

最近股市大熱，以新能源車、半導體、光伏為等板塊掀起一輪又一輪的主升浪。但曾經牛股輩出的消費板塊表現卻遜色了許多，過去兩個月時間裏，大消費指數跌幅超過15%。究其原因，內地消費需求恢復不及預期是問題所在。從數據上看，7月份社會消費品零售總額當月同比增速為8.5%，顯著低於Wind一致預期的11.6%。那麼，消費恢復究竟為何不及預期？

消費恢復為何不及預期？



▲居民收入增速理應與經濟發展同步，這樣才能讓大多數老百姓更好地享受經濟發展的成果，並願意去消費。

蘇寧金融
付一夫

蘇寧金融研究院
消費金融研究中心主任

消費經濟學告訴我們，收入是影響消費的直接因素。消費端出了問題，自然有必要從收入端尋找原因。這裏面包括「量」和「質」兩個維度，先來討論「量」。

通常來說，居民收入增長速度理應與經濟發展同步，這樣才能讓大多數老百姓更好地享受到經濟發展的成果，並願意去消費。但從國家統計局數據可以看到，自2020年初新冠肺炎疫情發生以來，中國居民人均可支配收入與GDP的增速開始出現分化，特別是進入2021年後，由於種種原因，居民收入增長沒能跑贏GDP。如此一來，不少人的邊際消費傾向難免會出現下滑，其中亦不乏一些風險厭惡者，他們為了應對未來的不確定性而選擇把錢存起來，以「預防性儲蓄」來代替部分日常開銷，進而掣肘了整體消費的增長。

收入增長嚴重分化

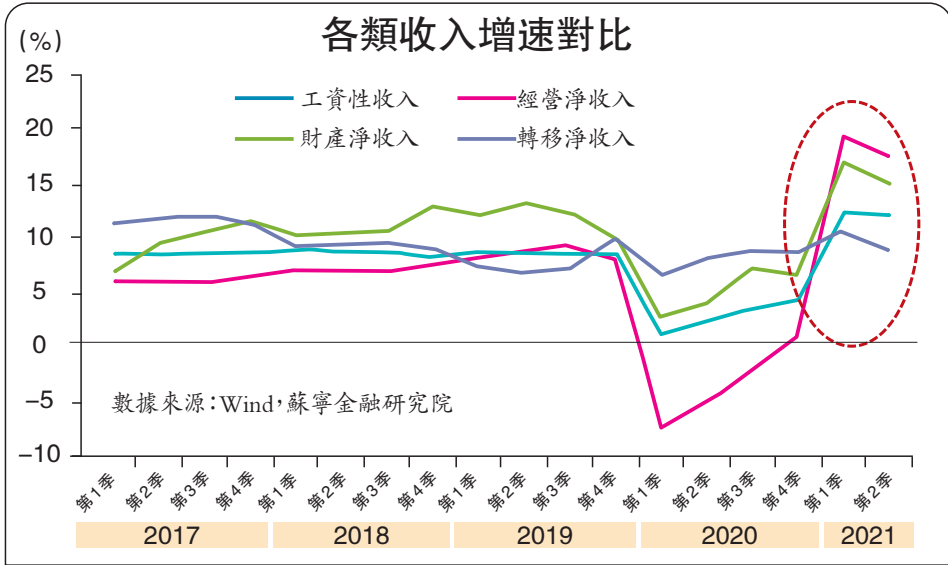
然而，僅憑這一個原因固然是無法解釋全部問題的。比如說，2021年二季度，居民收入與GDP增速的差距出現了明顯的收窄跡象，本應是消費即將好轉的信號，可為什麼仍然不及預期呢？這就涉及到「質」的層面，即結構性的變化。

按照國家統計局的口徑，居民收入可以細分為工資性收入、經營淨收入、財產淨收入和轉移淨收入四個部分。其中，工資性收入是人們最為重要的收入來源，2013年至2020年佔比始終保持在55%以上；經營淨收入和轉移淨收入佔比大致相當，約為16%至19%；財產淨收入佔比最小，不到10%。

在此基礎上，我們針對各類收入的增速做進一步考察。可以看到，雖然各類收入總體上都表現為持續的恢復之勢，但速度明顯出現了分化：工資性收入和轉移淨收入恢復較慢，財產淨收入和經營淨收入恢復則更快，甚至大幅度超過了疫情之前的水平。

值得注意的是，財產淨收入快速增長的主要受益者是高收入人群，而低收入人群則更依賴於工資性收入，其財產淨收入往往相對有限。這便意味着，自疫情以來，不同人群的收入恢復出現了K型分化跡象，高收入人群的收入回升速度要高於低收入人群，無形中在一定程度上放大了居民收入差距。

這種結構性分化還體現在行業層面。從城鎮私營單位各行業平均工資水平及其增速來看，人均工資越高的行業，往往增速也越高，二者呈現出較強的正相關性。例如，2020年收入水平最高的信息傳輸、計算機服務和軟件業，工資超過10萬元（人民幣，下同），同比增速高達18.7%，收入水平第二高的金融業，工資超過8萬元，同比也增長了



