



►消費是一切生產活動的最終目的，更是支撐中國經濟增長的首要動力。

近幾個月消費市場的表現，的確有些不盡如人意。從統計數據上看，今年以來的全國社會消費品零售總額同比增速一直在下滑，尤其是4月份同比下降11.1%，放眼歷史都非常罕見。誠然，這裏面有國內疫情反彈的影響，但有一個不容忽視的事實，那就是居民消費意願並不強烈。人們為什麼不愛消費了？這是個值得思考的問題。

復工復產 居民消費迎反彈

金融萬象 付一夫 星圖金融研究院 消費金融研究中心主任

按照經濟學理論，消費是收入的函數，收入是影響消費的直接因素。消費表現不理想，當然有必要從收入上尋找原因。我們可以從「量」和「質」兩個維度來分別做個討論。

通常來說，居民收入增速大體上要與國內生產總值（GDP）增長同步，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。從國家統計局數據可以看到，自2020年初新冠疫情發生以來，中國城鎮居民人均可支配收入與GDP的增速逐漸出現分化態勢，特別是進入2021年後，由於種種原因，城鎮居民收入增長在多數時間裏都沒能跑贏GDP。

如此一來，不少人的邊際消費傾向難免會出現下滑，這便是消費意願走低的佐證，而其中亦不乏一些風險厭惡者，他們為了應對因疫情反覆等因素導致的不確定性，更傾向於選擇把錢存起來，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。

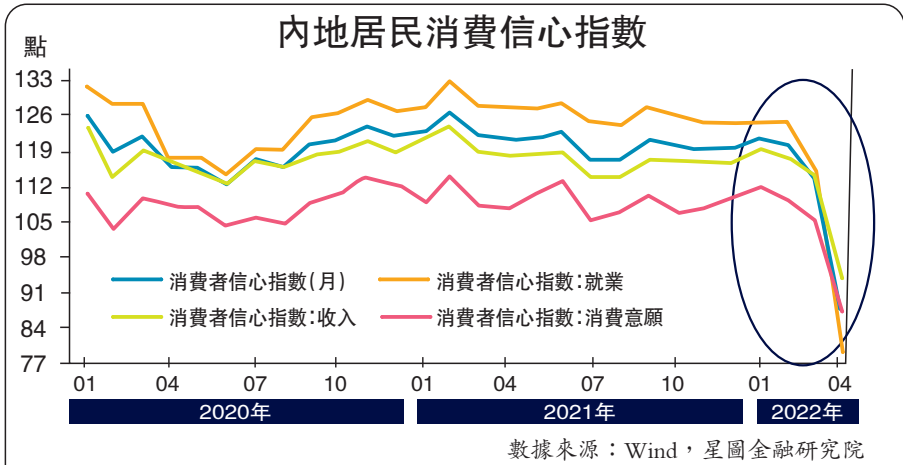
僅憑這一點必定是無法解釋全部問題。例如，自2021年四季度以來，居民收入增速其實已經超過GDP增速了，這本應是消費好轉的信號，可消費市場為什麼依然未能給予反饋呢？

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2021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，可以進一步考察各類收入的增速。不難發現，雖然各類收入總體上都表現為持續的恢復之勢，但速度卻明顯出現了分化：工資性收入和轉移淨收入恢復頗為緩慢，財產淨收入和經營淨收入恢復則更加強勢，甚至一度大幅超過了疫情之前的增速水平。

實際上，各類收入所對應的主要人群是不同的，財產性收入快速修復的受益者更多是高收入人群，而中低收入人群則更大多依賴於工資性收入，財產性收入往往有限。這便意味着，疫情以來高收入人群的收入恢復進度出現了「K型」分化跡象，高收入人群的收入回升速度明顯要高於低收入人群，而居民的收入差距也因此而在一定程度上被進一步放大。

上述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，增速往往也越高，二者呈現出較強的互相關聯性。具體而言，工資水平最高的IT和金融業，同比增速也最為靠前，而工資水平本就偏低的教職、水利環境及住宿餐飲業，收入居然不升反降。足以證明，不同行業間的收入差距也在拉大。



