



◀中國疫情放緩，經濟復甦，今年消費市場勢大幅反彈。

2023年中國經濟復甦的一大主題，就是走出疫情，消費反彈，現在到底處在怎樣的環境？筆者匯報觀察到的高頻數據，以及瑞銀的消費者調查和勞動力市場調查情況，可以從中得到啟示。

中國消費增速料跑贏GDP



市場解碼 汪濤
瑞銀證券
中國首席經濟學家

從目前看，通過各方面資訊，大多數地區的疫情高峰已經過去。在這種情況下，經濟活動是什麼樣的？有幾個指標：全國18個大城市地鐵客運指數，從去年12月平均每天出行比前一年下降46%左右，到今年1月上半月，比去年統計下降18%左右，有明顯好轉，1月上旬地鐵客運量比去年12月下旬多了3倍，當然比往年同期差一點，但明顯有反彈。百城城市擁堵指數也明顯好轉，1月上半月比去年同期下跌3%左右，2022年12月比2021年同期下跌12%左右。30個城市房地產每天交易的數量在1月上半月也明顯好轉。同時，貨車貨運量也有一定修復，當然還是比較差，這反映目前居民端的活動在恢復，但生產端仍然比較差，這和實體經濟的需求以及其他因素有關，比如出口下行，汽車銷售在去年一些補貼政策到期之後，今年汽車上半月明顯仍然是比較差的，港口數據近一個月沒有報出來，但估計沒有明顯好轉，因為一些外需因素影響。

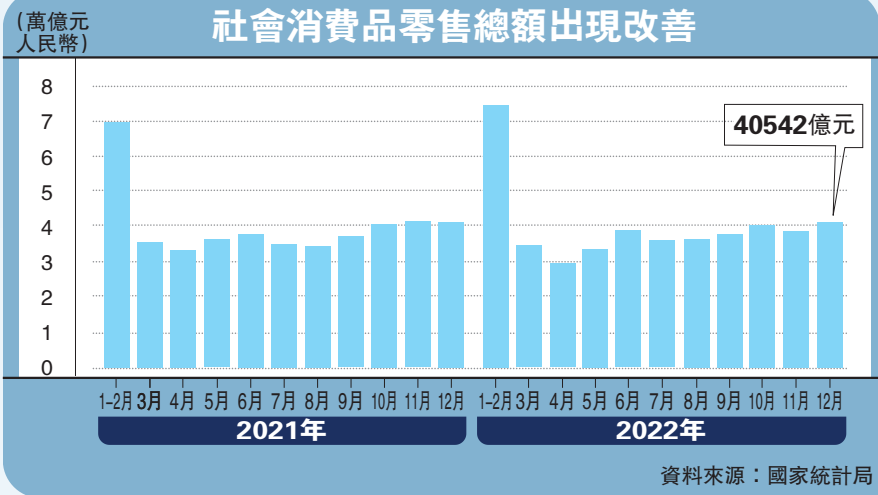
收入預期增長 釋放超額儲蓄

瑞銀做的消費者調查，把脈消費者出行和消費意願。調查時間是去年12月14日至22日，當時正是大多數城市的疫情處於高峰或邁向高峰期間，所以，消費者對出行意願比較謹慎。出行方面，當時很多限制如隔離等已取消，所以出行意願上升，但對線下消費更謹慎，甚至比前一年略低。比較正面的，雖然大家對春節期間消費意願不是很強，但對2023年全年消費意願明顯上升，這跟消費者對於2023年全年收入增長預期反彈也是直接相關的。我們發現，消費者對2023年收入增長預期平均是8%左右，高於2022年春節時期的預期6.7%，也遠高於2022年7月我們做的消費者調查，當時市場消費者的信心比較弱，大家對未來收入增長預期只有3%多一點。

今年消費修復和反彈有多快、多大力度，取決於三個因素：一是超額儲蓄有多大釋放出來；二是就業和收入的增長有多快的恢復；三是有沒有收入和消費方面的補貼。

我們的基準預測，今年不會有大規模向中低收入人群的收入或消費補貼，也許有條件的地方政府會推出消費券，但是，這個城市一個億，那個城市一個億，從宏觀看，力度不足以產生比較重要的影響。就業和收入的增長，隨着經濟活動重啟，很多線下活動，比如小商小販小餐館、旅遊出行相關的線下服務行業會開始恢復，他們會帶動很多相關就業，以及居民收入的增長，這能夠支撐消費穩定的復甦，當然不會立竿見影，但隨着經濟復甦持續好轉。