9%；而收入水平本就偏低的教育、水環境以及住宿餐飲業，平均年工資不足5萬元，工資整體不升反降。這便意味着行業間的收入差距也在拉大。

按照經濟學理論，高收入人群的邊際消費傾向常常低於中低收入人群，再考慮到高收入人群佔總人口的比重較小，那麼因結構性分化而導致的居民收入差距放大，將不可避免地對消費增長帶來負面影響。

農民工就業不理想

影響消費的，除了收入這一直接因素之外，還有另外兩個間接因素——就業和居民槓桿率。先來討論就業。眾所周知，就業是民生之本、財富之源，涉及到千家萬戶的生計和發展，只有勞動者有穩定的工作崗位，才會有穩定的收入來源，才會增強社會的歸屬感與安全感，也才會集中精力開展經濟生產活動或者消費。從這個角度看，穩就業對於促消費也具有深遠意義。

自疫情以來，中國一直都在千方百計穩就業，並取得了積極成效。官方數據顯示，全國前七個月城鎮新增就業822萬人，城鎮調查失業率均值控制在5.2%，比去年同期下降了0.6個百分點；城鎮新增就業跟全年調控目標相比，已經接近完成了75%；7月份城鎮調查失業率回落到5.1%，與2019年同期相比也下降了0.2個百分點。這樣的成績的確令人振奮無比。

然而，僅依靠城鎮就業率並不能充分反映勞動力市場的全部面貌，因為這裏並沒有將農民工納入統計當中。所以，我們有必要對農民工的就業狀況做一番探索。來自國家統計局的數據表明，2010年至2019年，中國農民工數量一直保持着穩步上升之勢，2019年達到2.91億人，可是2020年農民工數量比2019年減少了517萬人，其中外出農民工和本地農民工都出現了同比負增長；在收入方面，2020年農民工月均收入為4072元，同比增長了2.8%，比疫情之前的2019年（6.5%）有了明顯下滑。

從行業分布上看，2020年住宿餐飲業、建築業是農民工數量下滑最為明顯

的兩個領域，其農民工人數比2019年分別減少了7.5%和3.9%，這兩個領域恰恰是疫情衝擊最為明顯的行業。

據此可知，疫情對於農民工就業和收入狀況的確產生了不小的影響，再考慮到疫情的常態化防控，住宿餐飲等行業的經營仍將繼續承压，對於農民工的需求恐怕難以在短時間內得到迅速釋放。事實上，從季度數據來看，2021年一季度與二季度，農村外出務工勞動人數均少於疫情前的2019年一季度與二季度。

再看居民槓桿率。所謂居民槓桿率，就是居民部門債務佔GDP的比重，用來衡量居民負債程度。不難理解，居民負債程度越高，可用於日常消費的資金就越多。若不考慮2020年一季度至2021年一季度的短期外部衝擊影響，那麼從數據上看，居民槓桿率與消費增速表現出明顯的負相關走勢。

值得注意的是，自疫情發生以來，居民槓桿率依然在不斷攀升。根據國家資產負債表研究中心的統計，從2020年一季度到2021年二季度，居民槓桿率由58%升至62%。這當中，房貸起到了關鍵作用。Wind數據表明，2020年一季度以來，來自居民部門的短期新增貸款佔比回落明顯，中長期新增貸款佔比整體呈現出顯著的上升之勢，而房貸正是中長期貸款的重要組成部分。

房貸佔比之所以會大幅度上升，原因可能在於，個別城市房價的回升又再度激發起人們的購房意願。以北京和廣州為例，根據中原地產的統計數據，北京二手房成交均價由2020年2月的8.34萬元/平方米上漲至2021年6月的10.41萬元/平方米，同期廣州的二手房成交均價也由3.97萬元/平方米上漲至5.07萬元/平方米。

如此一來，日漸攀升的槓桿率將不可避免對居民日常消費造成擠壓，而整體消費增速的不及預期也就在情理之中了。

積極開拓內需市場

以上種種值得我們深思。站在宏觀經濟的角度看，促消費的重要性不言而

聯儲冀量寬平穩退出

江南曉望
葉丙南
張婉

在八月下旬備受矚目的Jackson Hole年會上，美聯儲主席鮑威爾發表了比預期鴿派的演講。鮑威爾並未透露計劃削減QE（量化寬鬆）的具體時間，也沒做出實質性承諾，主要重申了7月公開市場委員會會議上多數委員達成的主要共識。

鮑威爾並表示，有關物價穩定的目標已經取得實質性進展，但通脹應該是暫時性的，有關就業最大化目標取得進展，但仍未滿足實質性進展的標準。實質上暗示不能因暫時性通脹就採取行動從而阻礙就業進一步增長。他指出，今年可能開始削減資產購買，但並未透露具體時間及削減規模。

鮑威爾重點淡化市場對加息預期，強調削減資產購買與加息沒有聯繫，暗示美聯儲在最終決定加息時仍將保持謹慎，以推動經濟達到最大化就業。刻意淡化削減資產購買與加息的關係意在保持融資條件寬鬆，避免因削減資產購買引發加息預期快速升溫，導致長期利率過快上升和融資條件急劇收緊。

