

全球由脹轉滯 收益率放緩



經濟脈搏 趙建

西京研究院
院長

回顧2022年，這一年承載了太多衝擊，全球經濟處於一種「堅壁清野、危若累卵、履霜堅冰」的狀態。因此，在各大風險因子的影響下，從避險資產到安全資產，都處於一種系統性折價和價值重估的波動狀態中。

對大部分發達國家來說，2022年呈現出一種「菲利普斯曲線」式的弱復甦。除中國之外，其他國家基本實現「與病毒共存」，但需要消化疫情期間的貨幣大放水，因此經濟的回暖伴隨著高昂的通脹代價，面臨「工資物價螺旋上漲」的挑戰，美國在這方面的表現尤為突出。而歐洲更多是飽受供給側的衝擊，戰爭不僅導致地緣格局發生重大變化，還導致能源供給結構發生巨變。這個能源系統的切換，需要付出較高的系統性成本，比如從低成本的管道運輸轉為高成本的航運，這勢必映射到整個能源定價上。

像日本等這樣的「高負債、高對外依存度」的國家，經濟的脆弱性和不確定性進一步凸現，其匯率則被進行了一場「貨幣危機」式重估。更不用說像斯里蘭卡等小型國家，在種種大衝擊下處於瀕臨破產的邊緣。

對於中國來說，一方面「三重壓力」帶來的負面打擊較預期更為嚴重。整個經濟動能主要依靠外部經濟復甦帶來的需求支撐，雙循環格局下，對外依存度不僅沒有降低，反而在加大，一直試圖激活的內部大循環，在疫情反覆、房地產債務危機、平台資本治理整頓等多重打擊下，不僅沒有形成支撐中國經濟高質量發展的動能中樞，反而成為一種拖累。2022年中國經濟的最大亮點依然是出口，依然是數以萬計面向國際市場的中小外貿企業和製造業企業支撐着中國經濟的韌性。

展望2023年，市場目前形成的共識是：全球經濟開始「由脹轉滯」，收益率曲線和菲利普斯曲線都進一步走平，美聯儲的瘋狂加息有望在上半年漸趨理性，下半年可能會停止加息並放緩縮表。歐洲逐漸消化掉俄烏衝突的供給衝擊，整個通脹水平會逐漸趨緩，但周期性的經濟下行力量逐漸變強。日本貨幣政策開啟史無前例的「大轉型」，實施了十幾年的「安倍經濟學」正在發生

巨大調整，這也勢必引發全球人類資產的邊際重估。如果日本央行掌握不好調整的節奏，很可能引發從日本發生繼而波及全球的「金融海嘯」，可能成為一隻大家意想不到的「黑天鵝」。畢竟，像日本這樣的高債務國家，利率中樞一旦進入抬升周期，後果將不堪設想。

留意日本幣策轉向風險

今年初，中國經濟將迎來嚴峻的挑戰和考驗，各種不利因素交疊在一起。一方面，疫情「關關」進入複雜嚴峻的階段，感染高峰疊加重重高峰，勞動力健康和人力資本將遭遇衝擊，中國經濟韌性的基礎——供給側和產業鏈或隨之受損，有可能進一步加速供應鏈的對外遷移，當然負面影響程度相對較低。另一方面，中國主要的出口國開始出現需求下滑的趨勢，尤其是歐盟、美國等地區很可能加速去庫存，這會導致中國的外貿訂單進一步縮減，筆者判斷今年上半年淨出口對經濟基本失去增量拉動效應甚至可能為負。須特別注意的是，中國的外貿環境也在逐漸惡化，美國正試圖擺脫供應鏈對中國的高度依賴，這個影響是深遠且長期的。

上半年，中國經濟在內部，供給側受到疫情侵襲而收縮；在外部，需求側受到全球經濟下滑而收縮。總體上，呈現出前所未有的「供需雙重收縮」壓力。下半年，在消費、房地產和基建投資恢復「元氣」的情況下，中國經濟的內循環有望恢復增長，經濟開始逐漸恢復活力。當然，這取決於地方債得到妥善處理，筆者估計今年會有更多的地方政府將遭遇債務違約風險。

