

# 中國居民消費還有提升空間嗎？



**財經萬象 殷劍峰**

浙商銀行  
首席經濟學家

在全球主要國家中，中美兩國的總需求結構正好相反，中國是投資高、消費低，美國是消費高、投資低。居民消費率的高低取決於兩個因素：其一，消費傾向，這等於每一元可支配收入中用於消費的比重；其二，國民收入中居民可支配收入的比重。比較中美兩國居民收入佔比和居民消費傾向可知：2001至2020年期間，中國居民收入佔比平均只有61%，而美國是76%；中國居民消費傾向是63%，而美國是92%。

簡單推算即可知道，在消費傾向既定的情況下，只要中國居民收入佔比提高到美國的水平，居民消費率就將達到48%，與中高收入國家平均水平相當；或者，在居民收入佔比既定的情況下，中國居民消費傾向提高到美國的水平，居民消費率就將達到56%，與全球平均水平相當。

那麼，在居民收入佔比過低和消費傾向過低兩個因素中，哪一個對消費的影響更大呢？是前者。因為消費傾向依賴於收入：收入高、收入穩定，消費傾向自然也就高。觀察新冠疫情前的數據可以發現，自2010年中國勞動年齡人口佔比達峰以後，居民消費傾向就在不斷上升，相應的，居民儲蓄傾向（儲蓄／可支配收入）不斷下降。

消費傾向的上升和儲蓄傾向的下降符合生命周期理論：在人達峰前的人口紅利階段，獲得收入進而儲蓄的勞動年齡人口較多，因而居民部門總體的消費傾向下降、儲蓄傾向上升；在人達峰之後，退休的老年人口開始消費此前的儲蓄，這必然導致消費傾向上升、儲蓄傾向下降。

但從人達峰之後的2012年算起，中國居民收入佔比基本沒有變化，2019年的數據甚至還低於2012年。因此，居民不消費不是因為「吝嗇」，實在是囊中羞澀。

那麼，如何提高居民收入佔國民收入的比重呢？進一步觀察中美居民收入的結構，可以發現問題的答案。

中美關於居民收入的統計有所差異，但大體可歸於三項：居民可支配收入=勞動報酬+財產收入+經常轉移。

比較中美居民的三項收入，中國居民的財產收入只佔4%，經常轉移收入幾乎可以忽略。相反，在美國居民的收

入中，財產收入佔到22%，經常轉移也達到9%。所以，提高居民收入佔國民收入比重的兩個途徑就是增加居民的財產收入和經常轉移收入。

要增加居民的財產收入，首先是要讓居民部門擁有財產。如果不擁有財產，怎麼能夠獲得財產收入呢？作為加入生產函數、推動經濟增長的生產要素，資本是整個經濟中財產收入的最終來源，所以，資本的所有權屬性決定了居民財產收入。根據國際貨幣基金組織的統計，1978年改革開放後，在中國資本所有結構中，私人資本大幅上升，但直至2019年私人資本佔比也只有64%，國有資本佔比高達36%。相比之下，在美國的資本所有結構中，2019年私人資本佔到83%的份額。

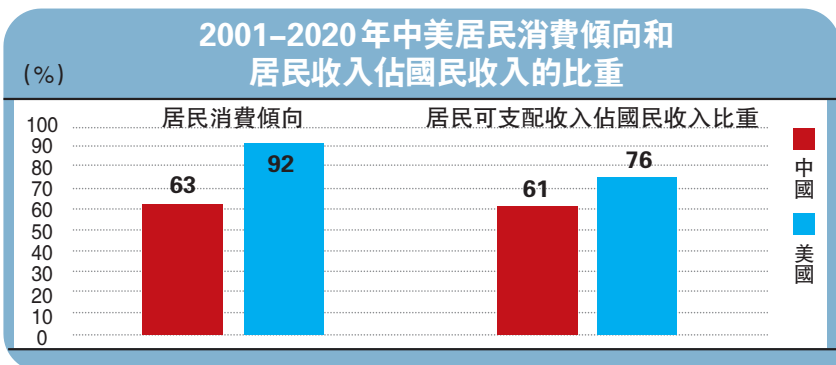
## 宜提高金融資產佔比

在資產一定的情况下，增加財產收入的方法之二是改善居民的財產結構。觀察中美居民的財產結構可以發現，中國居民財產收入低的第二個癥結，即實物資產佔比過高，在金融資產中存款類資產佔比過高，這兩項均是低收益的資產。相反，美國居民的金融資產佔比很高，金融資產中權益類資產和持有的機構投資者資產（養老基金、共同基金、壽險等）佔比很高。算起來，在美國居民部門金融資產中，直接和通過機構投資者間接持有的權益類資產達到50%以上——這是居民財產收入較高的另外一個原因。