鮑威爾連任獲支持

美聯儲對上一輪資產購買政策的研究表明，增加或減少資產購買對長期利率的影響機制比較複雜，不僅通過影響市場上長期債券的有

效供給，還通過影響市場對政策利率調整路徑的預期，例如美聯儲減少資產購買會引發市場對加息的預期，多種作用機制相互疊加，可能引發長期利率過快上升和融資條件急劇收緊。美聯儲刻意淡化減少資產購買與加息的聯繫，意在減緩政策調整的衝擊過程，保持寬鬆的融資條件。

在鮑威爾參加Jackson Hole年會發表演講之前，美國市場傳來重要消息，美國總統拜登的顧問們認同鮑威爾擔任美聯儲主席，布雷納德擔任副主席。白宮選擇在鮑威爾演講之前釋放這一信號，為鮑威爾採用謹慎行策略和從容不迫與市場溝通減少資產購買計劃提供了空間，有助於穩定市場預期，並降低因換屆帶來的政策不確定性。

2013年5月，時任美聯儲主席伯南克急於拋出減少資產購買計劃的一個重要原因是來年1月退休，他選擇盡早與市場溝通，一方面希望有始有終，另一方面希望降低未來政策不確定性，但不料在外界毫無預期情況下引發市場波動。顯然，美聯儲現任主席和以美國財長耶倫為代表的白宮經濟顧問們在借鑒2013年削減資產購買的歷史經驗。

（葉丙南為中銀國際董事、高級經濟學家，張婉為中銀國際助理總經理、經濟學家）



▲美聯儲主席鮑威爾並未透露計劃削減量寬的具體時間。

申請按揭防踩雷貼士

樓按明鑒
曹德明

經絡按揭轉介
首席副總裁

在「新按揭」政策的帶動下，愈來愈多買家透過按揭保險計劃承造高成數按揭。

根據香港按揭證券有限公司數據顯示，近年選用按揭保險計劃的宗數及金額一直維持於高水平，反映按揭保險計劃的殷切需求。事實上，有買家置業時會忽略按揭公司審批的規條，稍有不慎未能成功申請，最終或會大失預算，筆者將拆解一些按揭公司鮮為人知的「雷位」。

一手樓以合約價審批

當銀行審批一手物業按揭的申請時，一般以折實價，即扣除所有折扣回贈等優惠去計算可批出的按揭成數或金額。與銀行不同，按揭公司則以正式買賣合約（合約價）去審視物業是否符合申請按揭的條件。

以一個一房新盤單位為例，合約價為640萬元，買家選用「即供」付款，扣除所有折扣回贈後，折實價為590萬元。原本買家打算選用「舊按揭」申請八成按揭，但按揭公司以合約價640萬元審批，超出舊按揭的樓價上限600萬元，

因此未能符合舊按揭的條件，最終買家只可向銀行承造最多六成按揭。如買家預算不足，則需要更改為「建期」付款，待落成時以「新按揭」申請高成數按揭。

再以另一個二房新盤單位為例，合約價為1020萬元，買家選用「建期」付款，扣除所有折扣回贈後，折實價為980萬元。申請上會時，買家想選用「新按揭」申請八成按揭，按揭公司以合約價1020萬元作審批，「新按揭」的樓價上限則為1000萬元，因此未能符合新按揭的條件，買家只可向銀行承造約五成按揭，首期支出頓時增加三成，可能大失預算。

預先評估物業估值

購買房協「住宅發售計劃」或「資助出售房屋項目」第二市場的買家，因沒有政府「按揭貸款擔保」，買家需要透過「香港按揭證券公司」申請高成數按揭，方可獲批最高九成按揭。而按揭公司會以已補地價後的估值進行計算物業估值，如已補地價後的物業估值超過1000萬元，買家則未能承造高成數按揭上會。

簽署臨時買賣合約前，建議先透過按揭公司所提供的預先批核服務，預先評估物業估值，以及查詢申請人是否符合按揭保險計劃之申請資格。

喻。因為消費是一切生產活動的最終目的，也是人民對美好生活需要的直接體現，更是支撐中國經濟增長的首要動力，如果消費不振，勢必會制約各行各業生產端的發展，也會影響到國民經濟健康可持續發展的步伐。

另外，當前海外疫情形勢依然不容樂觀，國際市場上不確定性日漸增強，對於全球供應鏈體系的衝擊和挑戰將持續存在。因此，我們勢必要「苦煉內功」，更加依靠自身的力量來實現發

展，考慮到中國擁有14億人口，是世界最龐大的內需市場，消費潛力巨大，故而舉國上下都在不遺餘力地促消費。

可是，消費的主動權畢竟掌握在老百姓自己手裏，單方面的刺激手段要想收穫理想的效果，還需看國人真實的消費意願如何。近期消費數據之所以會不及市場預期，恰恰反映出部分人的消費意願並不強烈；而收入的結構性分化、農民工的就業以及居民槓桿率的高企，都成了人們消費的後顧之憂。