



►香港去年分批次向市民發放5000元消費券，對本地消費帶來明顯提振。今年加碼至1萬元。

香港財政司司長陳茂波近期發表新年度財政預算案時表示，借鑒去年的經驗推出新一輪消費券計劃，對合資格居民發放1萬元消費券。去年8月，香港曾力推消費券計劃，分批次向市民發放了5000元消費券，對本地消費帶來明顯提振。發放當月，香港零售同比增速迅速扭轉了此前的下行趨勢。消費券作為政策工具箱中的重要手段之一，短期效果優勢明顯，疫情以來各地也實踐不斷。香港的做法對內地促消費具有參考意義。

# 消費券經驗 內地可借鑒

建言獻策 沈建光 京東集團 首席經濟學家

消費疲軟已成為當前內地經濟的主要拖累因素之一，國家統計局最新數據顯示，2021年12月社零總額同比僅增長1.7%、實際同比已跌至負值。今年一季度能否有效提振消費、擴大內需，成為現階段內陸穩住宏觀經濟大盤、進而實現全年增長目標極為關鍵的一環。值得關注的是，香港特區政府強力實施消費券計劃短期內對本地消費帶來明顯提振。為此，筆者對香港消費券政策進行了詳細研究，認為儘管內地實際情況有所不同，但香港經驗對內地制訂短期促消費政策仍極具啟示意義。

## 效果優於直接發錢

回顧疫情之初，香港特區政府曾使用財政儲備對居民直接進行現金補貼（人均1萬元），由於直接將現金打入居民銀行賬戶、並未限定必須用於消費，且疫情衝擊下諸多消費場景受限，導致政策對當期消費的促進作用並不明顯。相較而言，香港本輪消費券方案具備顯著優勢。

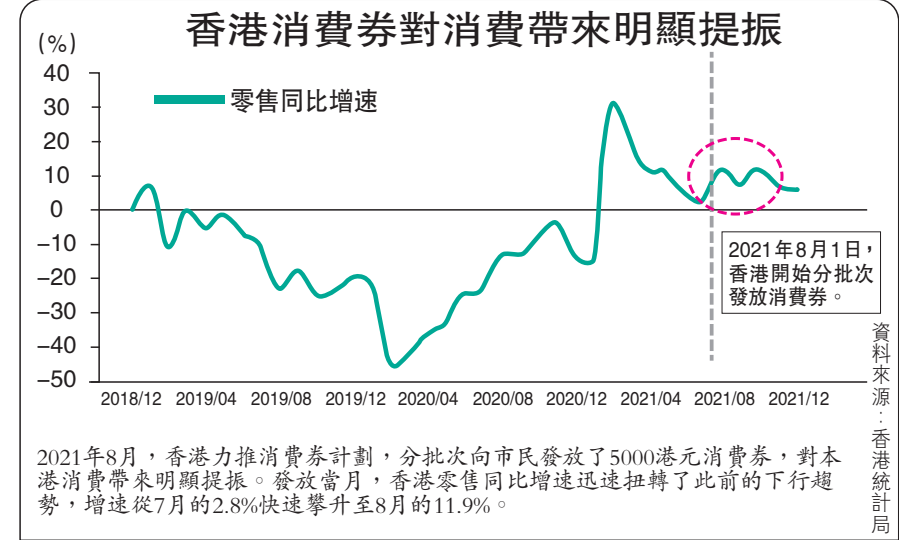
一方面，佔用財政資源更少。數據顯示，香港上輪消費券計劃共投入360億元財政預算、佔2021年財政收入比重約為7%左右，考慮到2019年之前香港財政常年處於大幅盈餘的狀態，全民派發消費券的支出規模並未引發針對財政負擔的過多擔憂。

另一方面，促消費的針對性明顯提升。根據計劃方案，香港特區政府明確限定消費券的使用範圍限於本地零售、餐飲和服務業商戶的實體及網上店舖，同時規定了不適用消費券的交易類別，如政府收費、水電煤氣收費、公共機構收費、教育開支、購買金融產品或服務、捐款、非本地商戶購物、個人對個人（P2P）支付、兌換現金等。由於規定了消費券僅能用於本地特定場景消費，香港本輪促消費政策的力度實際更具針對性，為後期取得良好效果奠定了重要基礎。

## 快速提振消費信心

目前來看，香港消費券計劃至少取得了雙重積極效果：

一方面，在極短時間內快速提振了本地消費、激活消費信心。香港消費券惠及720萬市民和10餘萬本地商戶，覆蓋不同消費場景。數據顯示，自去年8月開始分批次發放首輪消費券以來，香港零售當月同比增速迅速扭轉了此前的下行趨勢，在Omicron病



