

高端製造成中國經濟新動能



遠見卓識 段超
興業證券
首席宏觀分析師

一季度中國實際生產總值(GDP)季調環比增速2.2%，即使綜合2022年四季度及2023年一季度兩個季度的複合環比增速也達到1.4%，與2019年均值相一致，高於2022年以來的均值。整體來看，經濟繼續維持溫和復甦。

2月地產全產業鏈出現復甦，但3月這一格局未能延續。3月地產數據各環節出現明顯分化，竣工單月增速超過30%，但銷售面積增速與2月基本持平，仍維持負增長，而新開工同比降幅明顯擴大。

房地產復甦需時

地產資金端約束下降，地產投資的低速指向開發商投資意願低迷。3月地產開發投資資金來源增速轉正，達到2.8%，為2021年中以來，首次回到投資增速以上，指向對於開發商而言，地產資金端的約束下降，地產投資的低速主要源於開發商的投資意願問題。

在「房住不炒」的國策下，對於地產部門的核心關注點不再是其對經濟的拖累，而是其對經濟的拖累及金融風險的影響是否擴大。地產部門對於經濟大幅拉動的時代可能已過去，未來的關注點可能在於其對下行風險的影響。而從3月數據來看，地產開發商資金來源增速改善，疊加4月高頻數據指向地產銷售企穩，指向其短期金融風險在下降。同時，房價止跌企穩，意味着對私人部門的資產負債表的拖累下降。

2月工業增加值環比增長低迷，當時筆者認為可能存在春節後延遲返工的問題，但3月工業生產環比與2月基本持平，仍然明顯低於2017-2019年均值，指向企業端行為可能依然謹慎。儘管需求端有所分化(出口消費改善、投資放緩)，但從整體GDP增速來看，數據仍是改善的，企業生產的謹慎可能指向需求改善好於供給，整體供需環境向好，企業行為的謹慎可能指向庫存仍在去化。

三大投資增速均出現放緩，但製造業投資增速仍然不低。3月三大投資增速均出現不同程度的放緩，然而從增速的絕對水平來看，製造業、基建、其他的投資增速並不低。

而製造業投資中的結構變化已較為

明顯：高技術產業的貢獻明顯上升。如果拉長時間來看，自2022年開始，製造業投資增速明顯上升，其中設備類投資、汽車行業投資的貢獻明顯上升，至於傳統行業如採掘鋼鐵有色等投資的貢獻下降。從3月數據來看，這一趨勢延續，儘管汽車投資增速有所放緩，但仍然有15%的增速，而電氣機械和器材製造業投資增速上升至51.5%。

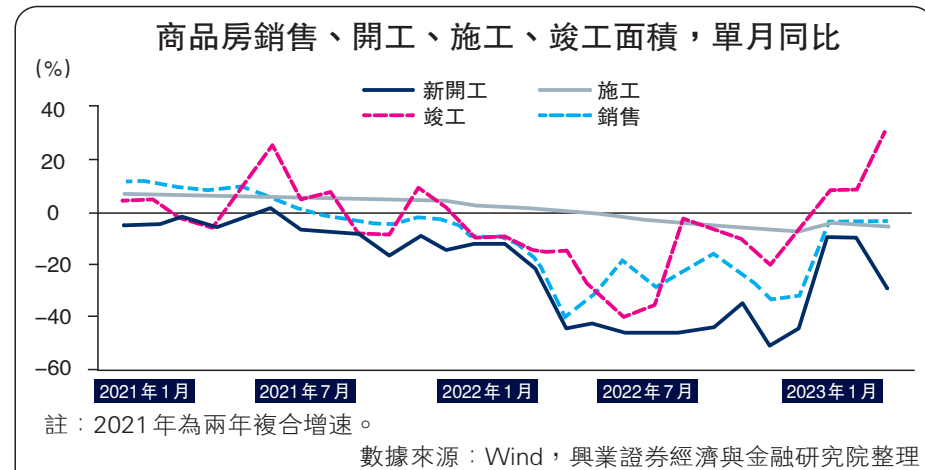
餐飲業尚未復原至疫前

3月份消費數據受2022年基數影響較大，即使以兩年複合增速來看，無論是商品還是餐飲均處在疫情後較高水平，且不論兩年複合增速可能低估了今年3月的復甦情況。從前期復甦相對較慢的餐飲來看，如果從絕對值的角度來看，3月餐飲收入水平儘管距離疫情前的潛在增長仍有距離，但也處在疫情後較高的水平。

