

內需復甦 中國通脹料微升



宏觀經濟 溫彬

民生銀行
首席經濟學家

中國2022年12月居民消費價格指數（CPI）按年上漲1.8%，較前值回升0.2個百分點，符合市場預期。疫情、節日與周期因素疊加，食品價格明顯分化，肉類全面下跌，蔬菜水果季節性上漲。豬肉價格下跌源於自身周期和疫情擾動兩方面因素，12月豬肉價格按月下降8.7%；牛肉、羊肉價格反季節性按月下跌0.1%和0.5%，推測是疫情導致居民飲食清淡，壓低需求。鮮果、蔬菜價格按月大漲4.7%和7%，是食品價格反彈的最重要因素，主要原因是冬季供給偏弱，以及2023年春節移至1月引發的節日性上漲效應提前。

隨着衰退預期增加，去年12月全球能源價格保持弱勢，中國11月下旬以來成品油價格三連跌，CPI中能源相關分項偏弱，雖然居住類的水電燃料按月持平，但交通工具用燃料按月大跌6%。

12月中國各地第一波疫情高峰來臨，對經濟產生一定衝擊，但核心物價的表現略高於預期。12月剔除食品和能源後的CPI按月小漲0.1%，比11月多0.2個百分點；按年上漲0.7%，比11月加快0.1個百分點。

去年12月生產者價格指數（PPI）按年下降0.7%，按月下跌0.5%，弱於預期。12月國際大宗商品價格漲跌互現，其中原油價格低位企穩後小幅反彈，但天然氣供需形勢好於預期導致價格回落，主要金屬價格小幅回升。

12月生產資料按月下降0.6%，按年跌1.4%。採掘類按月下降1.4%，主要是受國際能源價格下降傳導，其中石油與天然氣開採按月大跌8.3%，但煤炭與金屬開採按月有所回升；原材料價格按月下降0.8%，燃料加工、化學原料、非金屬製品等按月均下降。

12月生活資料按月下降0.2%，4個月來首次轉跌，按年上漲1.8%。食品、衣着分別按月下降0.2%和0.6%，一般日用品和耐用消費品均按月小漲0.1%。短期看疫情對於下游工業品的



▲中國去年12月通脹1.8%，符合市場預期，其中肉類價格全面下跌。

需求形成了一定衝擊。

12月PPI弱於預期源於上下游兩方面的衝擊。從上游看，主要是全球大宗商品價格下降的傳導作用，從下游看，則是疫情對需求產生的衝擊。不過整體看上游價格下降幅度要大於下游，對於中下游工業企業的盈利空間形成利好。

食品價格保持穩定

展望2023年，中國CPI預計將繼續保持溫和水平。

一是食品價格大體穩定。豬肉供給整體有保障，預計價格漲幅有限。近年來中國糧食連續豐收，農業生產持續保持穩定，除鮮菜受天氣影響外，整體食品難有較大的價格起伏。

二是輸入型通脹壓力有所減少。2023年全球通脹中樞大概率較2022年下移，國際貨幣基金組織（IMF）預計2023年全球CPI將由2022年的9.3%明顯下降至4.7%，中國面臨的輸入型通脹壓力將明顯下降。

三是防疫措施優化，核心CPI有望回升。從日本、韓國放開疫情後的情況看，核心CPI都經歷了明顯的上升（超過2個百分點）。預計2023年核心CPI將由目前低於歷史10%分位以下逐步回升，第二季度有望回升至1%以上。

四是2022年翹尾因素的影響。2022年第四季度由於外部通脹壓力減輕和疫情反覆影響，CPI出現明顯走低，使得2023年CPI面臨的翹尾因素降低，有利於全年同比增速保持較低水平。

綜合來看，2023年外部通脹壓力減輕，食品價格保持溫和與相對較低的翹尾因素，將限制CPI的漲幅，但隨着疫情防控措施優化，中國內需開啟復甦進程，將推升核心CPI的修復，並主導CPI中樞的回升。預計2023年全年CPI按年上漲2.1%，略高於2022年。

展望2023年，預計PPI將緩步走出2022年末的收縮狀態，全年按年漲幅約為0.5%。

一是中國內需逐步恢復將從下游支撐PPI增速。2023年隨着核心CPI中樞回升，下游需求將向上傳導，優先支撐食品、耐用消費品等生活資料價格企穩，並逐步傳遞至生產資料，但從歷史看由於傳導過程較長，PPI的回暖也將比較緩慢。

