



►在疫情期間發放消費券，能短時間內改善居民收入狀況，刺激經濟。

中國第一季經濟數據不俗，GDP按年增長4.8%，但分項數據有不少隱憂。例如，在固定資產投資方面，除了基建投資增速大幅回升外，製造業和房地產投資增速都顯著回落。從4月份的社會融資中可知，企業貸款大幅新增的主要支撐為票據增量，剔除票據後企業貸款僅新增704億元（人民幣，下同），按年大幅少增3754億元。

刺激內需成穩經濟關鍵

察股觀經 李迅雷
中泰證券首席經濟學家

與此同時，今年居民房貸餘額月度數據第二次出現淨減少。因此，最近穩房價的政策也頻繁出台，如人民銀行推出差別化的房貸政策來支持剛性和改善性住房需求，房貸利率最低可至4.4厘。但是，中國房地產已經持續了20餘年的榮景，隨着人口加速老齡化，尤其是今年可能首次出現總人口數量的下降，未來房地產行業需求不足將形成長期趨勢。為此，今後政府應該在保障房建設、危房改造等方面增加投入，至少不要讓房地產開發投資持續負增長。

此外，製造業投資是固定資產投資中佔比最大，也應該在財政政策上支持新動能，加大研發的投入，提升自主創新能力。

在去年年末中央經濟工作會議上提出了三重壓力，其中一條是「需求收縮」，需求包括內需和外需，外需不是國內政策能控制的，內需則包括投資和消費兩大類。目前看，投資主要靠基建投資來拉動，但消費方面的政策力度還有待加強。

第一季社會消費零售、限額以上零售增速分別為3.3%、5.4%，但3月按年收縮3.5%及1.4%。受全國針對疫情採取管控措施的影響，3月餐飲收入按年增速由正轉負至跌16.4%，對社會零售形成較大拖累。分品類來看，3月必需和可選消費品增速雙雙回落，可選消費回落幅度更大。4月數據還沒有公布，由於疫情加劇，估計消費數據不樂觀。為此，擴大消費，避免消費持續負增長成為當務之急。

美國在2020至2021年疫情大爆發期間，通過財政向居民派錢，不僅讓美國居民直接獲得超過2萬億美元以上的現金補貼，從而提高居民儲蓄率，而且拉動中國的投資和消費。

因此，中國財政部也可考慮發行特別國債的方式，向居民發放消費券。儘管目前不少地方採取發放消費券的方式，但存在規模過小、購買商品限制過多的問題，實際上難以起到有效促進消費的效果。例如，深圳近期發放總額5億元的消費券，使用非常麻煩，與香港發放的超過700億港元的消費券相形見绌。

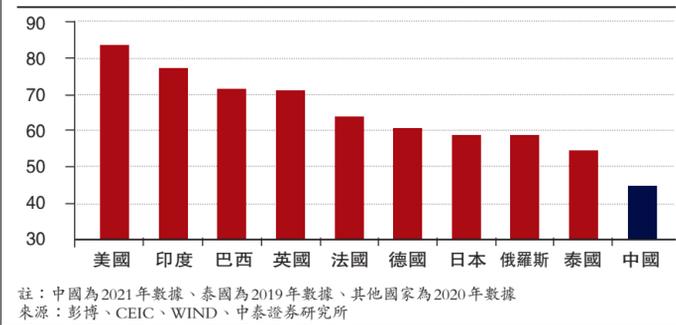
儘管通過基建投資也能起到穩增長和促就業的作用，但發放消費券對促進消費的效果會更好，因為除增加居民收入外，更直接提高居民的消費能力和欲望。基建投資只是間接通過增加就業和投資機會來增加特定群體的收入，而且基建投資創造的收入是企業、勞動者和稅務部門的共同收入，勞動者在這一過程中能獲取佔比多少的收入，仍是未知數。

發放消費券 改善居民收入

根據《2021年國民經濟和社會發展統計公報》，全國居民人均可支配收入35128元，按年增長9.1%，扣除價格因素，實際增長8.1%。人均可支配收入的實際增速與GDP同步，但居民可支配收入總額佔GDP的比重只有43.4%，遠低於60%左右的全球平均水平，其中美國為83.4%，印度為76.9%，德國為60.7%。