在前述工業生產低迷的背景下，第三產業增加值同比大幅反彈，是拉動一季度GDP超預期的主要原因。如果以人均消費支出/人均可支配收入來衡量居民的消費意願的話，這一比值在一季度回到70%，為疫情後首次回到2019年底的水平。而從後續空間來看，儘管消費復甦明顯，但相較疫情前的趨勢仍有較大的缺口，其中可選服務(如文化娛樂)、可選商品(如衣着)缺口依然較大。

從一季度數據來看，居民的「超額儲蓄」已在消耗，卻仍有結餘。但後續居民消費的繼續擴張，核心取決於居民收入的預期。而居民收入本質上來自於企業盈利的一部分。站在當前來看，後續企業盈利的改善有兩條路徑：一是來自前經濟引擎的切換，自地產部門拉動向高端製造拉動切換，唯是考慮到這些行業仍在試錯期，同時其對就業的拉動效應可能有所下降，這一條路徑可能會有折扣；二是來自於消費場景恢復後，商戶主體逐步恢復，增加僱傭，形成「居民收入—消費」的正循環，這一條路徑可能仍在發酵過程中。

整體來看，筆者認為一季度數據指向經濟所處的階段是溫和復甦、通脹低位卻無通縮風險。結合資金的流向，資金結構性從此前的高槓桿部門撤出，向政策支持的方向配置，這意味着全社會的負債成本下降。這三個要素——溫和復甦、溫和通脹、低負債成本的組合，意味着經濟環境是資本市場的「蜜月期」。



港樓代理捕捉內地購買力



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

近期一手新盤交投明顯暢旺，上月新盤市場成交超過2100伙，創2020年12月後單月成交最多的紀錄。一手市況大幅反彈，除了因為今年初兩地恢復通關、疫情緩和後社交距離措施全面放寬，更重要的是發展商推盤策略有所改變。因應市場「大病初癒」，不論大小發展商，都以「先求量、後求價」形式開售全新盤，吸引買家的注意。

以小紅書等平台擴客源

此外，二手市場大部分業主已調升叫價或大幅收窄議價空間，因此不少準買家在這個時候寧願選擇新盤，令大部分新盤都能熱賣，首批次批發出現沽清的情況；反觀二手樓市則持續出現拉鋸局面。

樓市資金轉投一手樓，可以說是市場競爭下的形勢。同樣地，世界格局「東升西降」也是近年的新形勢。近些年東方國家在經濟、社會、民生方面均不斷崛起，走勢凌厲，無論是政治或經

濟都能夠在市場佔優；反而西方社會屢屢出現各種的社會及經濟問題，特別是歐美國家呈現通貨膨脹。

此外，持續數年的中美貿易戰，令美國通脹難以控制。眼下歐美國家相繼出現銀行倒閉的情況，更令資本市場人心虛怯。雖然西方國家未至於會沒落，但東方國家肯定是在持續崛起，吸引更多資金轉投，同時，全球話語權及影響力亦日益增加。

香港背靠內地祖國，地理環境及國際地位都是固有的優勢；特別是香港的房地產買賣，因為地少人多、法制健全及簡單稅制，令到樓價易升難跌。

地產代理除了能做到一般用家的生意外，更着重投資者的買賣；近年內地買家已成為地產代理十分着重的客源，因為他們入市多集中在豪宅市場，更有些內地買家一購多伙。因此，代理近期都積極發展一些能接觸內地客的平台，例如透過與小紅書平台網紅KOL合作，因這些網紅會定期推介香港樓盤予內地買家參考。

當然，現今資訊科技發達，加上社交媒體大行其道，尋覓內地買家的渠道也大為擴闊，相信未來一段長時間，內地買家都將是香港地產代理必爭的客源。



▲2022年中國居民儲蓄高增，被動儲蓄和預防性儲蓄的佔比，將決定疫情後短期消費復甦的彈性。

隨着中國經濟重啟，外需仍面臨下行壓力，內需恢復情況成為2023年經濟復甦程度的關鍵，其中消費起到至關重要的作用。2022年，在疫情擾動、地產下行的背景下，消費場景受限，經濟不確定性加大，居民儲蓄快速攀升。市場熱議這部分超額儲蓄有望成為後續消費復甦的「彈藥」。本文擬對此進行探討。

超額儲蓄支持消費復甦



集思廣益 管濤
中銀證券
全球首席經濟學家

2022年，金融機構新增居民人民幣存款17.84萬億元(人民幣，下同)，創下歷史新高，較疫情後的2020-2021年均多增7.24萬億元。市場將此部分儲蓄多增視作疫情後的「超額儲蓄」，認為這將對於2023年消費反彈起到重要的推動作用。居民存款空前多增，主要有以下四方面原因：

