社會發展的長期戰略需求。長期戰略部署，是全面深化改革的必然趨勢；強調擴大居民消費，提高居民消費在國內需求中的比重；注重促進就業，提高居民收入在國民收入分配中的比重；堅持擴大開放，提高雙循環的暢通性等。

二、全局性和戰略性

構建新發展格局是全局性的戰略布局，以擴大內需為戰略基點的需求側管理，是事關全局的深層次變革，涉及擴大內需戰略、完善社會分配制度、擴大對外開放、健全需求傳導機制等一系列內容。近年來，世界經濟復甦乏力、發展動力不足，中國經濟可持續發展「三駕馬車」拉動的局面受到前所未有的挑戰。特別是過去三年，中國對外貿易、跨境投資、國際技術合作，受到單邊主義和保護主義嚴峻挑戰，「脫鉤」的威脅形勢嚴峻。從全局和戰略高度來分析，要達到「牽一髮而動全身」的效果，必須充分認識需求側管理的全局性和戰略性。在構建新發展格局中，需求側管理就是「一髮」，既是改革的難點，又是改革的牽引點。推進需求側管理，有利於提高供給側改革效率，有利於構建強大的國內經濟大循環。

三、系統性

需求側管理是一項以「形成強大國內市場、滿足國內各類市場主體需求，全面釋放需求活力與潛力，牢牢把握需求變化趨勢，推動需求與消費升級、形成供需良性互動」為目標的一項複雜性、系統性工程。構建新發展格局下的需求側管理，要堅持系統思維，正確要處理好供給與需求的關係，處理好國內大循環與國際大循環的關係，處理好中央和地方的關係，處理不同地區不同群體的利益關係等。

針對制約國內需求潛力釋放的結構性問題，進行系統性的戰略部署，既要利用好短期宏觀政策工具以緩解經濟下行壓力，更要重視完善體制機制，從制度建設層面推動形成擴大內需的長效機制，通過制度改革、科技創新、釋放政策紅利等具體措施，有效激發和引導消費、儲蓄、投資，打通抑制需求的堵點和梗阻，把生產性、生活性需求的增長潛能釋放出來，優化需求結構、提升需求實現的效能、創造新的需求，形成釋放內需潛力的可持續動力，促進經濟的可持續發展，實現更高水平的供需動態平衡。

衡。

四、動態性和時效性

在構建新發展格局中，注重需求側管理的目標、環境、方向、重點、方式方法都是在不斷變化的，具有動態性和時效性，這是因為：一方面是人民對美好生活的需要是多層次多樣性，是複雜多變的。隨着經濟社會的發展，人民對美好生活的要求不斷提高、變化很快，個性化、多層次、多樣化、碎片化和國際化的消費需求變化不斷為需求側管理帶來新要求新內涵；另一方面，當前國內外發展環境正在發生複雜深刻變化，不確定性增加，不斷為需求側管理帶來新挑戰新問題新矛盾。

在此背景下，需求側管理需要時刻關注國內外環境變化和需求側管理的效果，不斷適時進行優化和調整。需要從內外部環境變化中認識和把握新要求、新挑戰、新機遇和新問題，做到主動求變、科學應變，順勢而為，趨利避害；需要從國內戰略全局中看到自身發展的優勢和潛能，做到主動引導，發掘潛力，激發活力；需要科學分析和實時把握國內外市場需求變化的新特點新趨勢，更加重視對動態需求，在優化供給結構和改善供給質量的同時，實時調節需求側管理的目標、方向和方法，形成需求牽引供給、供給創造需求的更高水平動態平衡。

五、國際性

構建新發展格局，不是封閉的內循環，而是國內國際的雙循環，需求側管理是在暢通雙循環的大格局下，在全球化大背景下積極應變的戰略舉措，具有顯著的國際性：一是需求側管理的範圍既包括國內需求也包括國際需求，國內需求和國際需求相互影響、相互關聯、相互支撐；二是滿足需求的供給，既包括國內供給，也包括國際供給；三是影響需求側管理的因素既包括國內環境和國內市場因素，也包括國際環境、國際市場因素；四是經濟波動和危機的國際傳染成為經常性的而且是不可以避免的事情。