經濟學原理解告訴我們，通常情況下，高收入人群的邊際消費傾向要低於中低收入人群，而高收入人群無疑是佔總人口比重較小的那一部分。如此一來，佔大部分比重的中低收入人群，其收入增長的相對放緩難免要制約消費意願，變得「不愛花錢」，這也將不可避免地對消費市場的回暖帶來負面影響。

疫情擾動 削弱消費信心

除了收入的影響之外，還有另外兩個間接因素也會讓很多人變得不愛消費，那就是就業和居民槓桿率。

就業涉及到千家萬戶的生計和發展，是老百姓的財富之源，只有工作崗位穩定，人們的收入來源才能穩定，也才會更有動力去開展各項經濟生產活動或者去通過消費來享受生活。因此，就業市場的穩定對於人們消費意願的提升以及消費市場的增長來說，同樣具有深遠意義。

疫情以來，中央一直都在千方百計穩就業，並取得了積極成效，但疫情局部爆發還是會影響到就業形勢。來自國家統計局的數據顯示，中國城鎮調查失業率從2021年11月份起逐月升高，今年4月份已經達到了6.1%，這一數值僅次於2020年2月疫情剛剛爆發時的6.2%。

城鎮調查失業率攀升的背後是不少人失去了穩定的收入來源，以及對未來預期的偏謹慎，這在居民消費信心數據的走勢上也可以得到佐證。正因如此，他們在消費方面自然也會變得「精打細算」。

再來分析居民槓桿率。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，居民槓桿率越高，負債程度越高，可用於日常消費資金自然也就越少。如果剔除2020年一季度至2021年一季度因疫情造成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。據國家資產負債表研究中心的統計，從2020年一季度到2022年一季度，居民槓桿率由58%升至62.1%。當中房貸起到了關鍵作用，Wind數據表明，2020年二季度以來，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則呈現出穩中有升之勢，而房貸正是中長期貸款的重要組成部分，這也暗示了人們的整體負債程度並未能得到顯著緩解，而日漸攀升的槓桿率將不可避免地對居民日常消費造成擠壓。

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月的每平方米8.34萬元（人民幣，下同）上漲至2021年7月的每平方米10.72萬元，同期廣州的二手房成交均價也由每平方米3.97萬元上漲至每平方米5.25萬元。近幾個月的成交價雖然有所回落，但仍要高於疫情初期的水平。

制度保障公平分配

站在宏觀經濟的角度來看，提振消費的重要性不言而喻。因為消費是一切生產活動的最終目的，也是人們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，勢必會制約生產端的發展及居民生活質量的提升，也會影響到國民經濟健康可持續發展。

當然，在今年「穩增長」的核心基調下，想要完成全年GDP增長5.5%的目標，同樣離不開消費的貢獻。鑒於中國擁有14億人口，是世界上最龐大的內需市場，消費增長潛力巨大，舉國上下都在想方設法不遺餘力地促進居民消費。

誠然，消費的主動權總歸是掌握在老百姓自己手裏，單方面的政策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。今年以來的消費市場表現低迷，恰恰反映出很多人的消費意願並不強烈；而收入的結構性分化、失業率的上升以及居民槓桿率的高企，都成了人們消費的後顧之憂。

可喜的是，一些好的變化正在發生。

一方面，困擾消費市場已久的上海疫情現已完全得到控制，復工復產復商復市全面啟動。按照歷史經驗，一旦疫情因素的擾動得到緩解，被壓抑的消費需求便可以在短時間內得到有力釋放；又從居民消費結構上看，交通、文娛、餐飲等領域最容易受疫情影響，其反彈力度也往往最大。可以預見，伴隨着本輪疫情防控的妥善向好，以及政策層面的不斷支持，消費市場的增長基礎將會更加堅實。

另一方面，回顧近兩年出的一系列政策，可以清晰地感受到，國家正在盡最大努力提供更加公平的任何機會，減輕老百姓的各種負擔。這些對於縮小居民收入差距、提高居民生活水平、促進消費增長、推動經濟社會更高質量發展來說，都是再好不過的消息。

