



▲隨着中國居民的消費率下降，對經濟的拉動作用也在減弱。

隨着防疫政策全面放開，中國在2023年正式進入後疫情時代，社會重心從疫情防控轉向經濟復甦。展望新的一年，不管是政府還是民眾都意識到宏觀經濟復甦的壓力大，政府政策與經濟學家建言均指向恢復市場信心和擴大內需。

# 提振信心方能擴大內需

衛社

大學之道 清和

智本社社長

歐美製造業快速需求下降，全球貿易正在進入寒冬。據海關總署統計，2022年11月中國出口總值2960.9億美元，同比下降8.7%，較上月放緩8.4個百分點。按出口目的地來看，對美國出口同比下降25.4%，較上月降幅擴大12.7個百分點，連續4個月負增長；對歐盟出口同比下滑10.6%，較上月降幅擴大1.7個百分點，連續兩個月負增長。

## 扭轉有錢不敢花的心態

2023年歐美經濟衰退是大概率事件，出口將成為中國經濟的拖累項，經濟增長的動力更多求諸於內，即國內市場需求。宏觀經濟學將需求分解為投資需求和消費需求，網要把投資視為關鍵作用，消費視為基礎性作用。

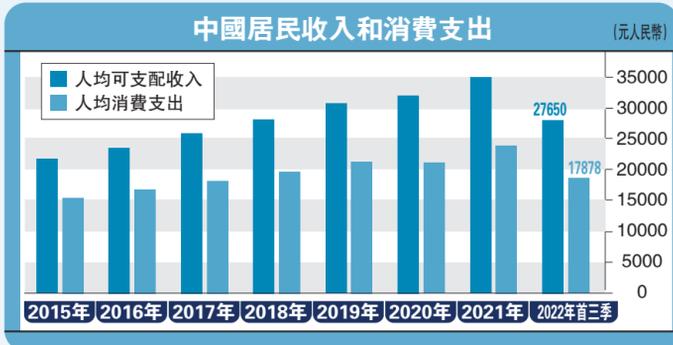
受到3年新冠疫情衝擊，中國消費長期萎靡不振。2022年前11個月社會消費品零售總額同比下降0.1%。11月份，社會消費品零售總額同比下降5.9%，同比降幅擴大5.4個百分點，連續兩個月負增長。除了「吃飯喝藥」兩項生活必需品正增長，其他商品銷售均為負增長。根據弗里德曼的消費函數理論，消費支出取決於持久收入，包括過去的儲蓄、當下的收入和未來的預期收入，還有社會保障收入。內需旺盛取決於「藏富於民」，消費能否恢復主要取決於普通家庭的收入能否增加、經濟預期能否好轉和社會保障是否充足。

中國經濟長期重投資、輕消費，公共財政、銀行信貸大規模投入到投資領域，而家庭可支配收入積累和消費購買力嚴重不足。以下幾項數據顯示，中國擴大消費需求的挑戰不小：

一是儲蓄與可支配收入。中國社會整體儲蓄率不低，但有6億人存款為零。受3年疫情的影響，普通家庭可支配收入下降、儲蓄不足，提振消費可能出現「無錢可花」的窘境。長期以來，中國消費的「硬傷」是居民可支配收入嚴重不足。數據顯示，中國居民可支配收入佔GDP（國內生產總值）的比重在2021年降到43%，而美國是83%，英國和印度超過70%，法德均超過60%，日本和俄羅斯為60%左右。這說明中國經濟增長的成果很大部分未惠及普通家庭，進而導致普通家庭消費與經濟增長的內生力不足。

二是居民消費率。無錢可花是收入問題，有錢不敢花是預期問題。抗疫3年打擊了消費信心，削減了居民消費率。數據顯示，中國居民消費率從2013年的72%降到2022年前三季度的64%，下降8個百分點左右。中國最終消費對經濟的拉動作用為38%，低於美國70%左右、日本的54%、歐元區的51%，以及新興經濟體的平均水平55%。