對於資產價格，筆者的判斷是「通脹交易」逐漸平息，全球進入一個羸弱的估值修復階段，但對賭美元和全球貨幣政策反轉是盲目的。在這個估值修復階段，很可能會出現「黑天鵝」，即日本與歐洲幾個國家，因為貨幣政策調整節奏沒掌握好，或者與美元周期錯位而發生「金融海嘯」。

總體上看，隨着全球通脹、俄烏衝突、中國疫情三大宏觀風險因子邊際改善，筆者的樂觀程度略微高於去年。在大類的配置機會上，筆者認為系統性機會依然稀缺，除非發生「黑天鵝」引發全球級別的金融海嘯形成錯殺。在配置選擇上，樂觀程度應該是股大於房大於債，國內大於海外，港股好於A股。互聯網平台企業和泛消費行業將有反覆的修復過程，但仍然難言有趨勢性機會。



►中國今年淨出口對GDP的增長貢獻可能為負，擴內需成為重中之重。

2022年已過去，回望去年初，有多少人預料到2022年的走勢居然是這樣的？那麼，2023年中國經濟又將如何變化呢？國內大部分經濟學者把GDP預測目標定在5%至6%之間，筆者則認為，2023年經濟復甦可期，但經濟增速大致在4.5%左右。

盤活國有資產 增加財政收入



察股觀經 李迅雷

中泰證券
首席經濟學家

2022年的12月上旬，疫情管控政策突然放鬆，中國的疫情終將與世界開始同步，隨之而來的是感染率大幅攀升。那麼，這一輪感染率的上升將持續到什麼時候，社會經濟活動的恢復又何時開始呢？

從國外及中國香港、中國台灣的放開案例看，從放開到疫情步入低谷，最快也要3個月，這意味2023年第一季度中國GDP增速可能面臨下行壓力，因為面對疫情管控放鬆的環境下，企業和個人都需要有一個適應過程。如當下各大城市的交通客流量、餐飲消費、旅遊休閒等都處在歷史低點，要恢復到正常水平，需要時間。

從各大機構對2023年的中國經濟增速預測看，國內機構普遍樂觀，大致在5%至6%之間，IMF（國際貨幣基金組織）和世界銀行的預測偏謹慎，大致在4.5%左右，筆者更傾向於後者，因為2015年以後，即便政府部門採取大規模的逆周期刺激政策，GDP增速仍一路下行。

國家統計局的數據顯示，2022年11月全國城鎮調查失業率為5.7%，比10月份上升0.2個百分點；31個大城市城鎮調查失業率為6.7%，達到2022年內次高。此外，11月份，農民的調查失業率為6%，較10月份上升0.5個百分點；16至24歲勞動力調查失業率為17.1%，高出2021年同期2.8個百分點。隨着疫情管控放開，12月及2023年的失業率數據堪憂。

回顧2018年和2020年，政治局會議分別提出「六穩」和「六保」，其中第一穩或第一保均為就業。其中，2018年發生了中美貿易摩擦，2020年則是新冠疫情在歐美爆發並蔓延。由此可見，一旦外貿出口下滑，就可能對就業帶來沉重打擊。2022年11月中國出口下跌8.7%，可見出口形勢非常嚴峻了。

外貿走弱 內需支撐大局

2023年全球經濟增速將普遍下降，尤其是歐美等西方國家，原因是政府在抗疫過程中大量財政支出用於居民部門，在恢復經濟的同時也帶來通脹，同時收縮的貨幣政策又導致經濟滯脹。例如，從美國個人儲蓄存款來看，其已回落到疫情前水平，撒錢後遺症似乎近尾聲。美國房地產市場在不斷加息下也明顯降溫，新屋開工數已出現明顯回調。事實上，在疫情前的2019年，歐美經濟均已步入疲弱態勢，這一輪藉着防疫的刺激政策結束之後，勢必會重回低增長狀態。