除了財產收入之外，提高居民收入佔國民收入的比重，更加直接和迫切的途徑是增加居民的經常轉移收入。財政的職能之一就是再分配，即利用收繳的稅收和非稅收入，反補給居民部門中的弱勢群體。

以往的研究已經指出，在初次分配環節中，財政通過較高的宏觀稅負佔有了較大比重的收入，在再分配環節，又通過經常轉移將部分收入轉移給了自己。這背後反映出中國財政體制存在三個問題：以養人為主的「吃飯財政」、過多介入經濟事務的「投資財政」、債務快速累積的「窟窿財政」。

總之，中國居民收入佔比過低，乃至居民消費率過低，因財政金融兩個方面的體制性掣肘。在三年疫情之後，隨着就業的提升和消費場景的恢復，居民消費當然會得到一定程度的修復，但不能對之期待太高。在體制缺陷沒有根除的情況下，居民消費過去沒有、將來也不會成為拉動經濟的主要動力。



# 上車選新樓還是二手？



**樓市新態 汪教敏**

祥益地產總裁

無論以全港250個大型屋苑數據，還是最新一期差餉物業估價署指數來看，香港樓市回升仍處於第二個階段而已。根據筆者去年12月發表的《樓價回升的四個階段》的標準，第三個階段是「樓梯式加價」，利好因素開始發揮作用，市場活力也充分回復，樓價拾級而上。樓市價格就由平行時空轉為整體回升。

現在的樓市只是不同板塊個別發展，不少板塊的價格大幅上升，但一些板塊是下跌的，這完全是一個平行時空的情況。筆者預計，樓市仍會在顛覆不定之中轉轉向上，短期內可以見到一些板塊的樓價出現下跌的情況，一些板塊會升多一點，一些板塊會升少一點。

## 須考慮未來居住面積需求

在本文中，筆者想糾正年輕人不少錯誤的置業觀念。其中之一就是年輕人普遍喜歡買樓花。樓花的好處是新及屋苑的設計都很有創意，但從投資角度來說，年輕人首次置業買樓花可能是錯誤的。首先，大部分年輕人最後都會結婚，即是在未來日子對住屋面積的需求

幾乎會是持續增加的，而且這個需求在幾年內就會發生，那我們就要想納米樓花單位的升值能否滿足未來的增量需求？

筆者認為，這方面的變化不僅年輕人需要了解，長輩都應該要提醒年輕人這點。樓花可以說是期貨，香港長期樓花的價格許多時都可以賣得比二手樓高10%至20%。在同一時間、同一個區域內做比較，二手樓的升值概率八成是要比買樓花更高。如果樓花入伙之後升幅真的落後，就會令到買了納米樓的年輕人更加難換樓了。

作為地產代理，筆者對客戶買樓花還是買二手樓的選擇其實不會有既定立場，但客戶需要在置業之前清楚自己投資項目的風險。當然，樓花真的也有很多好處，本文只是想令買家清楚，他們要在置業預期與實際需求之間作平衡。

香港樓市現在的確有錯價的，屯門區很多300多萬的成交（包括未來可以享受到鐵路沿線的豐景園），甚至有些私樓200多萬成交（例如麗寶大廈及利寶大廈），低於年輕家庭人均入息中位數字，夫妻可以共同去買樓而且也得得起的。有關樓盤屯門區有約864個，置業機會根本就已經重新開關，大家不應該只以核心市場為標準去要求上車機會。



▲分析認為，由於近期銀行業風險事件的發生，美國本次金融周期擴張可能已接近頂部，接下來可能進入下半場的信用緊縮調整。美聯社

在硅谷銀行出事之前，美國只有貨幣緊縮，即貨幣供給減少、利率上升帶來的貨幣需求上升。然而，銀行風險事件的發生加速了從貨幣緊縮到信用緊縮的實現。從美國的情況來講，政府兜底有利於穩定信心、避免短期系統性問題，但是不能解決長期的問題。長期來看，美國經濟陷入衰退也是大概率事件。