中國開放的大門會越開越大，需求側管理是在更高層次開放條件下的戰略舉措，因此，需求側管理需要統籌好國際國內兩個大局，運用好國內國際兩個市場資源，暢通國內國際雙循環，努力讓中國不僅作為世界工廠更要成為世界市場，用國內市場滿足國外需求，同時用國外市場滿足國內需求，為世界各國創造更豐富、更有利、更方便的投資機會和營商環境，在更大規模和程度上使中國市場成為世界大市場不可分割的組成部分。

債息影響股市風格轉變

遠見卓識



王涵
興業證券
首席經濟學家

2021年2月以來，美國政府1.9萬億美元財政刺激落地預期上升及疫情形勢好轉，海外市場進行了第二波「Biden Trade」的演繹。而10年期國債收益率快速上行，再次成為市場關注焦點。因此，筆者再次從宏觀視角對美債收益率進行基礎的理論拆分和詳細的討論，希望對投資者提供一些參考。

通常來說，美債收益率上行對應兩種宏觀邏輯：流動性收緊或經濟復甦。作為全球資產定價的錨，想要分析美債收益率上升情境下其他大類資產的表現，不能簡單線性地討論，而需要結合其所處的宏觀環境進行判斷。回顧了2008年以來，美債收益率和本輪上行速率和幅度類似的五個時期，總結來看，美債收益率的快速上行後通常對應兩種宏觀邏輯：其一是美元流動性收緊，其二是經濟復甦預期的抬升。

美元流動性收緊：通常股價均承壓，但債市反應可能會更加靈敏。美元流動性收緊的時候，美債承壓的同時，權益資產和大宗商品往往也會受到衝擊。而需要注意的是，相對於其他資產，美債對流動性的反應是最為敏感的：美債往往出現在美聯儲給出退出的前瞻指引之前就出現上行，美股則在聯儲放風時反映相對平平，到QE（量寬）實際退出後才反映流動性衝擊。因此，在這種宏觀情境下，美債需要看聯儲的前瞻指引，而股市可能要更關注聯儲的實際操作。

經濟復甦及通脹預期抬升：避險資產下跌的同時風險資產往往上漲。在經濟復甦抬升的背景下，出於風險偏好回升的配置邏輯，資金會從避險資產抽

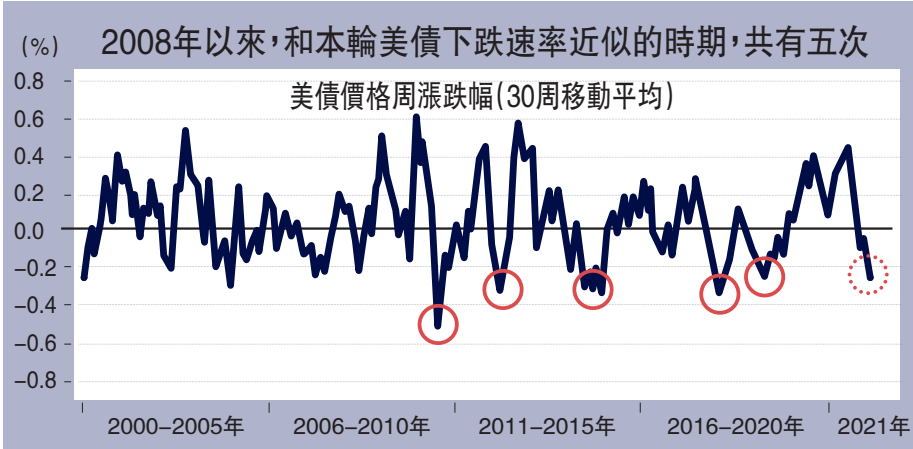
出，流向風險資產。與此同時，需求的回暖對價格有正向推升作用，也會使得通脹預期上行。在此情境下，美債收益率上行的時候，我們往往會看到股市和大宗商品同時上行。