毒株輸入香港之前（11月末），始終保持在7%至12%左右的較高位置。根據香港特區政府經濟顧問的估算，消費券計劃對於香港經濟的提振作用大概為0.7%，其中，對餐飲、批發零售、交通運輸等行業的拉動作用更為明顯；三季度餐飲業已恢復至疫前同期（2019年三季末）水平的81%左右，在疫情封閉、無外來消費的情況下實屬不易。

另一方面，助力香港金融科技發展和數字化轉型。根據計劃實施方案，合格居民可選擇支付寶香港、八達通、拍住賞（Tap & Go）或微信支付香港等多種線上線下渠道領取消費券，不僅兼顧了本地居民傳統消費支付習慣、適老性等需求，同時鼓勵市民和商戶拓展更多渠道的電子支付，有助於完善香港在零售領域的數字基礎設施，擴大香港金融科技服務覆蓋面，加速經濟社會數字化轉型。

當然，在筆者看來，香港消費券在設計細節上仍可做得更好。例如，消費券採用全額抵扣方式、未使用滿減設計，更多體現為對居民消費的短期一次性刺激。進一步做大乘數效應將是未來香港消費券政策的重點優化方向。

## 促消費的政策啟示

對內地而言，歲末年初之時Omicron新一輪疫情再次多點爆發、防疫政策持續收緊，使得一季度消費面臨更加嚴峻的考驗，刺激消費、提振內需已刻不容緩。1月14日，國家發改委印發《關於做好近期促進消費工作的通知》，其中多次提及鼓勵有條件的地方發放消費券。事實上，消費券作為政策工具箱中的重要手段之一，短期效果優勢明顯，疫情以來各地也實踐不斷。

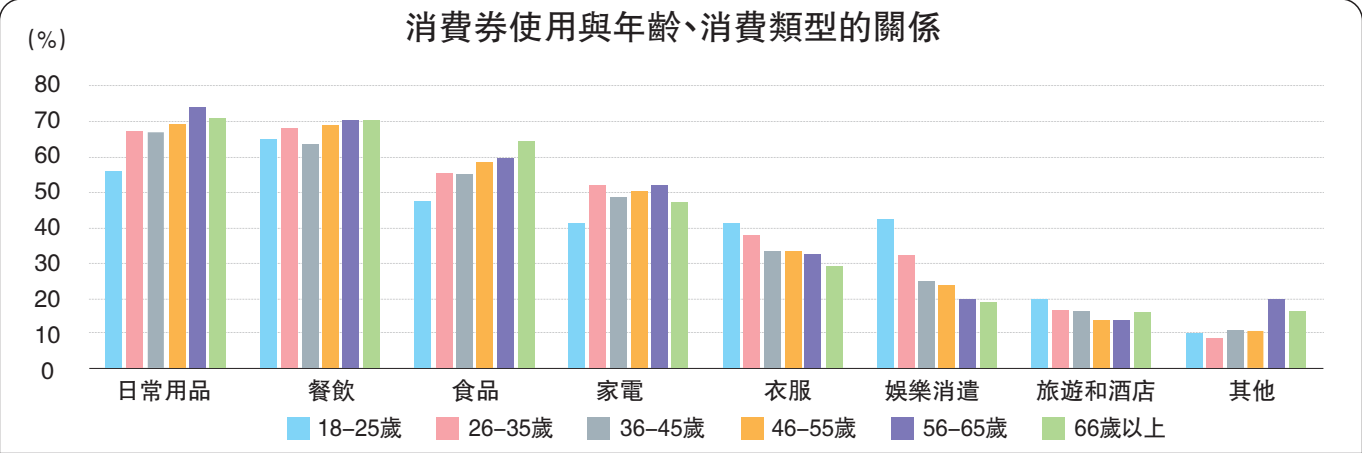
在筆者看來，香港做法對內地促消費具有積極參考意義。

一是政策發力加快轉向供需平

衡，提升對居民收入端的財政支出力度，考慮統一派發消費券。疫後內地政策側重供給側、投資端，經濟恢復明顯供大於求。但減稅降費手段並非萬能，其效果高度依賴市場主體盈利狀況，具有一定順周期屬性、還面臨「倖存者偏差」。相較而言，消費券等收入端政策逆周期屬性更加突出，在經濟下行時期更具政策性價比。在此情況下，財政政策應從保市場主體適當向保終端消費傾斜，可考慮借鑒香港做法在內地統一派發消費券，與減稅降費形成提振內需的合力。

二是提升政策發力的針對性，重視平抑疫情導致的短期消費衝擊，加大困難地區消費券政策力度。消費券定位於短期刺激政策、發揮短期效果，香港實踐已經再次證明了這一點，對此應有清晰的認識。疫情反覆之下，內地近兩年始終面臨局部消費遭受較大衝擊的局面，不僅加劇了整體消費數據的短期波動，更進一步打擊了消費者信心、阻礙消費回補。有鑒於此，對於近來直接遭受疫情衝擊的困難地區，可以考慮在疫情有效控制之後加大消費券政策力度，以迅速對沖疫情影響、平抑短期波動、促進消費回補，同時帶動後續消費者信心。