# 信用緊縮 美小型銀行風險增



**中金點睛 彭文生**

中金公司  
首席經濟學家

從銀行危機到經濟衰退，與之對應的是從貨幣緊縮到信用緊縮。具體而言：一是銀行貸款能力和意願下降，這背後不僅是傳統的貨幣緊縮導致的，中小銀行還面臨存款轉移等特殊問題。過去幾周中小銀行到大銀行的存款轉移量較大，雖然這些銀行可通過美聯儲貼現窗口（DW）或銀行定期融資計劃（BTFP）借錢來應對儲戶提款，但從美聯儲貸款利率接近5%，遠高於銀行存款利率，因此中小銀行面臨利差收窄問題，盈利減少意味着他們要麼補充資本金、要麼惜貸，即減少貸款供給或提高貸款利率，由此會帶來實體經濟尤其是中小企業融資條件的收緊。

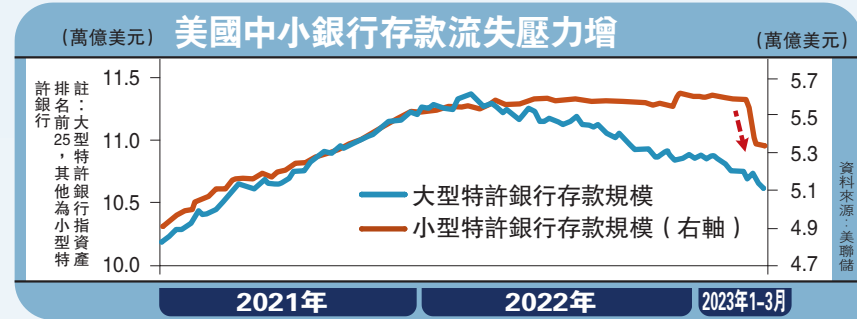
二是監管趨嚴。本輪政府救助行動會帶來非常大的社會政治壓力。雖然美國財政部長耶倫表示救助硅谷銀行等行動沒有花納稅人的錢，但因為銀行在西方國家是公私合營機構，所以這種解釋很難有說服力。所謂公私合營，就是銀行的商業運作受到政府的監管深度干預，而不是獨立的商業運作。政府的深度參與，部分體現為政府兜底、讓其他銀行幫助小銀行，這種行為會減少整個銀行體系的盈利，不能說這與納稅人的利益完全不相關。所以它必然帶來社會的政治壓力，公眾認為銀行體系有政府的兜底就應該接受政府嚴格的監管。

綜上，美國中小銀行利差收縮帶來貸款能力和意願的下降和未來的監管加強相結合，這意味着實體經濟會面臨融資條件緊縮，即信用緊縮，而這將帶來加劇美國經濟衰退的動能。尤其是從歷史回顧角度看，美國這一輪金融周期從2012年左右開始，已經歷將近十年的上行，現在可能將要走入信用周期的下行階段。在此過程中，必然有信用風險釋放，即貸款壞賬引發的金融風險事件。

目前為止，歐美銀行風險事件不是信用風險事件，而是貨幣緊縮帶來的風險事件。即使最近的問題因為政府的兜底而穩定住了，我們仍需要重視未來一兩年，甚至更長時間內信用風險的進一步釋放。

## 外生貨幣與內生貨幣

眼下平衡貨幣穩定和金融穩定的矛盾相對於2008年更為嚴峻，因為當前情況與2008年有所不同。2008年的情況比較清晰，在信用緊縮背景下必然要求貨幣政策放鬆，背後的邏輯是信用緊縮本身對經濟降溫有幫助，貨幣緊縮的必要性就下降了。但近期美國的通脹處在較高水平，即便是信用緊縮帶來了總需求下降，也很難確定它是否下降得恰到好處。同時在滯脹壓力下，通脹預期較高，貨幣放鬆會抬升通脹預期進而對通脹產生影響，這不利於美聯儲控通脹的目標。那麼，面臨美國金融周期下行、信用風險釋放的挑戰，應該如何平衡貨幣穩定（控通脹）和金融穩定（防止金



融風險擴散)？

這就是過去十年，筆者一直在講的要區分外生和內生貨幣，本質上就是要區分貨幣穩定和金融穩定兩個目標。其中，內生貨幣是經濟活動本身產生的貨幣，具有典型順周期性，即經濟活動強的時候貨幣量增長比較快，經濟活動弱的时候貨幣量增長比較慢，主要原因是經濟活動強的時候信貸需求比較強，導致銀行存款增加、貨幣供給增加。而外生貨幣不是經濟本身的動能所產生的貨幣，與內生貨幣的順周期不一樣，外生貨幣很多時候是逆周期的，體現為所謂的逆周期調控。典型的外生貨幣和財政有關，財政支出即貨幣投放，直接財政赤字貨幣化或是美國在2018年以來特別是疫情以來財政發放國債來融資、量化寬鬆購入國債等操作也帶來貨幣投放，而稅收即貨幣回籠。