也許這是統計部門抽樣調查的數據存在一定程度上低估，但最終中國居民消費對GDP的貢獻遠低於全球平均水平卻是不爭的事實。因此，發放消費券可以在短期內改善居民的收

部分國家的居民可支配總收入佔GDP



入狀況，尤其在疫情期間。

目前，居民和企業的槓桿率都偏高。如居民的槓桿率逾60%，超過不少發達經濟體；尤其當防疫疫情的力度加大的時候，居民資金鏈斷裂的風險會顯著上升。而企業的槓桿率達150%以上，幾乎為全球最高，而且還存在債務成本在民企和國企之間較大差距的問題。那麼，唯有政府加槓桿率，才能抵禦可能出現的全球性經濟衰退的風險。

中國政府的槓桿率，大概是美國的三分之一，日本的六分之一，因此，通過增加財政支出的方式來發消費券，應該具有足夠安全邊際。

經濟學需要研究一個重要課題，首先是如何調整社會總收入在政府、企業和居民三大部門之間的比例，包括存量收入和增量收入，其次，研究每個部門內部不同主體之間的收入比例，其目的是讓比例最優化，以有利於實現經濟高質量和可持續增長。

筆者在該領域沒有系統研究過，但總體感覺在三大部門和部門內部存在部分結構性問題。例如，今年財政的擴大支出方面，應該大部分用於給企業的減稅（退稅）降費，總規模估計為2.5萬億元。同時，安排地方政府專項債券3.65萬億元，大部分也用於投資基建等。如2022年專項債券重點用於九個大的方向：分別是交通基礎設施、能源、農林水利、生態環保、社會事業、城鄉冷鏈等物流基礎設施、市政和產業園區基礎設施、國家重大戰略專案及保障性安居工程。

但是，基建投資回報不斷下降，目前已經低於專項債融資成本。例如2020年以來，專項債資金用於土儲、棚改等專案用途受到較大限制，主要通過城投平台用於基建專案。城投平台投入資本回報率（ROIC）的中位數已經從2011年的3.1%降至2020年的1.3%，明顯低於專項債平均發行利率，從側面解釋了專項債資金使用效率的下降。

按照政府工作報告的要求，財政支出（收入再分配）要提高效能，故需要合理分配財政支出在政府、企業和居民三大部門之間的比例，面對基建投資投入產出比下降的情況，需要採取更加合理的對策。

這些年來中國GDP按支出法計算的構成中，資本形成（即投資意義上的）的佔比約是全球平均的兩倍，而最終消費的佔比過低。因此，提高消費佔比應該是中國經濟轉型大方向。

從國際比較看，中國居民的消費率（消費總額佔可支配收入比重）過低。如2020年美國為67%，日本為53.4%，越南為67.8%，印度為58.6%，而中國只有38.1%。

這說明中國居民的收入支出可能存在兩大特徵，一是投資（主要是購房）支出比重比較高，二是居民內部的結構中，高收入家庭組（收入前20%）的收入佔比較高，因為消費的

主體是中低收入組（佔人口的80%）。從國家統計局數據也可以發現，過去5年高收入組的收入增速，顯著高於中等收入組。

因此，促進消費的長期目標，首先應該是增加居民可支配收入在GDP中的佔比，增加政府財政支出中用於居民的佔比；其次，增加居民內部中低收入家庭組的收入佔比；第三，提高社會保障水平，尤其在醫療和教育領域；擴大住房用地供給，有效抑制大城市的房價過快上漲，實行特定對人羣的住房補貼，提高保障房的比重，降低居民部門的購房支出比例。這才能達到國家提出的「讓群眾能消費、敢消費、願消費」的目標。

加快稅改 推進第三次分配

筆者認為，加快稅制改革步伐和推進第三次分配在促消費中可以發揮有效作用。如果從稅收角度看，就更容易發現，中國的政府與企業的關聯度很高，與居民的關聯度較低。即與企業直接或間接相關的稅收佔總稅收的65%左右，與居民直接或間接相關的稅收佔約15%，如個稅佔比只有7.3%。換言之，政府對企業的依賴度較高，這也是投資和出口拉動作為增長模式的結果。但居民的收入結構問題是需要高度重視的，因為個稅佔比過低，也沒有資本利得稅、房產稅和遺產稅這三大基本稅種，即居民收入再分配的功能偏弱。

反觀美國聯邦政府的稅收結構中，2020年個稅佔比達到47%，而企業所得稅佔比只有6.2%。因此，美國財政向美國居民發放現金補貼，給失業人員發放巨額失業救濟金，可謂取之於中高收入者，發放給全體居民。從而讓居民部門在疫情爆發時仍然具有較高的消費能力和投資意願。