因此，對中國而言，外需的長期走弱恐怕難以避免，2020至2021年

的出口高增長有其特殊性，美國正採取多重舉措降低對中國產業鏈的依賴度，從科技脫鉤到資本脫鉤，這對於中國出口相關行業的產業工人就業構成很大的負面影響。

既然2023年外需有持續走弱的可能性，故出口增長曲線有可能在零增長附近徘徊，出口增速將低於進口增速，故2023年淨出口對GDP的增長貢獻可能為負。那麼，擴內需便成為必然選擇。擴內需的政策已經提及多年，效果並不明顯，當下則更加顯得迫切。內需包括消費和投資，中央經濟工作會議提出要把恢復和擴大消費擺在優先位置，可見當下擴內需要把消費放在第一位。

近年擴消費政策累加起來並不少，但2022年首11月中國社會消費品零售總額的增長為負，為何政策效果不理想？可能是歷年政策觸及的多是容易操作的領域，但不易操作的大多是深層次的難題，或者政策執行意願不強的領域。例如，消費與居民的收入及保障水平的相關度較高，如果能顯著增加中低收入階層的收入和福利水平，則消費增速將會顯著上行。

從配國中發現，中國的最終消費對GDP的貢獻度顯著低於其他國家，因為中國歷年來在擴內需方面都偏重於投資，投資不僅對穩增長起到立竿見影的效果，同時也有利於資本形成（如高樓大廈、高鐵、大橋等），但隨着投資回報率的下降，高投資必然帶來高債務，且其對經濟的拉動效應也顯著低於消費。對於就業而言，消費所帶動的就業也顯著高於投資。

政府部門通常在對投資過程的參與度高，而對消費過程的參與度低，故「把恢復和擴大消費擺在優先位置」，實際上隱含政府需要轉變職能，難度不小。

推進國企改革 提高分紅比例

2023年能否讓富人活躍起來，擴大消費、增加支出，能否讓民營企業動起來，擴大投資、增加就業，這是關鍵所在。而未來為了穩增長所需的財政收入從哪裏來，需要長期盤算。

2022年首10月，扣除留抵退稅因素後稅收按年僅增2.4%，首11月國有土地使用權出讓收入5.1174萬億元（人民幣，下同），按年跌24.4%。按照債務率指標計算，2021年末地方政府總體債務率已經突破100%，達到105.8%，2022年估計仍將上行，因為疫情期間，放鬆了城投債發行，城投債淨融資額大幅上升，但接下來城投債到期償還的壓力較大。

通過稅制改革，是推進國民收入再分配的主要手段，但稅制改革同樣存在說易行難的問題，從最初提出稅制改革至今至少逾十年了，但仍然沒有時間表。那麼，增加財政收入最現實的做法是盤活存量國有資產，正如

30年前盤活國有土地資產一樣。

增加國企利潤上繳補充財政收入，有利於對沖土地財政依賴度下降產生的收支缺口，緩解財政「緊平衡」壓力：

一是要提質增效，如果能夠讓300萬億元的國企總資產的回報率提高1個百分點，對應增加3萬億元收益，基本可以彌補土地財政消滅帶來的收入缺口。

二是參考國際經驗提高國企分紅比例，新加坡、中國香港、法國等國家和地區國企分紅比例基本上在50%以上，甚至超過70%，相比之下中國還有較大提升空間。除了補充財力，提高國企分紅水平還有助於降低代理成本，抑制國企過度投資的行為，凸顯中國全民所有制的優越性。

三是要推進國企改革，提升國有股權的估值水平和流動性。據統計，2022年首三季度，滬市263家央企業業收入、淨利潤分別佔滬市整體營收和淨利潤的54.89%和61.55%，但其合計市值僅佔滬市公司總市值的四成左右；滬市央企整體市盈率約8倍，處於較低水平。

要提升國企的估值水平，可以通過股權轉讓、併購重組（包括業務、資產、債務等要素的重新組合）、整體上市、引進戰略投資者、股權激勵、ESG（環境、社會、公司治理）評價等方式來提升估值、做大市值和實現股權變現等。盤活國有資產，目的是做大國有資產的總盤子，擴大國有資產的市值，提高國有企業的競爭力和盈利能力。這就需要解放思想，不能簡單地認為國有股權轉讓就會削弱全民所有制經濟。因為國有股權本質上歸全民所有，只要取之於民、用之於民，轉讓並非不可，它與國有土地的性質是一樣的。