三是社會保障。社會保障可以降低消費的「後顧之憂」，支撐普通家庭消費擴張。數據顯示，2021年，中國在醫療、教育、社保就業和住房保



障方面的支出佔財政支出的比例為39.7%，低於發達經濟體約70%的水平，也低於新興經濟體的平均水平。缺乏足夠的住房、養老、醫療和教育公共保障，普通家庭把大量財富安排在住房、教育、醫療和養老上，當下消費購買力不足，信貸消費意願低迷。

四是消費透支。汽車消費是普通家庭消費的大頭，是社會零售的大項。2022年受購置稅減半政策、購車補貼刺激汽車消費已提前透支，汽車銷售連續4個月同比高增長，但是到11月份轉為負增長。汽車屬於耐用消費品，其消費缺乏持續性，在短時間內無法填補。房地產也是家庭消費的主要項目，但在2015年棚改貨幣化這波浪潮中房地產消費被嚴重透支。2022年房地產陷入信用危機，相關消費更加低迷。11月份反映房地產市場相關需求的建築及裝潢材料類同比下降10%，家居類同比下降4%。

## 公共投資邊際收益率下降

在中國宏觀經濟邏輯中，大規模投資基建、製造業支撐大規模的商品出口，商品出口大規模創匯，然後以外匯為錨擴張貨幣、支持大規模投資。這是一個「商品—資本」的內外循環。在這個循環中，消費需求被邊緣化，而投資需求佔據主導地位。長期以來，中國投資的勢能非常強大，是經濟增長的主要動力，但如今也碰到公共投資邊際收益率下降、私人投資低迷、公共負債率高企的問題。以下幾項數據顯示，投資擴張正面臨嚴峻挑戰：

一是私人融資。社融存量增速與廣義貨幣增速之差從2022年4月份開始罕見轉負，然後持續走擴，到11月降至-2%，這說明在流動性寬鬆之下社會融資需求持續走低。在社融增量中，公共融資的比重持續增加。11月份信貸和政府債兩項合計佔到了87%，較上月增加15個百分點。其中，國債淨融資和公共中長期貸款和佔新增社融的66%。這說明公共投資的乘數效應下降，私人投資跟進意願不足。

二是私人投資。2022年前11個月，在中國固定資產投資中，國有控股投資增長10.2%，民間固定資產投資回落至1.1%。其中，港臺商企業固定資產投資增長1%，外商企業固定資產投資下降3.4%。儘管國有投資維持高增長，但民間投資持續走弱。

三是投資效率。2022年前11個月，在三大固定資產投資中，基礎設施投資同比增長8.9%，製造業投資增

長9.3%。但從涉及基礎設施投資相關業務的上市公司業績來看，投資收益率呈明顯的下降之勢。同時，11月份，規模以上工業增加值同比實際增長下降到2.2%，較上月回落2.8個百分點。其中，製造業增加值同比增速只有2%。製造業維持高投入，但增加值卻持續走低。

四是債務率。數據顯示，2022年二季度，宏觀槓桿率上升至273.1%，上半年共上升了9.3個百分點。居民部門槓桿率上升至62.3%，非金融企業槓桿率上升至161.3%，政府部門槓桿率上升至49.5%。其中，對槓桿率升幅的貢獻企業部門佔到了70%。負債率持續上升將抑制政府、企業和家庭的投資擴張。2022年，政府大幅擴張財政支出和債務，但財政收入明顯下降，廣義財政收支缺口達到3.5萬億元（人民幣，下同）左右。另外，地方政府城投債超過65萬億元，隱性債務隱患重重，公共投資能力下降，風險大增。

五是房地產投資。2022年前11個月，全國房地產開發投資12.3863萬億元，同比下降9.8%。單11月房地產開發投資9918億元，較去年同期減少2462億元，同比下降19.89%。在中國，投資標的有限，房地產是私人投資的主要資產，房地產投資幾乎決定了私人投資的景氣程度。2022年上半年房地產政策集中在需求端鬆綁和刺激，7月份轉向供給端的保交樓、救項目，11月全面轉向救房企、救市場。房地產再次被定義為國民經濟的支柱產業，政府希望通過提振房地產投資來帶動民間投資。