二是房地產投資有望由深度回調轉為低位企穩，將對生產資料形成支撐。隨着疫情逐步好轉，以及各地促進房地產健康發展政策開始落地見效，中游建材相關生產資料價格將獲得一定支撐。

三是全球大宗商品價格依然存在反覆可能。儘管全球商品價格已進入下降通道，但一方面地緣政治風險仍未排除，俄烏衝突、中東地區的政治摩擦以及極端天氣或災害都有可能影響全球商品價格，造成巨幅波動。

綜上所述，預計2023年中國PPI可能以收縮開局，但隨後緩步回升，走出收縮時間取決於內需復甦的速度，以及全球商品價格受各類不確定因素影響的結果，預計全年漲幅在0.5%左右。

港銀高額現金回贈 吸引業主轉按



談樓說按 王美鳳

中原按揭經紀
董事總經理

上期（1月2日A12《趕上低息按揭尾班車 留意成交期》）提及銀行已接連調升新造按息，例如由P-2.5%調整至P-2.25%（有關P現為5.625%），按揭計劃之實際息率由3.125%上升至3.375%。換言之，若按揭用家現時以舊有按揭計劃之息率供樓，照道理不會希望轉按，因為息率較高、利息支出較多。然而，即使轉按誘因減少的時期，市場上仍始終有一定之轉按需求，轉按登記仍佔兩成或以上，原因何在？

市場上有着不同的轉按需求，當中包括由現有高息貸款轉至銀行低息按揭，例如用家希望轉走已快屆滿低息蜜月期的發展商一按，又或轉走財務公司高息樓按，另外是轉按兼物業套現、甩走擔保人、延長還款期等，亦有一項誘因愈見普及，當銀行提供吸引力大的按揭回贈，按揭用家或會透過轉按賺取可觀的回贈作為資金運用。

事實上，銀行對於轉按業務採積極取態，提供的現金回贈為近年新高。雖然銀行已陸續上調新申請的按揭息率，但當中仍有個別銀行可提供調整前之按息優惠尾班車，實際按息低至3.125%

（以H按封頂息P-2.75%計），與一些業主現有供樓息率一致，而銀行提供的可觀現金回贈高達貸款額的2.1%。以500萬元按揭額為例，當業主成功轉按後，按息及每月供款不變的情況下，扣除轉按律師費支出約8000元後，仍可賺得高達9.7萬元銀行回贈金額。從這個例子看，你會發現，轉按誘因其實仍相當大。

用家只要仔細計數，或會發現即使新造按息高於現有供樓息率，轉按後亦分分鐘賺得更多更着數。同樣以500萬元按揭額作例子，若轉按後按息將由現時之3.125%升至3.225%（由H按封頂息P-2.5%轉為P-2.4%；P現為5.625%），利息雖上升0.1厘，但每年利息只是多出約5000元，轉按後銀行回贈則高達10.5萬元，扣除轉按律師費及兩年罰息期內多出的利息約1萬元（9908元）後，仍賺得高達8.7萬元回贈金額。

當然，按揭供樓可長達30年，而非罰息期之兩年，但由於兩年後罰息期已過，大有機會可再轉按又或作其他安排，善於靈活運用按揭計劃的用家會選擇先透過轉按賺得可觀回贈，即使兩年後未可轉按，有關回贈金額其實已可再抵銷逾17年的利息差幅，期內用家很大機會已成功再轉按又或另作其他安排例如換樓。



▲中國的小店消費經濟已進入無現金社會。

世界最大的金融是傳統金融，特別是固定收益銀行體系。中國最大的經濟體、世界上最大的單一經濟體可能是小店消費經濟，即小微經濟。世界上最大的金融和世界上最大的投資藍海之間，存在無法跨越的鴻溝，即傳統金融難以進入小微企業中。

中國小微企投資潛力巨



金融觀察 李小加

滴灌通
聯合創始人兼主席

中國金融發展最重要的數位化成果是：中國經濟，特別是小店消費經濟已進入無現金社會，收入可以完全通過數位化支付體系完成。所以，小微層面存在着非常豐富的金融基礎設施，各類型的分賬體系已經在小微企業的收入端得到全面發展，不僅收入透明，還可以分賬。各種的供應鏈關係、股權關係、投資關係和勞動合夥人制關係，已經不再體現為最後算總賬、做利潤、再分紅的公司行為。現實生活中，很多實體經濟在收入端實行分賬體系的制度安排，實際上體現了各種各樣的技術基礎。