三是財政緊約束下仍應堅持效率優先原則，突出做好政策設計，全力提升消費券乘數效應。提升定向消費券佔比，加大對困難人群、中小微企業的定向支持力度，突出本地餐飲旅遊、家電汽車更新等重點方向。順應數字化轉型潮流、多渠道推廣消費券，覆蓋更多用戶群體，兼顧提升適老性、照顧線下消費習慣。借助大數據等數字技術手段優化前期消費券實施方案設計，合理測算基礎上適度提升消費券滿減比，讓消費者真正感受到消費券可用、好用，在有限預算、有限時間內做出最大的消費乘數效應。



# 港股中期看好 引北水流入

中金點睛 王漢鋒 中金公司首席策略師

在全球特別是歐美疫情都明顯回落的背景下，香港疫情近期持續走高引發諸多關注。日均新增確診病例2月9日首破千例後快速上行，2月25日首破萬例，其後確診病例屢創新高。此外，瞬時的重症與死亡率較高，根據Our world in data的統計，當前香港10天滾動死亡率約為2%（美國1.5%，英國0.23%）。

本輪疫情發展較快，進而對香港醫療資源也造成一定的壓力。根據香港醫院管理局數據，截至2月25日，香港公立醫院總體住院病床使用率已接近90%，隨着疫情持續升級，不排除仍將承壓。在這一基礎上，香港政府制定了相較此前幾輪疫情更為嚴格的防控措施，包括禁止兩戶以上聚會，限制餐廳用餐人數、強制佩戴口罩，以及考慮進行全員核酸檢測等舉措。中央政府也高度重視，與廣東省共同研究制定和實施舉措支持香港共同防控疫情。目前，中央援港的青衣方艙醫院已開始接受患者，全部投入後可提供3900個應急隔離床位。

Omicron的高傳染性及香港自身特點（人口密度大、疫苗接種比例相對不高）是本輪疫情傳播較快的主要原因。單從疫情自身特徵看，本輪香港疫情並沒有和去年底到今年初歐美爆發的疫情有本質不同，特別是由於Omicron病毒高傳染性特徵，瞬時衝擊都非常大（例如美國在1月初疫情高峰時單日新增確診接近137萬人，還沒考慮到無法檢測到的病例）。不過，香港人口密度更高和疫苗接種比例（特別是加強針）偏低，使其此輪疫情相比總人口的確診數以及死亡和重症率都顯得更高。香港人口密度為每平方公里7040人，接近新加坡，但遠高於歐美等地區。此外，根據政府公布疫苗接種情況看，在整體加強針不高的背景下，老年人接種比例相對更低（80歲以上人口接種兩劑及以上佔比僅為30%，70歲以上人口比例也不足60%），這些都使得香港本輪疫情傳播更快且重症和死亡率相對偏高。

儘管當前疫情發展較快，但海外經

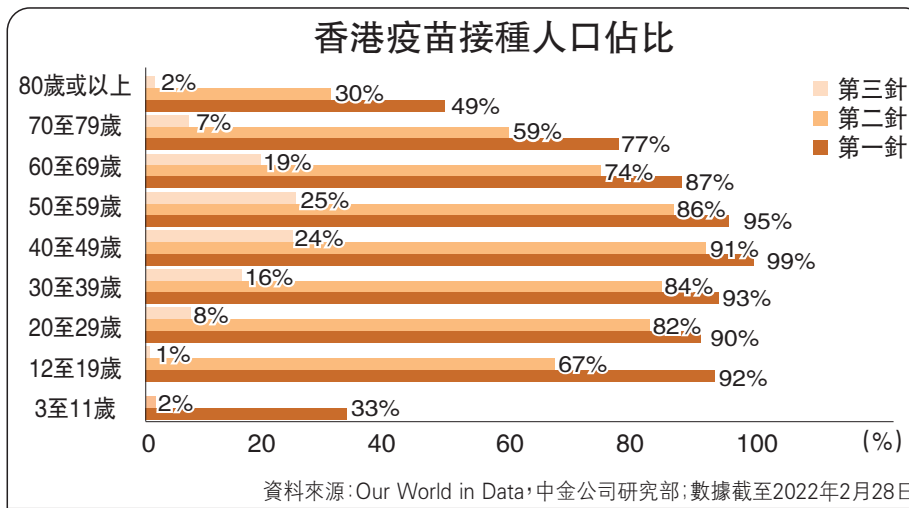
驗已經表明Omicron病毒毒性比此前毒株更弱，故重症與死亡率都低於此前幾輪疫情，整體可控。從時間演變節奏上，本輪Omicron幾個典型的案例（如南非、英國和美國）經驗顯示，從快速爆發到見頂一般持續3周至4周左右，即便是疫苗接種比例更低的南非也是如此。上述規律與港大醫學院2月28日模型推演的結論類似，該模型預計本輪疫情高點可能出現在3月中旬附近（日均新增18萬人），但死亡和重症可能會相對滯後。