總體來看，公共投資邊際收益率衰退、投資乘數下降，私人投資意願和能力不足，政府、企業和家庭負債率上升，投資恢復的難度不小。另外，外貿出口下降，消費內需不足，基建和製造業投資出口收窄，投資風險上升。

筆者認為，考慮到中國宏觀經濟邏輯的穩定性、提振消費的艱巨挑戰和公共投資的強大勢能，政府今年在擴大內需戰略執行中可能集中在提振投資需求上，而非真正重要的消費需求。這或與經濟學家的理解、民間的預期形成反差。基於「發展與安全」的新主旋律，政府將投入更多專項財政和結構性貨幣，支持涉及國防安全、技術封鎖相關領域，包括新基建、高端製造業和新興技術產業。但投資恢復的關鍵不是加大公共投資，而是恢復企業家的投資信心。中國政府需要進一步全面深入改革開放，改變宏觀經濟增長的邏輯，構建以消費為主導的內外經濟循環體系。

# 經濟轉強 人幣走出單邊貶值

中金點晴 李劉陽 張文朗

中金公司研究員

在2022年的最後一個交易日，在岸人民幣匯率升破了6.90關口，這是自2022年9月初以來首次。人民幣的快速回升並不讓人意外，筆者此前指出，儘管人民幣匯率四季度的升幅可觀，但推動人民幣回升的三大因素在短期內可能繼續演繹，並讓人民幣進一步慣性衝高。人民幣匯率的幾大支持因素包括：

第一，社會復甦快於預期。去年四季度，雖然市場對於疫情優化後的中國經濟修復總體持樂觀態度，但在12月主要城市感染情況快速攀升時，外界的一致預期是內地經濟可能會遭遇一定的短期陣痛。從海外國家經驗看，疫情感染率從快速攀升到回落基本會經歷3個月左右的時間。因此，市場一般認為內地經濟仍可能在2023年一季度受到疫情傳播的嚴重擾動。但從實際情況看，內地本輪疫情的達峰和回落的時間跨度比海外經驗更短。這或許意味著內地經濟修復的速率可能會快於市場此前的一致預期。

從具體數據上看，百度搜索指數中「發燒」的熱度在12月中下旬達峰後已經回落到月初水平，這表明從全國的維度看，疫情的相關擾動正在快速減弱。從我們跟蹤的數據看，主要城市的地鐵客運量都從四季度的低點開始快速反彈。其中，北京、廣州和深圳的客運量在1月2日已經恢復到了正常水平的一半以上。國家郵政局跟蹤的數據顯示，今年元旦假期，全國快遞業攬收和投遞快遞的數量均較2022年同期增長10%以上。經濟活動的快速恢復給予了內地資產乃至人民幣匯率更多溢價，這與此前內地將新冠感染「乙類乙管」，以及與香港更快實現通關的消息一道，成為了人民幣匯率得以在一籃子貨幣中走勢領先的重要支撐。

第二，季節性的強勢。在過去的6年，人民幣兌美元在11月、12月和次年1月平均會走強700、800和1000點左右。出口商季節性收匯與結匯行為在農曆春節前的幾個月通脹會使得人民幣匯率走強。更有意思的是，在年度交替的幾個工作日，人民幣的季節性規律往往更為突出：在2021年12月31日，人民幣匯率從6.37升至6.34，實現了近一個月以來首次對6.35的破位；在2021年的首個工作日，人民幣兌美元從6.51升至6.45，單日近600點的升幅是跨年前後

兩個月內最大；而在2019年12月31日，人民幣匯率也有近300個基點的升值表現。歲末年初的時點，季節性出口結匯的需求所帶來的市場影響往往會被偏弱的市場流動性所放大，從而引起較為顯著的波動。

