



▲中國的居民部門可能並沒有「超額儲蓄」，因為基本不具備形成「超額儲蓄」的條件。

去年以來，外界對2023年中國的消費復甦充滿期待。其中一個重要原因就是，中國居民的銀行賬戶存款大量增加，這些「超額儲蓄」如果轉化為消費，對消費的拉動作用會非常可觀。但筆者認為，中國的儲蓄率上升是事實，但不能認為這些儲蓄是「超額儲蓄」。換言之，不能認為這些儲蓄會很快轉化為消費。

超額儲蓄會變超額消費嗎？



金融探針 朱鶴
中國金融四十人論壇
研究部副主任

我們先來看美國居民的「超額儲蓄」情況。美國政府在2020—2021年期間，先後三次大規模直接向居民部門發放補貼，形成了總量近2.4萬億美元的超額儲蓄。這部分由政府補貼形成的超預期可支配收入中，有相當一部分轉化為了美國居民部門當期的儲蓄。

對照美國的消費數據看，美國居民儲蓄率的第一個高峰是超預期增加與疫後消費大幅收縮共同作用的結果，但第二個和第三個儲蓄率高峰對應的都是可支配收入超預期增長和消費處於回升時期。這個證據說明，收入的超預期變動是「超額儲蓄」更直接和主要的原因。疫情對消費的暫時抑制導致的被動儲蓄也對超額儲蓄有貢獻，但並非必要條件。

購房支出流向存款

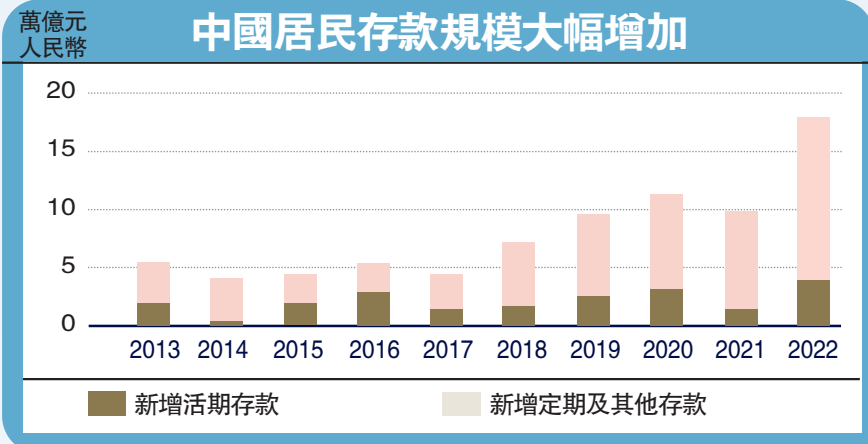
自2022年以來，中國居民部門新增存款規模快速增加，顯著超過了過去十年的趨勢水平。2022年中國新增住戶存款為17.9萬億元（人民幣，下同），比2021年多出了8萬億。其中，新增住戶定期存款13.8萬億元，比2021年多出了5.5萬億。2023年一季度，中國新增住戶存款高達9.9萬億元，比去年同期增加了2.1萬億元。與居民定期存款大幅增加同時出現的是居民儲蓄率上升。中國居民儲蓄率有明顯的季節效應，但2022年的居民儲蓄率明顯較高。2023年一季度中國居民儲蓄率仍為38%，與2021—2022年同期基本持平，並顯著高於2014—2019年同期的均值水平。

許多觀點認為，超規模增長的存款和較高的儲蓄率都表明，居民部門在疫後積累了一定規模的「超額儲蓄」。當然，不少分析也充分意識到了，存款並不能簡單的對應儲蓄，這裏至少有三點原因：

第一，居民存款增加並不必然意味着居民的儲蓄增加。宏觀意義上的儲蓄是指收入減去消費，對應的是淨資產的增加，也就是資產減去負債的增加。一個簡單的例子就是，一個家庭借了20萬元的消費貸，花了5萬元，尚未花掉的15萬元暫時存在銀行。從統計上說，這個家庭的存款增加了15萬元。從實際的經濟意義上說，這個家庭其實是淨欠銀行5萬元還要加上利息，儲蓄是下降的。