但值得注意的是，儘管高人口密度和低接種率仍是短期挑戰，但政府也在積極開展進一步加強針接種、開啟使用青衣方艙醫院，以及聯合商界開關隔離酒店等多項舉措，有望分擔輕症患者以緩解醫院資源緊張等問題，再加上中央政府的大力支持，都將有助於香港加速控制本輪疫情。此外，根據歐美經驗來看，加大疫苗接種依然是當前最好的疫情防護手段。

短期而言，疫情升級疊加防控措施加強，都難免對經濟活動特別是線下消費造成一定擾動，但根據歐美多輪疫情經驗看，此種擾動更多為瞬時衝擊，待疫情緩解後將逐步修復。不過，此次疫情適逢地緣風險和美聯儲加息臨近（3月15-16日），香港金管局也會跟隨加息，因此需要關注潛在疊加影響。近期港元兌美元持續走弱，目前已接近弱方保證（7.82）。

從市場角度，近期疫情升級、疊加地緣風險和監管等因素，共同打壓了市場情緒和成交活躍度（港股日均成交約1200億元），市場明顯回調並基本回吐年初以來漲幅，估值再度回到此前低位，其中疫情受損板塊，如線下零售、博彩和商業地產更為承壓。但考慮到港股市場多數實為中資公司，對疫情和外部的地緣風險敞口相對較小，因此筆者認為也無需在前已經較低的估值水平上更為悲觀，更不用說內地穩增長仍在持續推進。

筆者看來，近期更多因情緒驅動的拋售反而有助於市場快速消化其他各種不確定性，達到「情緒底」。因此，雖然仍存在短期擾動，但仍然看好港股的中期前景。後續更多穩增長政策出台，不僅將有助於吸引南向資金流入，也會提升整體風險偏好。



# 聯儲加息幅度料縮水

樓市智庫 陳永傑 中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

紐約聯儲銀行行長威廉斯表示，美聯儲局不需要以大幅加息來啟動加息周期，他主張穩步加息，並在必要時調整加息步伐。今後加息快慢取決於經濟形勢，認為聯邦基金利率到明年底升至2厘至2.5厘是合適。筆者認為，美國通脹如果升幅放緩，加息幅度未必如原先估計那麼大。

據威廉斯所言，當加息開始，聯儲局下一步將開始減持美國債券及按揭貸款支持證券，預計在今年較後時間展開行動。主要方式是證券到期後回籠資金不再投資，又或者考慮某個時間出售持有的按揭貸款支持證券，達到投資組合以國債為主目標。

威廉斯指出，美國今年實質經濟增長略低於3%，失業率到年底時降至約3.5%，以個人消費開支物價計算的通脹率降至約3%，隨着供應鏈轉頭舒緩，明年通脹率將進一步下降。威廉斯認為美國通脹逐步回落，與筆者看法不謀而合。

烏克蘭與俄羅斯戰事緊張，令國際油價衝破110美元。俄羅斯與北約及美

國關係惡化，預料油價更為堅挺，屆時需要動用中東及戰略石油，油價升跌難料。

## 通脹水平逐漸回落

烏克蘭局勢惡化，油價將無法尋底，難以回落至低水平去消解全球通脹的問題，唯有靠伊朗。如果伊朗就核協議與美國關係正常化，全球石油供應量將會有所增加，亦會降低油價所造成的通脹壓力。油價跌幅愈大，通脹的威脅愈小，有利消除通脹的壓力。

全球港口擠塞造成供應鏈緊張的問題，正在有所緩解，也令美國通脹壓力減低。只要油價及供應鏈導致通脹的因素消解，通脹日後將會回落。

國際貨幣基金組織（IMF）及船運業巨擘馬士基均指出，港口擠塞問題漸見紓解，供應鏈緊張亦得以改善。供應鏈也是造成通脹高企的另一主因，假如能夠鬆綁，通脹亦得以解圍。

美國加息的主因是由通脹引致，通脹一旦回落，聯儲局亦毋須大手加息以遏止通脹。威廉斯認為聯邦基金利率到明年底升至2厘至2.5厘，一定程度可以說是聯儲局的加息指標。而此加息幅度與上一輪加息周期2019年頂峰的2.5厘看齊，甚至上不到這水平，息率並非高得難以承受。