超額儲蓄最近也有很多討論，沒有消費掉的是儲蓄，比往年更多的是超額儲蓄，這不同於儲蓄存款，很多人把銀行儲蓄存款用來算超額儲蓄，這是不對的。居民的儲蓄怎麼配



置，可以去投資房地產、股票、債券，也可以放在理財和存款，所以，儲蓄存款只是儲蓄的一種方式，並不是所有的。疫情期間超額儲蓄是有的，大致約4萬億至5萬億元人民幣。今年超額儲蓄能夠多快釋放出來，取決於信心和經濟修復的速度，如果政府有一定的補貼，經濟修復、增長比較快，居民信心也會恢復比較快，超額儲蓄一部分會花出來，今年的儲蓄率就會明顯下降，大家不會再去繼續超額儲蓄，這可以支撐消費的反彈。

今年預測實際消費增長有望達到6.7%左右，全年GDP上升5%左右，消費增長明顯快於GDP，社會零售總額增長因為是名義的，所以可能有9%左右，這是對消費方面的預測。

樓市回暖 購房意願回升

房地產方面，今年房地產對經濟拖累會降低。過去一年多的房地產調整，有幾方面因素：一是政策收緊；二是房地產基本面，需求方面的基本面，包括人口見頂、城市化放緩；三是疫情對房地產帶來額外較重的打擊。從目前的情況可以看出，2022年下半年房地產新開工面積比2020年下半年下跌55%，只有45%左右的水平；而去年下半年銷售比2021年上半年也減少40%左右，當前房地產的供需方面都超調了。隨着走出疫情，經濟重啟，居民就業和收入逐漸恢復，政策也開始出現重大調整，包括對開發商各方面融資的支持，包括很多城市取消或放寬限購，按揭利率下調。房地產銷售和新開工目前是一個底部，3、4月份會反彈，全年是雙位數增長。我們也看到，1月上半月房地產銷售已見反彈。而且之前做的房地產購房意願的調查，也發現居民的意願比2021年好轉，主要是按揭利率下行，按揭可獲得率上升等等，樓價有些下調，可支付性提高等因素，所以，還是有一些需求可以釋放，這是對下半年的展望。

從出口來說很明顯，由於外需影響，預測全球經濟今年會比較弱，美國和歐洲經濟都會有溫和衰退，所以外需比較弱。

另外兩個方面，一是基建投資，二是製造業投資。製造業投資和基建投資在去年比較高的基數上，今年都會稍微減緩。

政策方面，筆者非常同意財政政策放寬，加大力度。第一，要適當擴大財政赤字，中央政府應該擴大債券發行。因為中央政府的信用是最好的，槓桿率也是最低，地方政府去年

實地及稅收收入下降的情況下，財力非常緊張，又要控制地方政府的債務風險，中央政府應該更大的擴大它的赤字和債務率。最主要的是這個錢怎麼用？例如擴大財政支持的力度，如果讓財政支持更加有效果的話，是兩個方面：一是擴大財政對基礎設施建設的支持力度，直接花錢做投資，去年當然有一部分是這樣做，但是去年廣義財政赤字擴大，或者廣義財政支持對經濟很大的量都是用來退稅減費方面，退稅減費在經濟下行周期乘數效應非常低，因為企業不會拿到退稅減費擴大生產增加就業，而是用來保持自己的生存，所以乘數效應非常小，故此，一是要擴大基礎設施的支持力度。

適當補貼 帶動消費意欲

還有一個乘數效應比較高的是直接給消費者以及小微企業補貼。受疫情影響，消費者過去一兩年就業和收入受到很大影響，部分人雖然有超額儲蓄，另外一部分人可能因為失業或收入大減，消費能力不夠，在這時候如果政府部門給予一定補貼是能夠比較快的促進消費，尤其是中低收入人群。反過來，消費增加也會帶動小微企業的現金流和收入，消費者是市場主體，我們要幫助造血而不僅僅是輸血，如果幫助企業只是降低開支，不如幫助企業增加現金流和收入，這裏面通過消費，最直接的是把錢給到居民手裏，居民去花錢，企業就有了收入，這就會形成一個良性迴圈，所以，今年可以適當考慮從中央財政或發行債務方面來增加對消費者的補貼，這個乘數效應會比較大。