從稅收結構就可以解釋，為何中國的減稅降費主要是針對企業，對居民的減稅或補貼（如發放消費券等）的案例很少。貨幣總量的持續擴張（如M2長期高增長），其結果一般都是企業和居民中的高收入者受益，而中低收入者相對收入減少。而統計數據表明，從2020年開始的持續3年疫情，使得居民的收入差距進一步擴大，原因是中低收入者多集中在勞動密集型部門，人際接觸率較高，容易受疫情影響而被動歇業。

中國在「十四五」時期「着力提高低收入群體收入，擴大中等收入群體」的目標。因此，在共同富裕的長期目標下，中國經濟要實現轉型，首先通過稅制改革來縮小收入差距，通過對高收入者實行有效徵稅來提高個稅比重，如目前的個稅主要構成是工薪，難以對少數企業主的「企業與個人稅制之間的套利行為」進行有效監管；最後，應該按照五中全會提出的要求，發展社會慈善事業，增強企業家的責任感，通過第三次分配來提高中低收入者的收入水平和福利。

美匯指數見頂了嗎？



領軍智庫 譚雅玲
中國外匯投資研究院 院長

上周美匯指數升至105點瞬間表現似乎無以為繼，這或是短期即將大幅貶值的一種手法或指向選擇。美匯指數上周從103.660點漲至104.563點，升值0.87%；區間高位105.005點，低位103.372點。周四是指標變化最大的一天，重點是歐元兌美元下行至1.03，最終助推美元向上。其他貨幣保持基本定力，英鎊兌美元維持1.23，美元兌加元維持1.29，日圓兌美元回調至129，澳元維持0.69美元，新西蘭元穩定0.62美元。人民幣兌美元貶值推波助瀾，在岸價低至6.81，離岸價最低6.83，兩者幅度縮小，距離拉近，最終兩地收盤為6.78和6.79。

目前，外匯市場因商品價格上漲而被削弱，基金中期布局導致整個市場調整是匯價受制原因，但是美元的綜合考量範圍更加廣泛，後發之力不容忽視。

一：與其他貨幣走勢不符

第一個因素是前所未見的複雜局面。目前宏觀經濟與政策、微觀市場與技術處於前所未有時期，主要表現於全方位調動與關聯非常邏輯。首先，貨幣對標交錯，美元升值產生的貨幣走勢並不相同，其中人民幣貶值與美元升值雖符合邏輯，但比例失衡，其中前期過度升值與美元升值修正符合規律，但達不到與美元同步升值水平，表明人民幣升值競爭目標不會改變，反之目前策略是繼續推進人民幣升值是值得防範。另外，俄羅斯盧布與美元同步升值，未來命運與人民幣或有相似之處，市場錯覺停留於俄羅斯在資源與石油的優勢，而嚴重忽略的是俄羅斯金融貨幣短板與缺陷。然而，市場值得關注的兩者並不在美匯指數權重之內，貨幣競爭背後的經濟貿易乃更多利益關聯才是重點。其次，主要籃子貨幣對未來美元貶值的發力值得注意。其中，央行加息未能刺激貨幣升值，在於市場憂慮後續發行的積澱動力，尤其是商品上漲不刺激的非常操作。如加元、澳元、紐元和英鎊比較突出，這4隻貨幣目前均是美元聯盟夥伴。因此，目前美元升值的鋪墊與防禦未來需求是關注重點。

二：資金轉移至黃金抗脹

第二個關鍵是貨幣技術待發超乎尋常。除上面論述的貨幣市場之外，商品市場結構複雜，黃金防備性更強，畢竟目前俄烏事態以及未來經濟前景未明朗



港息持續低位 利好樓市交投



樓語縱橫 楊永健
世紀21 Q動力總經理

近月新盤與股票市場基本上兩大極端，受環球股市影響，美國通脹壓力揮之不去，美股受壓；內地受疫情衝擊，A股持續尋底，港股自然難有起色，恒指在20000點以下徘徊。不過，同時間新盤市場卻持續熱鬧，今個月首15日銷售已近700伙，本月新盤成交可突破1500宗的高位。

無可否認，因應美國通脹壓力持續，聯儲局已表明未來仍會透過加息來打擊通脹，美國繼3月加息0.25厘後，本月初再加息0.5厘，更表明6月中及7月底的會議各自再加息0.5厘，未來加息路線圖已趨明朗化，今年底前隨時再累計加息1.5厘至2厘。