第二，存款只是居民金融資產的一部分，金融資產配置的調整會引發存款數量的變化。2022年下半年以來，有比較明顯的跡象顯示，過去投向理財產品的部分資金重新轉變為銀行的存款。

根據人民銀行2023年一季度新聞發布會透露的信息：「3月末，資管產品直接匯總的資產合計94.7萬億元，較年初減少了1.6萬億元，同比是負的增長速度，為負的1.7%，較上年同期低8.1個百分點」。把這句話裏的信息翻譯成數字就是，2023年3月



末的理財產品餘額比2022年3月末下降了1.6萬億元，而2022年3月末的理財產品餘額是比2021年3月末的餘額上升了5.8萬億元。理財產品由增長變為下降，差距就有7.4萬億元之巨。這些錢有一部分轉化為存款，就會導致存款的超常規增長。

第三，購房等大宗支出的下降也會機械地導致居民存款上升。2022年1—9月，中國商品房住宅銷售額比去年同期少了3.5萬億元。這在量級上與居民新增存款的變化大致相等。從宏觀角度說，這是原本應該以支出的形式配置到房產上的部分資金轉而變成了居民的儲蓄存款。

正是因為上述這些原因，各類市場分析在測算中國的「超額儲蓄」規模時，都根據一定的假設將上述可能導致存款增加，但並非儲蓄增加的因素剔除了。在剔除這些因素之後，市場上一般認為中國的「超額儲蓄」規模沒有8萬億那麼多，而是在1萬億到3萬億之間。1萬億到3萬億的規模估算如果基本準確，其宏觀意義仍然顯著。這部分儲蓄如果能夠在一年或兩年內轉化為實際的消費，對中國內需和增長的提振作用不容忽視。

居民消費行為改變

但問題是，這個估算真的準確嗎？結合美國居民部門的經歷，筆者的觀點是：中國的居民部門可能並沒有「超額儲蓄」，因為基本不具備形成「超額儲蓄」的條件。

形成這一猜想的最主要原因是，2022年中國居民部門可支配收入並沒有出現超預期增長。2020—2022年，中國居民可支配收入仍保持了一定的增長，但相比於2019年以前的趨勢值而言，2022年的可支配收入還要略低於趨勢值。如前所述，美國居民部門形成「超額儲蓄」的主要因素是超預期的收入增加。沒有超額的收入，很難想像「超額儲蓄」會從哪來。

即使中國存在由於居民消費支出場景受到限制而引起的「被動儲蓄」，其也並非「超額儲蓄」。這裏有三點原因：

第一，並沒有在宏觀層面觀察到由消費場景受限引發的替代效應。如果僅僅是因為消費場景受限導致部分消費下降，如接觸性服務業，根據國外「宅經濟」的經驗，商品消費這些不太受消費場景影響的支出應該出現更高的增長才更合理。雖然在一些城市和一些人群中確實可以觀察到這種替代效應，比如說買高檔自行車通勤和鍛煉身體的人明顯多了，但在整個

宏觀層面中國商品消費並沒有表現得更加強勁，商品消費的趨勢和服務消費一致，只是受影響程度略低而已。這說明消費增長較慢可能不是消費場景受限所致。

第二，消費的節奏與消費場景受限的節奏也並無較好對應。2022年一季度和三季度，國內消費場景受限的情況並不多，二季度和四季度消費場景受限的情況要多一些。如果存在「被動儲蓄」導致「超額儲蓄」的情況，一旦消費場景受限的情況有所改善，應該會出現消費率大幅提升，儲蓄率明顯下降的情況，但這個情況並沒有得到數據的支持。

2023年一季度的數據則更加證實了這一點，消費確實發生同比大幅增長，但儲蓄率仍然維持高位。這說明，2023年一季度消費的增長主要不是因為居民更願意消費或者更敢消費引起，而是因為經濟開始恢復性增長，居民收入有所提高。