對於民企而言，投資的信心，除了良好的法制環境外，投資回報率的高低也是一項重要因素。從邏輯上講，投資回報率高的項目，大家都趨之若鶩，愈到經濟下行階段，社會的平均投資回報率就愈低。那麼，參與國企改革會不會提高投資回報率的預期呢？這應該不取決於民企，而是取決於國資部門。

市場可能更希望看到的是真金白銀的投入或變革。例如，對於某些地方政府拖欠民企賬款現象，能否推出相關措施予以解決？在市場准入的不合理限制和隱形壁壘，能否打破？從2013至2021年，中國各級財政專項扶貧資金累計投入近1.6萬億元，應該說規模不可謂不大，效果不可謂不好。但這些年疫情防控方面的支出也非常大。能否在今年的扶貧方面再加大投入呢？畢竟3年疫情，返貧現象又會出現。用於民生領域的支出如果能持續增加，雖然不像高鐵、大橋那樣氣勢恢宏，但卻能讓預期轉強。



◀香港經濟走向復常，今年樓價料反彈。

2023年樓市十大忠告(上)



樓市新態 汪敦敬

祥益地產
總裁

今年是筆者連續第16年為新一年撰寫樓市忠告：

一、中美博弈才是市場最大關鍵

東升西降是時勢大局，在鬥爭中金融地帶不可能無影響，既然是一場博弈，即是彼此各出奇謀，也即是局面會隨時改變，市場趨勢被左右，市場機制許多時亦失效，就好像2022年的樓市一樣。我們投資市場的時候，必須要先認清大局進展，檢查原本優勢有沒有被逆轉。當中國在固守階段，市場亦容易走向負面，相反當中國主動的時候，市場也容易景氣。當然，香港作為橋頭堡角色也會愈容易受到不同方式的狙擊，在樂觀的時候也必須留一手。

二、市場情緒和唱籌造大局

香港社會的二元化其實相當嚴重，很多事情也陷入意識形態之爭。正如去年忠告所說：「無論市場變化如何，大部分時間市場也被扭曲詮釋」。2022年當悲情遇上經濟乏力時，市場機制就會罕見的失效，並且出現「市場結構並未改變下的下跌」。但在2023年，中國經濟在鞏固和整頓多時之後，應是進入釋放能量的階段，價格已不容易被悲情所主導。

三、樓市機制復常

經濟走向復常，樓市一定程度的反彈也是順理成章了。樓市下跌本質上不是泡沫爆破，後市也當然不適宜以牛熊市去判斷，樓市趨勢應回歸「龍市理論」，未來樓價將逐步回復之前的支持點。但筆者必須提醒投資者，後市的復常不等於閣下期望的模樣，無論價格水平還是企業倫理也好，投資者必須重新學習才能在後市掌握到變化。

四、香港金融中心地位更進一步

香港的真正價值是「一國兩制」，聯繫匯率優勢會繼續發揮金融穩定作用，今年在港的上市活動會增加，雖然國際大局東西方陣營正在博弈，在另一方面多國經濟體卻也在重新融合，而西方的任性抵制導致自己威信破產，令市場更需要香港。香港將有更多金融上的夥伴，可能是中東，也可能是與東盟的合作亦會增加，加上香港擁有「一國兩制」的優勢，配合大灣區的互動同樣創造了無限商機。

五、資金走勢左右大局

看M3數據（貨幣供應量）可印證在過去充滿種種風浪的局面下，香港資金並沒有大量流出，仍有十分良好的勢頭。其中在2022年3月至11月期間，香港銀行體系的定期存款款項為超高息之下增加了2.1萬億港元，至7.5萬億港元的水平，這筆萬億資金在定期存款高息期過去後如何活動將影響大局。

中國居民最終消費佔GDP比重有提升空間