銀行水浸 短期無加息需要

不過可能大家會奇怪，3月美國加息時香港無跟，今月初美國加息0.5厘，香港仍然沒有跟隨，究竟今年香港是否仍然不用跟隨美國加息，首先從本地銀行同業拆息來看，在美國加息0.5

的情況下，黃金的保值能力明顯，勢必刺激金價上揚。加之商品上揚導致全球通脹，資金結構轉移至黃金以抗脹。加上石油一天下跌一天上漲行情輪番炒作，干擾投資預期和思路，包括股市走勢，尤其是美國股市更難以捉摸。目前只有道指穩居於32000點以上，這畢竟是美國最大公司的核心指標，甚至預示美國經濟尚無大礙，目前股市下行似乎是避險與未來操作引申更為明顯。由於美國因素超出全球局面愈來愈突出，美元主觀布局與擺布手法成為市場焦點關鍵，美元能量與能力可以做到的事情，遠遠超於其他國家和地區。

三：美歐幣策內外有分別

第三個難點是政策選擇南轅北轍有目的。目前比較敏感點在歐元，一方面歐元貶值是美元升值的重要關聯角度，因此上周四歐元跌至1.03美元是刺激美匯指數上升的原因，但也存在美匯指數故意操作未來的質疑與可能，這或預示歐元升值將是焦點。另一方面，就是歐元貶值的險惡用心，畢竟歐元在美匯指數可操縱範圍之內，佔權重達57.6%，歐元升值是美元貶值的重要一點。然而，目前歐元經濟、通脹、政策不及美國，但歐元並未有貶值，基本穩定態勢較好，其中美元刻意製造未來局面才是目前關注重點。

高盛研究的觀點應引起重視，即歐元與美元之間的大幅波動通常不會影響消費者，但由於以美元計價的能源進口份額較高，這情況可能很快就會改變。高盛首席歐洲經濟學家Jari Stehn 報告指，如果歐元兌美元的下跌持續，未來可能導致兩年間歐洲總體通脹率每年提高達0.5個百分點，這將加大歐洲央行更快速加息的壓力，進而破壞與衝擊歐元區經濟，甚至是歐元解體的致命所在。長遠來看，廣泛的貿易加權匯率波動通過定價對消費者通脹產生系統性影響，歐元兌美元目前疲軟仍可能會起到作用，因為能源是當前推動進口的最大因素，而且絕大多數進口到歐元區的能源都以美元計價。美國的美元計價是輸入通脹邏輯，歐元區的美元計價是輸入通脹模式，這就是歐元可能的風險與危機。美歐貨幣政策差異性在於內外有別，以內為主和以外為主的制衡風險是重要焦點，同樣通脹的不同前景是貨幣政策尷尬與難言之重。

預計本周美元是否轉勢是關鍵，技術時機與外部條件是否適宜或是重要時刻。相比較下，美元匯價與經濟數據之間的權衡或許發生意想不到的行情擺布，美元不能再升值與急切貶值或是市場焦點時刻。



美匯指數今年持續向上 (點)

港息持續低位 利好樓市交投

厘後，1個月同業拆息竟然不升反跌，在上月底未加息前是0.21厘水平，但最新卻回落至0.18厘水平。

當然，香港沒有加息的主要原因是整體銀行結餘超越3000億元以上，再者對上一次香港加息已經是2018年，當時銀行結餘不足1000億元，換言之，在銀行「水浸」的情況下，香港確實沒有加息的需要。

相信大家明白，在聯匯匯率制度下，港美息差不會相差太遠，不過原來根據上一次加息週期的經驗，香港確實已經不用完全跟隨美國加息，上一次美國加息週期是2015至2018年，其間共加息9次，累計上調利率2.25厘，不過香港不但沒有跟足加息幅度，絕大部分的本地銀行更只是加息0.125厘（即八分一厘），只有一間銀行加0.25厘。

總計而言，從過去加息週期的經驗，以至現時香港銀行結餘及同業拆息的情況來看，香港沒有加息的需要，大部分銀行更調高回贈來搶佔按揭。筆者相信，今年底前香港未必有需要跟隨美國加息，至少短期內不用加息，息口仍然低企，以拆息計算，實際按息只是1.5至1.6厘水平。在低息環境下，相信未來樓市交投仍然熱鬧。