外生貨幣和內生貨幣對經濟的影響有所不同，前者不利於貨幣穩定，而後者不利於金融穩定。內生貨幣涉及金融穩定的原因在於，因為銀行貸款需要償還，所以它雖然對實體經濟有一定促進作用，但不如財政政策的效果大。並且，內生貨幣和房地產（作為信貸的抵押品）結合時，呈現中周期的波動，即順周期性持續的時間長、強度高，一個完整的信用周期大約持續十五至二十年，在此之後才會暴露出問題。內生貨幣投放的最終約束是債務，當支撐不住過高的債務時，就會發生被迫債務重組或風險事件，甚至是爆發金融危機。

外生貨幣涉及貨幣穩定。外生貨幣的投放（比如減稅、轉移支付、政府採購、對公務員支付工資等）對私人部門來說是免費的，可以真正增加私人部門的收入和淨資產，使資源從政府向私人部門轉移，所以它對消費和實體投資的促進作用大於貸款（內生貨幣投放），投放過多可能導致通脹。與內生貨幣的中周期波動不同，外生貨幣投放對應着短周期的經濟波動。

## 債務風險與財政擴張

現實中往往是內生和外生貨幣投放兩者混合，但不同的階段重要性不同。中國一直還是信貸投放貨幣，但對美國而言，在2008年之前金融自由化的時代，主要是通過信貸投放貨幣。2008年以後，尤其是新冠疫情期間，財政投放貨幣在美國的重要性大幅增加。

過去一段時間，美國出現了由外生貨幣變化所帶來的商業銀行縮表，也可以理解為美聯儲縮表驅動商業銀行縮表，但這種商業銀行縮表不是銀行信貸緊縮，而完全是外生貨幣超發後回調導致的結果。實際上，美國的

內生貨幣從2013年觸底以後是上升的，即信用在擴張以支持經濟。

特別要提醒一下，據筆者估算從1970年代到2008年，每次美國金融周期的上行擴張幅度都大於上一次，背後的原因是全球金融自由化，即金融監管放鬆、經濟金融化程度趨於提高，導致金融擴張的順周期性越來越強。而2008年美國金融監管加強後，金融周期擴張的幅度明顯趨於溫和，這一方面反映了金融監管的加強，另一方面反映了財政的擴張，即外生貨幣對貨幣總供給的補充。

從結果上來看，財政擴張過快帶來通脹，引發美聯儲的迅速加息和近期的銀行風險事件。往後看，激進加息要麼帶來金融監管加強、要麼引發金融風險事件，這必然導致本次金融周期不會像上次擴張那麼厲害。所以筆者的基本判斷是：由於近期銀行業風險事件的發生，美國本次金融周期擴張可能已接近頂部，接下來可能進入下半場的信用緊縮調整。從市場情緒上看，通過觀察信用利差、股權風險溢價等指標，可以發現美國國債利差處於過去十幾年最低水平，但仍高於2008年金融危機前的水平。市場雖沒有像2008年金融危機之前那麼樂觀，但現在也是金融危機以來最樂觀的時候，這意味着未來存在投資者信心轉向、信用緊縮的風險。

講到信用緊縮有一個問題，美聯儲近期為救助銀行在進行擴表操作，去年以來縮表規模的三分之二都被回吐了，但這並不意味着信用緊縮問題得以完全解決。傳統的縮表（QT）和近期美聯儲的銀行定期融資計劃（BTFP），即便在數量上可以做到相等，但效果上也不能相互抵銷。這是因為，傳統的QT最終結果等同於美聯儲賣出國債、收回現金，導致銀行存款減少、美聯儲持有的國債減少，非銀行部門體現為把銀行存款變成了國債。這種結果加劇了銀行體系的不穩定性。但BTFP推動的擴表其實是美聯儲在和銀行打交道，而非像QT一樣和非銀行部門打交道，因此擴表不增加非銀行部門的存款，它只是增加了銀行的準備金和對央行的負債。總量來看，這沒有增加整個銀行體系的存款。

QT和BTFP的效果不能完全抵銷，也不能扭轉信用緊縮局面。因此，BTFP下的銀行擴表並非是強制性的，而是自願的，表現為銀行面臨問題時可以向美聯儲融資。如前所述，這導致相關銀行的利差縮小，由此帶來小銀行的信用緊縮壓力，從而加大了其長遠的不穩定性。因此，美國經濟未來的發展路徑可以總結為：從貨幣緊縮到信用緊縮、從利率風險到信用風險。