美收水壓抑股份回購

中金點睛 劉剛 中金公司研究員

大量且持續的回購是美股有別於全球其他市場的鮮明特徵，企業通過回購增厚EPS（每股盈餘）的同時也有助於提振情緒。但近期受緊縮和衰退擔憂影響，美股持續回調，美聯儲也進入「緊縮快車道」，市場擔心會抑制美股回購能力，進而使得美股在估值和盈利承壓的情況下失去「最後的依靠」。

2010年後至疫情爆發前，美股年均回購規模4910億美元，佔美股總市值的2.7%。2018年，特朗普政府的稅改促使美國企業海外資金大量回流，推動回購規模激增，從2017年的5000億美元攀升至2018和2019年的7000億美元以上。疫情後由於美股盈利大幅下滑，回購於2020年大幅回落至4720億美元。但2021年隨着現金流和盈利的逐步修復，疊加美聯儲寬鬆提供的充裕流動性，企業回購也逐步修復，全年回購規模8000億美元，超過特朗普稅改後2018年到2019年的平均水平（7490億美元）。

通過對美股回購歷史的觀察，筆者發現有以下幾個整體特徵：

- 1) 回購順勢而非逆勢，即與市場走勢整體一致、而非反向；
- 2) 與盈利和現金流的趨勢一致；
- 3) 與融資成本和金融條件所處情況一致；
- 4) 與投資需求反向，此消彼長。

然而，上述特徵也說明，市場通常持有的觀點「美股回購主要依靠低息融資支撐、以市值管理為主要目的」，其實並不完全準確。

在過往印象中，美股公司利用低息環境大量回購、進而增厚EPS支撐股價的「財技」似乎已成為美股上漲最主要動力。但實際上，回購雖然是美股EPS的重要組成部分，但遠沒有想像的那麼重要，內生盈利依然是主導。

從整體規模上看，美股年均回購6000至8000億美元，佔市值比例3%到4%，2017年後規模明顯抬升；信息技術、金融及醫療保健回購最為活躍，合計回購規模佔整體的50%以上。從對盈利的貢獻看，回顧過去十年經驗，回購

平均貢獻EPS增速8%到10%左右，並非主導。相應的，從股價角度看，考慮到同期估值的作用，回購的貢獻僅佔到市場表現的5%。但不同板塊差異很大，作為美股回購主力軍的科技、金融等板塊，回購平均貢獻EPS增長可達22%與15%，相應對股價貢獻上可佔到11%和12%。

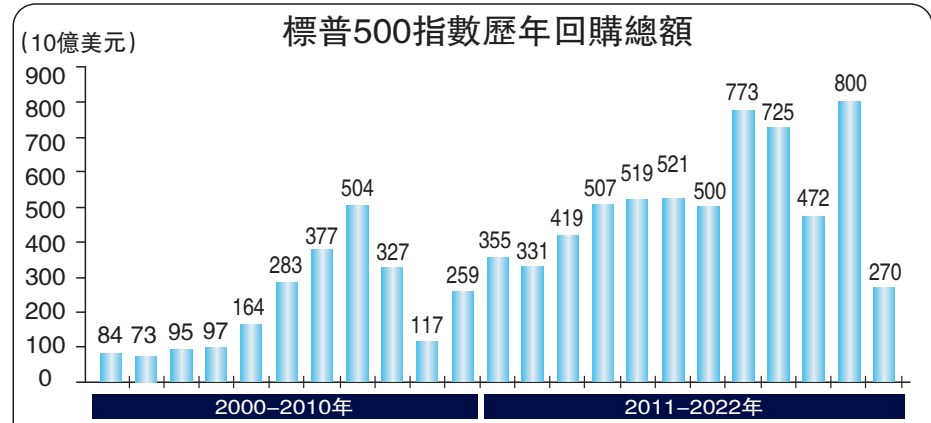
企業收縮資本開支

那麼，加息如何影響回購呢？回顧歷史，歷次加息周期的回購規模反而在增加，主要是因為同期盈利也多數處於向上通道，直到加息末期。因此，加息從融資成本來看對回購影響邊際偏負，但並非主導，增長和盈利前景是關鍵。