第三，美元指數的相對水平。美元指數雖然有所反彈，但其絕對水平與2022年6月相當。彼時的人民幣兌美元匯率在6.7至6.8之間。雖然，美元兌人民幣匯率並非一一對應的關係，但市場交易者難免會將二者做橫向比較。因此，在他們的眼中，人民幣匯率就存在了一定的「補漲」空間。從人民幣兌一籃子貨幣的角度看，CFETS人民幣匯率指數和SDR指數都已經回到了2021年下半年的水平。這意味着，人民幣兌一籃子貨幣已經回到了比較合理的水平。在內地經濟預期好於其他主要發達國家和發展中國家的背景下，人民幣兌一籃子貨幣出現一定程度的反彈是相對合理的。

## 國際化或有所突破

儘管短期內人民幣快速衝高，但從基本面看，利好與利空人民幣匯率的因素均存在。因此，筆者認為人民幣匯率很難長期脫離美元指數走獨立的升值行情。在美元指數的趨勢性下行行情開始前，筆者仍判斷人民幣匯率以雙向寬幅波動為主。

隨着人民幣匯率單邊貶值預期的逐步消退，人民幣國際化推進的條件開始好轉。在人民銀行的三季度貨幣政策執行報告中，將人民幣國際化從「穩慎推進」改為「有序推進」。這個改變表明在跨境資本流動環境和人民幣波動環境出現積極後，人民幣國際化推進的方向更為堅定。從2023年開始，人民幣在岸市場的交易時間從晚上11時半延長到次日凌晨3點。在覆蓋美洲交易時段後，人民幣在外匯市場能夠滿足更多海外資金的貿易結算、資產配置等交易需求。筆者相信，人民幣國際化在今年可能會在貿易結算、資本市場互聯互通等多個維度有所突破。



▲人民幣在每年11月至次年1月都有較大機會走強。

# 美衰退成定局 加息或留手



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席 兼住宅部總裁

根據外電每月調查38個受訪經濟師，上月有七成預期美國今年將陷入經濟衰退，去年11月同類調查比例為65%。筆者相信，美國加息在新一年應不會像去年爆升，只會平穩地加息，去到年中約5.5厘加息暫告一段落。

今年加息會成為世界焦點。美國經濟衰退日益逼近，預計聯儲局在新一年的加息亦會留手，不會像去年重手。美國多家大型銀行及高層人員紛紛指出，要為今年經濟衰退做準備。筆者認為，聯儲局加息方式不會像去年那麼兇狠，只會適度地加息，以免在衰退時落藥過重，造成難以收拾局面。

## 華爾街大行齊發預警

摩根大通行政總裁戴蒙指出，消費者及企業狀況的良好，可能不會維持太久，經濟放緩及通脹蠶食民眾消費力，這些問題很可能令經濟脫軌，導致經濟溫和甚至較嚴重衰退。

花旗集團行政總裁范潔潔預期，美國經濟今年將陷入衰退。環球經濟處於

大衰退周期，美國經濟正在走下坡，下半年可能陷入衰退，歐洲則已經陷入衰退，可能需時數年才能復甦。

美國銀行行政總裁莫伊尼漢指出，根據美銀信用卡卡量數據，估計美國今年前三季度經濟將錄得按年收縮，直至四季度或回復正值。

美國經濟衰退值得關注，直接影響聯儲局加息意向，經過去年一輪重手加息，今年加息應會比較理性。經濟前景不明朗及業務收入增長放緩，高盛、花旗及摩根士丹利等大型證券及銀行，近期均有裁員消息。

據萬事達卡的報告顯示，去年11月1日至12月24日期間的假日購物季節，美國零售銷售增長7.6%，高於9月時預測的7.1%，主要是受惠於大幅度折扣，但增幅低於去年的8.5%。高通脹及利率上升等因素，令消費者消費時變得謹慎。美國重要經濟指標的感恩節及聖誕零售銷售平穩，顯示今年經濟不會太差。

美國去年三季度GDP（國內生產總值）按季年率終值增長3.2%，勝過預期及前值均為上升2.9%，反映美國經濟反彈有力。如能壓低通脹，就能萬事大吉，全球股市及股市等投資市場亦可看高一線。



▲在去年的假日購物旺季，不少美國零售商都推出減價促銷活動。