當微觀之處有了這種全球獨特的金融基礎設施，我們不應該再用傳統的金融思維局限於股與債之間的選擇，前者需要經過一系列制度才能體現股東安排，後者則需要償還利息。

傳統金融的模式基本以大公司作為標的，這也給我們帶來困惑。因為全世界的標的也不過2萬間上市公司，但實際上每個市場只有20%、30%的公司有真正交易量，這代表幾乎所有金融都是金融人之間的大規模交易，因此放大效應非常大。此前阿里巴巴（09988）和騰訊（00700）的股價下跌不少，但這些公司實際上非常健康。出現這種情況的原因在於，股票定價模式實際上放大了未來的利潤和市盈率，而所有的放大必將帶來二級市場巨大的波動性，但實際交易完成的資金很難滲入實體中。

股債之外的投資模式

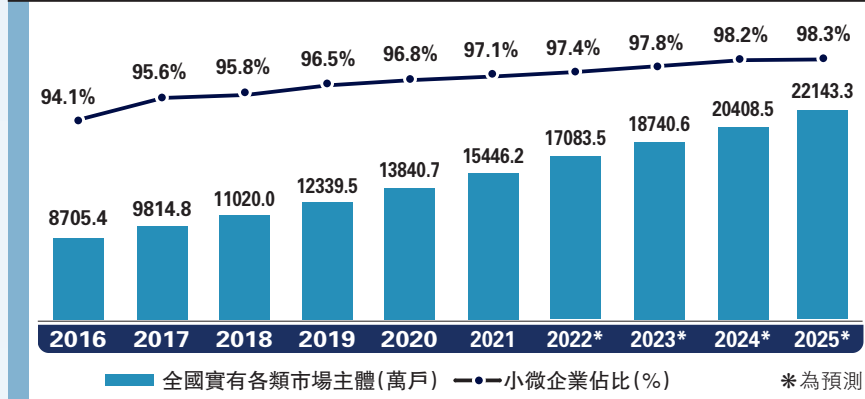
基於強大的微觀分賬體系，滴灌通希望在中國的小微經濟中推出一條新的金融發展之路，核心是推出一種新的DRC產品，即Daily Revenue Contract（每日收入分成合同），這三個詞都很重要。

首先，既然可以在收入中進行分賬，這就意味投資以「每天回錢、每天收錢」作為回報的基礎，而非依賴於未來其他形式的退出機制。其次，一定要在收入上直接收錢，減少大量的交易成本，使得金融能夠無聲無息地滲入數位化基礎之中，使雙方的投資和回報關係每天在無聲中得到解決。最後，要以合同的形式進行，合同不但簡便清晰，還可以隨着認知的提升而調整，可以實現一批批地投、一點點地投、一點點地變。

DRC作為基礎的微觀產品，非股非債，可以讓小微企業精準地拿到所需融資。為什麼是非股非債呢？首先，它不是「債」，因為它不用還。小微企業每天有收入，它就分錢；小微企業沒有收入，它就不分錢。萬一小店倒閉，DRC停止。對小店來說，DRC是「非債」的形式。其次，它也不是「股」。投資者賺到一定回報後，就會離開這一產品，不會永久佔據長期資本進而導致股權稀釋。

為什麼投資者願意參與這種模式？最核心理由在於參與其中可以每天收錢，意味着實現複利，可以再投資。所以每天都有這兩件事在發生：

中國實有各類市場主體及小微企業佔比



一方面，投資每天都在「退出」；另一方面，每天的風險敞口都在收窄。

從收益上看，投資者每天收錢後，可以重複投資，使得投資的效率、轉換率非常高。資金的高效運轉可以增加投資回報，同時，這種回報不像傳統金融，它可以把「我賺的」和「你付的」分開，因為這一業態將整個投資「打碎」了。

2022年12月底，滴灌通已投資逾2000個門店，覆蓋200個品牌商、連鎖店，涉及餐飲、服務、零售、文體等行業。當金融被「打碎」到「原子」程度，就可以像孩子把一塊塊樂高變成航空母艦一樣，可以在基因層面重塑小微經濟中的融資主體。