首先，美聯儲緊縮對於回購最直接的影響是通過金融條件和融資成本來實現的。3月以來，隨着緊縮預期升溫，美債利率和信用利差等金融條件指數都快速走高，疊加6月開始縮表，都將抬升融資成本。但這一影響更多限於現金流不足以覆蓋回購和分紅的公司，筆者測算這一比例約為25%左右，其中槓桿水平較高的板塊受影響相對更大。

其次，美聯儲緊縮會通過影響盈利前景的間接方式影響回購，這一點更為關鍵。目前來看，美股盈利已經計入下行通道，調整情緒也已經轉負，這可能意味着未來盈利或仍有下調空間。雖然筆者並不認為衰退風險很快到來，但盈利預期的轉弱也會影響到企業回購的意願和能力。因此往前看，企業回購規模可能從一季度的高點逐步回落，類似於2018年三季度之後的情況，而回購貢獻較大的科技板塊如果疊加盈利回落，影響可能會相對更大。

再次，企業資本開支回落，尚未對回購造成擠壓。投資需求較弱時，對應回購可能相對增多。但在一季度，美股資本開支總規模有所回落，主要是由於庫存和產能利用率的條件還不完全具備，甚至局部已經出現了庫存「過剩」的跡象。向前看，由於現在市場需求趨弱、金融條件收緊，反而可能進一步抑制企業資本開支的意願。這一點可以促使企業更多轉向分紅回購，但或難以完全抵銷前兩個因素的影響。



港樓市下半年追落後

樓市智庫 陳永傑 中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

差估署最新公布，4月份本港樓價指數報384點，按月上升0.5%，結束連跌3個月的跌勢。今年首4個月樓價指數累跌2.5%，雖然4月份差估署租金指數未有升跌，但亦已結束6個月的跌勢。不論中小型或是大型單位樓價指數，皆於4月份止跌回升，反映樓市已全面復甦，見底回升，預計下半年繼續向好。

自去年四季度之後，香港樓市開始下調，及至今年一季度面對第五波疫情嚴峻挑戰，股樓俱跌。隨着疫情於4月份穩定下來，各行業逐漸復甦，樓市表現亦出現大反彈，4月份一手成交創出5個月新高，大型單位更得到財政司司長陳茂波推出高成數按揭計劃的支持。5月份一手暫錄約1500宗，6月份發展商續推盤可錄約2000宗的一手成交。

筆者相信樓價已經見底回升，預料二季度樓價有機會追回失地，中原城市領先指數有可能重回190點的歷史高位。

至於4月份租金指數亦終止跌勢，雖然未見回升，但相信疫情穩定下來後，海外及內地學生對租住物業需求增加。筆者預期海外逐步開放通關、經濟活動回復正常後，香港住宅租金將得到支持而回升，下半年情況會穩步上揚向好，因為已見到世界投資市場在5月份開始有回穩跡象。



▲發展商於6月份持續推售新盤，預料可錄得約2000宗一手成交。

股市、匯市、金市進入5月份後，市況變得比較平穩，相對今年1月到4月的過山車式走勢，迄今已漸見到穩定勢頭。以美股為例，去年四季度起已出現轉弱，今年首4個月跌勢加劇。美股3大指數中，以納指跌幅尤為慘烈，跌幅超過三成，比較道指及標指逾兩成之多。

美股在2020年因新冠疫情而呈現大跌，當時以道指跌幅最為凌厲，超過三成。而收復失地最快是納指，同年6月份已創歷史新高，扶搖直上。最近幾個月跌勢最明顯的美股指數卻是納指，跌幅亦超過三成，比得上當年道指跌幅。近期納指亦漸見企穩從低位反彈，或許是美股回穩訊號。

全球樓市以美國較為明顯，由2020年頭升到現在，升幅逾三成半。以中原城市領先指數為代表的港樓，這兩年多只升了約4%，預料只要香港形勢回穩，有望追落後。