第二，房地產。對於支持房地產開發商融資的政策在出台，力度也不斷增加，下一步是怎樣使這個行業進入良性迴圈，這裏要不斷恢復開發商穩定的現金流，也就是需求方。前文提到居民部門還是有一定的買房意願，但是考慮到疫情影響，當前在房地產需求方的一些政策也可以調整，比如首付比例仍然非常高，按揭利率還有下調空間，第二方面的政策可以適當降低首付比例和按揭利率。

第三，企業投資。因為2022年外需不斷放緩，企業收入也有所下降，所以，今年製造業的企業投資信心並不足，怎樣增強企業信心，除了經濟的恢復之外，在政策方面一是要放寬民營企業在很多行業的准入，減少對民營企業的干預，過去疫情期間對中小企業採取的退稅減費的措施，應該逐漸退出，不要突然退出，不要對企業造成負面的影響。

貨幣政策正常化步伐艱難(下)



金融觀察 鄧宇
上海金融與發展實驗室
特聘研究員

文接1月28日A11版《貨幣政策正常化步伐艱難（上）》：全球貨幣政策正常化道路曲折。展望2023年，全球經濟復甦前景並不樂觀，高通脹雖有回落但仍可能在較高區間內波動，對全球貨幣政策轉向形成一定掣肘。

三、關注日本與新興市場幣策

一是新興經濟體貨幣政策轉向可能偏慢。國際貨幣基金組織（IMF）估算，2022年歐洲新興經濟體的平均消費者物價指數（CPI）達27.8%，非洲、拉美和中東地區平均CPI達到14%左右。通脹水平在世界各地普遍大幅上行。由於高通脹壓力劇增，加上美國聯儲局激進加息，主要新興經濟體均被迫實施多輪加息操作，利率水平已經上升至歷史高位。截至2022年底，巴西、墨西哥的基準利率分別上升至13.75厘、10.5厘，2021年6月以來墨西哥央行連續13次加息，2021年3月以來巴西央行連續12次加息，2022年全年阿根廷央行加息高達9次，基準利率高達75厘。頻繁、快速的加息導致新興經濟體的融資成本顯著上升，抑制了投資和信貸需求。雖然市場預計2023年歐美央行將可能調整貨幣政策，放緩加息節奏，甚至可能減息，但新興經濟體的貨幣政策轉向將頗為複雜，既要應對高通脹的壓力，也要防範歐美央行貨幣政策轉向帶來的衝擊，預計2023年仍然會維持較長時期的高利率，即使減息，幅度可能不會太大。

二是日本貨幣政策轉向的可能性將會增加。新冠疫情發生以來，日本至今仍然維持低利率政策。但是，因新冠疫情、烏克蘭危機等導致全球供應鏈緊張，推高了日本通脹水平，改變了日本過去持續通縮的局面。

自2021年9月開始，日本CPI同比轉負為正，從2021年8月的-0.4%，上升至2022年11月的3.8%，超過了2014年4月3.7%的水平，預計2023年日本CPI有可能升破4%，通脹走高可能對未來日本貨幣政策調整構成一定壓力。2023年4月，以秉持寬鬆貨幣政策立場的現任日本央行行長黑田東彥將卸任，屆時日本央行可能迎來貨幣政策轉向的窗口期。此外，2023年預計日本經濟將維持正增長，日本政府和世界銀行預測

2023年日本經濟增速分別為1.5%、1%。此前，日本央行上調收益率曲線控制（YCC）政策目標，釋放了未來貨幣政策可能轉向的信號。一旦日本央行貨幣政策轉向，全球低利率時代將結束，全球流動性可能遭遇新一輪的挑戰，全球金融市場的融資環境將進一步趨緊。