DRC出現之後，我們就可以將成千上萬的小店匯總成涓涓細流。中國有7000萬家街邊小店，連鎖小店只有1400萬家，即連鎖率只有20%，而發達國家已達到60%、70%。我們該怎麼做？必須以「順藤摸瓜」方式。儘管投資對象是小店，但是得順着「藤」去摸，而「藤」就是消費領域中各行各業的連鎖店、品牌商。搞定了一家連鎖店、品牌商，那就搞定了一條供應鏈。再把控制系統搞定，再擁有整個租約的集體溢價權，找到定價權、拿到好的租約，最後找到很好的小店長管理小店。把每個「藤」都將這五件事做好，就可以開店了。

做好了「藤」之後，核心就是要增加店面。店開得愈多，這個「藤」才愈賺錢。我們是「順藤摸瓜」，只投瓜，不投藤。「藤」是由傳統金融的大公司去投，將來可以上市。我們通過「藤」的控制體系，去摸上面比較成熟、優質的瓜，再給它錢種新瓜，然後在老瓜和馬上結出的新瓜中定一個收入分配的比例。這個收入分配比例是按照合同來定的，以租賃的時間作為合同期，合同期裏的一半時間必須回本，即半期內回本，剩下的半期內拿回報。如此，每個小店都可以撐得起這樣的回報，「藤」上就會不斷增加新的店面。

任何一個連鎖店都在不斷地「開店再開店」，但開店資金很難拿到。發達經濟體的連鎖店品牌數量雖然不多，但每一個品牌體量大，旗下有上萬家連鎖店，如麥當勞、7-11等。我們則反過來，連鎖店近10萬家，量非常大，但每一個品牌下的連鎖店不多。中國消費者的愛好和品位非常多，所以我們將來的連鎖店都會是數量巨大但單體很小的狀態。

如果每個連鎖店都要長大後才能上市，那就需要每天擴大需求，永遠

處於資金飢餓狀態。但其實，很多小的連鎖店不一定要長成參天大樹，我們要接受中國的這些小店。我們只要有一定量的資金，持續地開店，就可以把每季的回報抓起來。

注資助小店持續擴張

投資者在一個穩定的、風險極其分散且關聯性很小的大組合中形成資金迴圈，就能長期穩定持有高質量的、接近20%至30%的回報，而每個小店最多付出12%、13%的資金。這種資金使用率和複利，可以支撐投資者持續投資小店經濟，小店又可以按接受的成本不斷擴張。或者說，很多連鎖店就不適合擴張，比如有些火鍋對成都居民是一種特色，但對其他地方的消費者而言則不是。如果連鎖模式一定要發展到規模足夠大才行，那就可能走到了並不適合其發展的地方。如果我們有一種持續、精準、微觀、DRC性質的投資，這些小店就能健康發展。如果一些連鎖的最佳狀態是在本地開50個店，但也有持續不斷的開店資金，不盲目生長，也不揠苗助長，那麼很多服務老百姓的小微企業可以充分發展起來。

滴灌通已經投資很多企業，2023年可能會有近8倍提升，因為其市場無比巨大。我們想做的事情，就是在世界最大的資金提供方（即固收銀行）和世界上最大的機會之間，做一個新式的、共用的股權池。

股權類投資者可參與股權池的投資，用股權類的投資將小微現金流收進來，再賣給固收和銀行體系。小微現金流只能承受有限風險，那我們就讓它們承受有限風險，將風險過濾在中間的池子中，讓池子成為風險消化器，也讓固收機構不改變基礎本質。大量的資金可通過股權池的支持，以此為「墊」，投入到小微中，股權類投資者又可以享受池子帶來的更高回報，因為它承擔了更大的風險。由於這種風險非常分散，投資者在這樣的回報率之下，也願意冒這樣的風險。

金融一定要支持「小人物」。這種模式讓很多希望培訓好的店員回老家多開幾個店的小店、連鎖店，都能找到有錢人加盟。現在，一些有錢人可能不太想幹活，而想幹活的年輕人又沒有那麼多錢投入小店，連鎖店又怕他們沒有自己的股權管不好店。所以我們在微觀之處給小店做配資，讓小人物、勞動創業者快速實現勞動價值長期而持續性地產生和獲得，也使得金融能夠真正支持「小人物」，支持共同富裕，支持內迴圈和消費。