成長股遭遇「殺估值」

本輪美債收益率的快速上行，所對應的宏觀邏輯是復甦和通脹預期的強化，其背後有三條新增催化劑：1.9萬億美元刺激落地在望，支撐居民消費並推升通脹預期；疫苗順利推進助力疫情快速回落，服務業修復預期抬升；極寒天氣干擾原油供給，油價抬升進一步提升通脹預期。往後看，美債收益率仍有上行空間，幅度取決於復甦的持續時間。回顧2000年以來的美國經濟復甦期，美債收益率整體上行約70至160基點，如果把2020年4月作為本輪復甦周期的起點，本輪美債收益率已上升74基點，可能仍有約40至90基點的上行空間。

美債收益率上行對美股估值有衝擊，但美股盈利修復有望對沖估值下滑。據測算，在美股當前的估值下，美債收益率每升10基點將拖累美股估值約3.0%。但估值下行並不一定導致股指下跌，考慮到2021年美股主要邏輯將切換為盈利修復，按照當前Factset對2021年標普500盈利增長的預期，美債上行幅度在80基點以內對估值的衝擊，均能被盈利消化。

但從結構上來看，高估值股票對利率變化更敏感，這推動了風格切換。此外，美債收益率對股票估值的衝擊力度，實際上取決於該股票的估值位置。關注到MSCI成長股的估值整體高於價值股，因此，我們看到美債收益率上行階段，價值股表現往往好於成長股。從這個角度可以一定程度上理解，近期全球股市的風格切換。



數據來源：Bloomberg，興業證券經濟與金融研究院整理

優化辣招正合時宜

樓市強心針



廖偉強
利嘉閣地產總裁

地產代理行業雖然是傳統的行業，但隨着資訊科技的發展，行業也需要與時並進，配合資訊科技的應用及創新求變的思維，才能夠突圍而出。加上做到「人有我有、人有我優」，提升自身的競爭力，就是勝負的關鍵。現時地產代理行業都運用不少資訊科技協助工作，在數據及資訊方面，地產代理可以透過互聯網及房地產平台等，準確及快速地將訊息傳遞給客人，達到宣傳及吸納客人的效果。同時，由於訊息透明度提升，客戶可以準確地掌握市場信息，避免因地產代理誇大的言詞而作出錯誤的決定。

受到修例風波及新冠疫情的衝擊，香港過去兩年經濟大幅下滑，失業率更急升，復甦經濟是當務之急，只要經濟能夠重回正軌，僱主及市民的生活就會漸漸好起來。金融及地產是香港的經濟

支柱，近期港股市場向好，個別市民及公司財富已經增長，如果地產行業同樣得到支持，對香港的整體經濟必定帶來正面作用。

多年來不少地產行業專家呼籲政府透過樓市減辣，促使房地產可以活躍起來以刺激經濟，不過「減辣」二字反而令政府卻步，因為擔心減辣會令樓價再次上升成為罪人。現時政府處於兩難局面，何不將「減辣」稍作修正，將其「優化」？

針對樓價的辣招已經推出超過十年，筆者認為是合適時間將其優化，建議將額外印花稅（SSD）由三年改為一年；針對外國人的買家印花稅（BSD）暫時可以不變，但如果需要加強房地產對經濟的幫助，可以考慮將BSD的30%稅率，減為15%的稅率；從價印花稅的第二套房的15%稅率改為標準稅率的雙倍印花稅（DSD）。政府針對房地產的手段可以作調整，優化「辣招」能夠撥亂反正，絕對有機會成為優化房地產買賣交易的功績。



◀現時由於訊息透明度提升，客戶可以準確地掌握樓市信息。資料圖片掌