第三，「被動儲蓄」如果存在也應該是一個較短時間尺度的宏觀現象。

為了說明問題，做一個比較遠離實際的思想實驗：一個人每個月都要去外地聽一次音樂會，每個月為此花費5000元。因為臨時有兩個月無法聽音樂會，那這個人本來該消費的1萬元沒有花出去，所以變成了1萬元的「被動儲蓄」。如果按照這個邏輯線性外推：三年無法聽音樂會，那就會有18萬元的「被動儲蓄」；三十年無法聽音樂會，那就會有180萬元的「被動儲蓄」。很明顯，這樣的線性外推並不合理，一個人如果未來三十年都不能再聽音樂會了，這個人的消費習慣肯定會調整，不可能就把沒花的錢簡單存下來。事實上，如果未來三十年都不能再聽音樂會了，這個人的儲蓄行為應該跟音樂會就無關了。

上述問題也可以反過來想，過去幾十年中國人的消費場景比改革開放前更豐富得多，中國的儲蓄率因為消費場景的增加而下降了嗎？答案是並沒有。筆者的觀點是，消費場景受限導致「被動儲蓄」的說法在幾個月的時間尺度內有可能在宏觀層面是存在的，但如果已經持續了幾個季度或者幾年，這樣的「被動儲蓄」可能早就不再是被動的了。

基於上面的討論，筆者認為中國的儲蓄率上升是事實，但不能認為這些儲蓄是「超額儲蓄」。儲蓄率上升，是中國居民「消費—儲蓄」行為在過去幾年發生了比較顯著變化的結果。

美衰退升溫 人幣下半年反彈



遠見卓識 段超
興業證券
首席宏觀分析師

近期人民幣匯率破七，引起市場關注。匯率影響因素錯綜複雜，短期波動往往劇烈而莫測，但也並非無跡可尋。本文試圖找出影響匯率波動的主要因素，並對後續匯率形勢給出有邏輯可循的研判。

匯率影響因素錯綜複雜，是一個十分複雜系統的作用結果。從定價邏輯看，匯率是資本流動（包括經常項、資本和金融項）的價格映射，長期定價與國際收支密切相關，短期定價受內外經濟金融形勢變化影響密切，其中還交疊着交易和情緒因素，使得匯率短期波動往往劇烈而莫測。

本輪人幣匯率快速貶值，苗頭始於2023年3月下旬，壓力較大時期是2023年5月中旬以來的近兩周。

2023年3月下旬開始，人民幣與美元走勢背離背後，中國經濟復甦持續性擔憂已現。1）內部因素方面，在PMI（採購經理人指數）下行、通縮擔憂背景下，國內經濟復甦信心不牢。2）外部因素方面，硅谷銀行事件後，美國財政部和美聯儲表態兜底美國金融機構風險，美聯儲加息預期邊際走弱，歐央行加息預期保持，美歐貨幣政策預期差異驅動歐美2年期國債利差快速走高。在此背景下，歐元主動走強施壓美元。此一階段美元走弱，人民幣走強並不明顯，而是出現橫盤走勢。

2023年5月以來，人民幣快速走貶背後，再次發生內外因素疊加共振。1）內部因素方面，進入2023年4月後，開工率高頻數據和PMI數據發出經濟復甦動能走弱信號，之後4月通脹數據和經濟數據不及預期，加劇原本就較為羸弱的經濟復甦信心。2）外部因素方面，2023年4月以來，美國就業數據顯示韌性持續，近期美聯儲數位官員關於加息進程放出偏鷹表態，美國債務上限的擔憂隨着美國財政部表態「擺爛」，加之表決期限臨界也有所緩解，美元下行壓力緩解，短期開始抬頭上行。3）5月中亞峯會、G7峯會同期召開，也使得中美不確定性的擔憂加大。

匯率貶值有何影響？

匯率機制已經有所變革，傳統認知也需改變。在傳統認知下，人民幣匯率形成機制靈活性不高，匯率作為資本流動的價格映射，一般是資本流動的被動反映。當匯率這一被動變量出現貶值壓力的時候，往往映射着資本流動層面比較大的流出壓力。近年來人民幣匯率形成機制改革一直持續不斷推進，匯率價