一是疫情衝擊之下，經濟循環轉轉不暢，生產和消費場景受限，居民收入和消費支出增速雙雙下降。2022年，全國居民人均可支配收入為3.7萬元，消費支出佔比66.5%，較2019年下降3.6個百分點。這對應當年人均消費支出減少1335元，按當年的人口計算可得到因消費支出減少形成的超額儲蓄為1.88萬億元。

二是地產下行，商品房銷售下滑，居民購房支出減少形成多餘儲蓄。2022年，商品房住宅銷售額11.67萬億元，同比下降28.2%。如果按照2020-2021年兩年的複合平均增速為8%計算，可得出2022年商品房住宅銷售額少增5.9萬億元。按照全國房貸平均首付比例43%來計算，由此產生的超額儲蓄約為2.54萬億元。

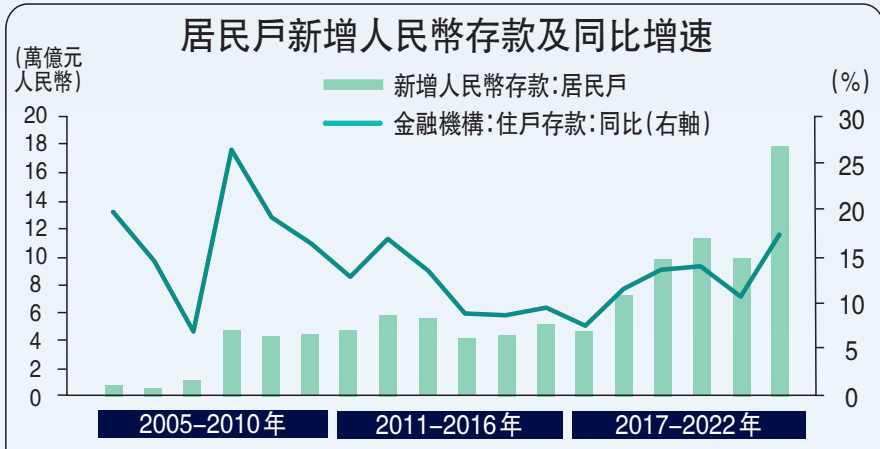
三是金融市場整體收益不佳，特別是四季度理財贖回風波擾動下，加速其他配置資產回流至銀行存款。截至2022年末，銀行業理財產品資金餘額為27.65萬億元，較2021年末下降1.35萬億元。如果這部分資金首先轉為銀行存款，也會推動年末存款餘額增加。

四是減稅降費、留抵退稅等財政支持下，改善了企業和居民部門的現金流，也轉化為了部分儲蓄。根據國家稅務總局披露，2022年中國新增減稅降費及退稅緩稅緩費超4.2萬億元，其中累計增值稅留抵退稅2.46萬億元。考慮到留抵退稅涉及部分企業和個體工商戶，直接轉為居民存款的數額應該會小於退稅總額。

須注意的是，前述三項之和約為5.77萬億元，佔超額儲蓄總額7.24萬億元的80%，剩餘部分則可能是由於留抵退稅和其他因素導致。

經濟活動復常 零售銷售反彈

居民儲蓄主要來源於可支配收入與當期消費之差，超額儲蓄顧名思義是收入與消費支出增速之差拉大所得。兩者的變化關係可以有兩種形式：一是收入增速升高，而消費支出增速下降，一升一降導致儲蓄被動升高。比如疫情之後的美國，在多輪直接的財政補貼後，居民收入不降反升，而消費支出則由於疫情限制大幅下滑，由此帶動2020-2021年美國居民儲蓄率迅速攀升。二是收入和支出增速同時下降，但支出放緩幅度大於收入。這既有疫情之下消費場景受限導致的被動儲蓄，也有經濟不確定性加大，居民預期轉弱而主動儲蓄(又稱預防性儲蓄)。



2022年中國居民儲蓄高增，被動儲蓄和預防性儲蓄的佔比，將決定疫情後短期消費復甦的彈性。若前者佔據大部分，隨着經濟重啟，消費場景激活，短期內的復甦彈性更大；若後者佔據大部分，則可能需要更長時間改善居民預期，恢復消費信心。