四、結論與展望

2023年全球貨幣政策是否轉向仍存在不確定性。全球經濟日趨複雜多變，貨幣政策環境發生新的變化，意味着貨幣政策調整空間以及政策實施的節奏也需要與時俱進。無論是美聯儲和市場、公眾對通脹預期走勢的分歧，還是後來的連續多次激進加息操作，已經充分暴露出全球主要央行貨幣政策相機抉擇的短板，前瞻性指引以及平均目標通脹的設定出現了與現實數據不一致的地方，這些均表明傳統的貨幣政策框架並不能完全適應現實環境。同時，全球貨幣政策的效用正在下降，單純依靠貨幣政策解決通脹問題正變得困難。此外，全球供應鏈體系加快重構，非經濟因素對貨幣政策的影響愈來愈大。

需要反思的是，如何應對下一場經濟衰退危機或金融危機將是未來貨幣政策調整需要面對的現實問題。2022年以來，全球主要經濟體的基準利率均上升至歷史高位，大多數新興經濟體的利率仍將居高不下。

國際清算銀行（BIS）統計顯示，2022年全球38家央行共加息210次，其中美聯儲和歐洲央行分別自2022年3月和7月開始加息，累計加息分別達到7次（4.25厘）和4次（2.5厘）。高利率將削弱全球經濟增長動能，投資信心受挫，消費需求受到抑制，全球貿易網絡呈現脆弱性，各類因素相互交織疊加，致使全球貨幣政策轉向正常化可能衍生出新的風險。需要考慮的是，全球貨幣政策框架能否得到修正，國際貨幣政策協調能否達成共識。

從目前來看，市場仍只能被動承受貨幣政策調整帶來的苦果，很難應對負面溢出風險。即使新興經濟體普遍率先開啟大幅加息進程，仍然無法有效應對因歐美央行貨幣政策急劇調整所帶來的資本外流、貨幣貶值以及潛在債務風險。無論是發達經濟體還是新興經濟體，貨幣政策調整絕非易事，其間可能發生的不確定性事件將超出傳統的貨幣政策思維。

（本文僅代表個人觀點）



◀高通脹壓力劇增，主要新興經濟體被迫連番加息，如巴西央行自2021年3月以來連續12次加息。

地產代理仍需街舖嗎？



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

新一年筆者在此先向各位讀者拜年，祝願大家平安大吉，萬事順景。

地產代理最重要的成本支出就是舖位租金，其次是薪金支出，當市況不理想又缺乏足夠的成交，很多從業員都有機會食白果，這時地產代理公司就會優化人手，用最短時間篩選沒有數值的員工，以減少固定成本的支出。不過，在租金問題方面，時間速度的配合就相對困難，因為租約期動輒兩、三年，並非一時三刻就可以減省租金。

當面對淡市開源節流的策略時，很多地產公司老闆就會重提建議，將地舖形式的運作轉到樓上寫字樓；因為寫字樓的租金相對便宜，況且今天資訊科技發達，用網絡媒體去吸納客源，一樣能達到理想效果。這個道理筆者當然明白，今時今日很多業主及買家都喜歡在網上放盤及搵樓，溝通及宣傳方面都有很多通訊軟件及方法可做到。

建立品牌效應 方便接觸客戶

然而，筆者認為地舖運作的形式仍有一定的效應，並非指傳統的行業不能

夠改變及與時並進，今天已有很多地產代理公司運用大數據及資訊科技去配合營運。只是筆者認為地舖運作的形式仍然有其一定作用，首先，地舖的門面及招牌是最佳的宣傳媒介，特別是大型的地產代理公司，店舖分布港九新界，市民在任何一區都能夠看到這些品牌效應，可以深入人心。

其次是方便程度，因為大部分地產代理公司的店舖都坐落在不同區域的屋苑，業主及客人自然容易接觸地產代理，方便程度如同便利店一樣。地產代理公司門面更加重要，除了有宣傳的效果外，亦提供了實體的廣告，現代的門面已不只限於一般水牌廣告的運作，很多都有電子屏幕，不時播放重要及第一手市場資訊及即時成交，亦會推介最新的一手樓盤資料，每當客人路過時總會駐足了解市場動態。

還有一點筆者認為十分重要的是，如何為地產代理帶來良好的工作氣氛。代理是活躍及動感的行業，如果在樓上寫字樓工作，相對會較沉悶及刻板；在商場或街舖則人流如鯽，加上每日不定時都有客人或業主入店舖查詢，地產代理工作自然不敢怠慢，配合緊湊的工作節奏，就不會變得死氣沉沉，因此，現階段地產代理的地舖運作形式，仍然是非常重要。