格機制更靈活，政策層面持續強調「增強人民幣匯率彈性，發揮匯率調節宏觀經濟和國際收支自動穩定器功能」。

從中長期經濟影響看，匯率的基本盤是國際收支，是結果而不是原因。從匯率與經濟的關係看，匯率是資本流動在價格層面的反映，匯率的基本盤是國際收支，匯率是國際收支表現的結果，並不是原因。雖然匯率變化也會影響貿易條件和市場交易，從而反向作用於國際收支，但對國際收支更加實質的影響是經濟層面因素，匯率不是主因。

從短期資金影響看，近期匯率變化在資金流動層面並未產生太大擾動。從股債項下高頻的資金流動看，4月以來，人民幣匯率從開始表現出弱勢苗頭，到5月中旬以來出現快速貶值，無論是債券通下、還是敏感性更高的陸股通下，都未發生明顯的資金流出壓力。此外，外匯儲備2023年3—4月連續兩個月上升，金融機構外匯存款餘額雖然有所下降但是降幅較2022年4月和8月明顯要小，離岸市場1年期NDF（無本金交割遠期外匯交易）隱含的匯率升貶值預期也未發生明顯變化。

後續匯率形勢如何？

從前述分析可知，近期匯率快速貶值主要是受內外因素疊加共振影響。往後看，研判匯率形勢的關鍵是內外因素變化形勢。

二季度匯率或難表現強勢。1）從內部因素看，2023年4月以來國內經濟復甦動能走弱，開工率等高频數據顯示經濟動能不強；在去年較低基数影響下，二季度經濟指標讀數有所回升，政策大力托底訴求可能不強。2）外部因素看，最近兩周的美元指數上行可能已經定價美國就業韌性、美聯儲官員鷹派聲音、債務上限表決通過等因素，除非6月議息會議兌現更加鷹派，否則美元也難進一步上行動能。

匯率持續快速貶值壓力不大，下半年匯率可能會出現反轉。1）從內部因素看，如果二季度國內經濟表現較弱，下半年政策穩經濟可能會有所發力，需求恢復可能會有所向好。2）外部因素看，在持續加息、信用收縮背景下，美國經濟韌性已經處於強弩之末，下半年可能會出現衰退信號。



▲人民幣匯率持續快速貶值壓力不大，下半年匯率可能會出現反轉。



用好社交媒體 挖掘新客源



樓市強心針 廖偉強
利嘉閣地產總裁

山東省淄博市是今年五一黃金周最爆紅的內地城市。這個城市只有四百多萬人，卻能夠在黃金周吸引了八百多萬遊客，原因是有一批遊客遊覽這個城市的時候，將「淄博燒烤」放上社交媒體。經過了抖音及小紅書的推波助瀾後，「淄博燒烤」頓時就熱爆起來，令遊客在五一黃金周爭相去品嘗。

現今的網絡時代，任何人或事，只要具備賣點，或打造了優質的品牌，就有機會成為市場的焦點。例如一間餐廳，成為了有口碑的品牌，外地遊客就會慕名而來，只要能夠保持食物水準及服務，沒有惹來負評，就不愁沒有生意。就算是名不見經傳的餐廳，推出了具賣點的菜式，能吸引網民注意並爭相貼文，同樣亦會有客人遠道而來品嘗，哪管要候輪多時，同樣在所不惜。但在網絡時代，成功的品牌要保持

優勢，必須不斷改革及宣傳推廣。時代不斷變遷，客人的要求不斷改變，高質素的產品難免會有被客戶忘記的一天，所以定時革新變化，吸引客戶眼球仍是非常重要的。

地產代理作為中介的角色，除了能夠滿足買家及業主所需之外，更重要的是提高服務質素，以及因應客戶而作出改革，客戶才會繼續給予生意機會。尤其是現今的香港，地產代理更需面向內地發掘商機。這幾年政府適時推出各項措施來吸引人才，例如推出「高才通」計劃，以及其他吸納移民的政策，令內地居民來港的數量開始增加。

這批內地人到港後必須尋找居所，而地產代理自然要加大力度去爭取這批客戶。在此環境下，傳統尋找客源的方法已經顯得過時，反而借力社交媒體去尋找客源，就是不可逆轉的大趨勢。「淄博燒烤」是網絡和社交媒體威力無窮的寫照。事實上，網絡世界已漸成地產代理主要吸納客源的渠道，如何在當中脫穎而出，就要看代理的賣點和策略。