對比2020年和2022年的收入和支出增速變化可以發現，兩輪疫情衝擊帶來的影響並不相同。2020年和2022年，中國全國居民人均可支配收入同比增速較2015-2019年增速均值分別下降4.1、3.8個百分點，同期人均消費支出增速分別下降9.9、6.5個百分點，收入和支出增速的差值分別擴大5.8、2.7個百分點。

按照前述思路計算2020年因消費支出減少而產生的超額儲蓄，2020年全國居民人均可支配收入為3.2萬元，消費支出佔比65.9%，較2019年下降4.3個百分點。這對應當年人均消費支出減少1370元，按當年的人口計算可得到超額儲蓄為1.94萬億元。鑒於2020年存款多增11.3萬億元的規模遠小於2022年，可見2020年因支出減少而產生的超額儲蓄比例遠高於2022年。

綜合來看，2020年人均可支配收入和支出增速均出現下降，但疫情早期管控範圍更廣，消費支出降幅明顯，故當年超額儲蓄主要是被動儲蓄。2021年，隨着國內疫情形勢逐漸趨穩，消費支出迅速反彈，持續超過收入增速，推動當年社會消費品零售總額增長12.5%，最終消費拉動全年經濟增長4.9個百分點，貢獻率為58.3%，為「三駕馬車」之首。2022年，國內疫情多點散發，精準防控之下，影響範圍更多集中在特定區域，消費支出降幅小於2020年，故該年超額儲蓄既有被動儲蓄也有預防性儲蓄因素。隨着年底優化疫情防控政策，2023年初疫情快速達峰，經濟社會活動逐漸正常化，消費也出現回暖跡象。前兩個月社零同比增長3.5%，但升幅小於2020-2022年同期複合平均增速0.8個百分點。

城鎮消費增長較明顯

超額儲蓄的結構分布特徵會影響後續對於消費的轉化。2020-2022年，中國城鎮和農村居民可支配收入複合平均增速分別較2015-2019年下降2.8、0.9個百分點，同期消費支出增速分別下降4.4、2.1個百分點。按照前述計算支出減少帶來的超額儲蓄思路，也可以計算城鎮和農村人口的超額儲蓄。2022年，城鎮和農村居民

人均可支配收入分別為4.9萬元和2萬元，消費支出分別佔比61.7%和82.6%，較2019年分別下降4.6和0.6個百分點。這對應當年人均消費支出分別減少2259元和117元。按城鎮(9.2億人)和農村(4.9億人)人口計算，可得到因消費支出減少形成的超額儲蓄分別為2.08萬億元、574億元。可見，超額儲蓄分布並不均勻，主要集中在城鎮居民中，農村居民佔比較小。

從居民收入端結構變化看，2020-2022年，城鎮居民工資收入和經營淨收入平均佔比分別較2015-2019年下降1.0和0.11個百分點，相應的轉移和財產性淨收入佔比上升；農村居民經營淨收入佔比下降2.6個百分點，轉移、財產和工資淨收入佔比均有所上升。這反映了有固定工作的人群和個體工商戶在疫情期間都受到不同程度影響：工資和經營收入減少，特別是農村人口中個體戶和靈活就業人群佔比更高，經營收入下降更為明顯；財政的轉移支付和補貼帶動轉移收入增加，以及有財產收入的人群相應受到疫情的直接影響較小，財產收入佔比提高。

從消費支出端結構變化看，2020-2022年，農村居民消費支出中食品和醫療保健等必需品佔比顯著上升，較2015-2019年均值分別上升1.5、0.3個百分點；城鎮居民的文化娛樂、服裝等佔比顯著下降，均較2015-2019年均值分別下降1.3個百分點。這表明城鎮居民消費支出增速下降更多受到疫情客觀因素影響，服務型消費和可選消費佔比下降，農村居民支出增速雖然降幅較小，但剛性支出佔比明顯上升。

不同收入群體的邊際消費傾向不同。根據居民收支數據計算，2022年末全國居民邊際消費傾向為0.66(即每增加1元收入，有0.66元用於消費支出)，其中農村居民邊際消費傾向為0.83，遠高於城鎮居民邊際消費傾向的0.62。如前所述，超額儲蓄集中在部分收入高的城鎮居民中，邊際消費傾向偏低，而邊際消費傾向最高的低收入群體卻經歷了疫情三年收入增速的持續下降，超額儲蓄的結構性分布不均也可能限制消費反彈的高度。

綜上，2022年在疫情擾動、地產下行和金融市場波動等多重因素共同影響之下，居民儲蓄空前高增，這既有疫情對消費場景客觀限制的被動儲蓄，也有經濟不確定性加大導致的預防性儲蓄。後者需研究針對性的化解措施。