

消費動力轉強 中國經濟迎反彈



天風視野 宋雪濤

天風證券
首席宏觀分析師

當前市場對於中國經濟較為悲觀，擔心二次探底。之所以會有這樣的悲觀情緒，筆者認為主要有兩個原因——長期問題短期化、短期問題長期化。

悲觀情緒的第一個原因是「長期問題短期化」，就是把轉型中的增長中樞回落當成是短期的經濟減速，進而認為經濟大幅偏離了增長中樞，認為經濟出現失速風險。

本輪經濟復甦是轉型中的疫後復甦。房地產需求回落、人口老齡化、出生率下滑、產業遷移、地方政府債務等，都是經濟轉型中的長期問題，是需要通過努力提升要素生產率，在發展中逐漸解決的長期問題。在轉型過程中，潛在增長中樞階段性回落也是必須要接受的事實，如果對長期增長中樞預期過高，必然會產生不切實際的悲觀預期。

一方面，經濟都在去地產化，這是當前經濟結構轉型的客觀特徵。在人口負增長、城鎮化斜率放緩、人均住房面積提升幅度放緩等因素的共同作用下，房地產銷售的中樞正在長期下移。據我們測算，2021年後中國新增商品房需求呈現「L」形回落，預計到2031至2035年，每年新增商品房需求中樞在9億平米左右。

另一方面，房地產仍然是當前經濟的支柱之一。房地產投資活動和服務活動各自貢獻了名義GDP的10%和7%，再加上房地產對基建和後周期消費的拉動，房地產對GDP的影響遠超17%，因此房地產銷售長期回落的過程，既是經濟轉型培育新動能的過程，也是經濟潛在增長中樞下移的過程。

而市場所感受到的經濟放緩，很大程度上包含了疫後潛在經濟增長中樞正在向更低水平收斂的因素。因此對於第二季度經濟是否存在二次探底，需要釐清的是經濟增長是否已經明顯低於潛在增長中樞，出現了負的產出缺口。如果是，那麼通縮將進一步加深，失業率會出現上升，消費、投資、債務等各方面下行壓力加大將隨之出現。

但二季度的實際情況是，雖然核心消費物價指數（CPI）偏弱，但環比增速並未顯著偏離季節性；雖然生產物價指數（PPI）下探的壓力較大，但環比增速並未突破歷史下限；雖然青年失業率持續提升，但整體城鎮調查失業率持續回落，25至59歲城鎮失業率甚至已經低於疫情前2019年的同期水平，創有數

據以來的新低。

悲觀情緒的第二個原因是「短期問題長期化」，就是把疫後復甦的低點當成是線性外推的起點。

今年既是「經濟轉型中的復甦」，也是「疫後的復甦」。「轉型中的復甦」特點是經濟增速區間中樞下移，而「疫後的復甦」特點是復甦節奏往往有「提速—減速—再提速」的頓挫感，環比增速呈現出「不對稱的N字形」。

從過去3年來看，疫情之後的第一個季度往往是「報復性」復甦。前期積壓的需求集中釋放，導致第一季度的環比增速過高，並對疫後第二個季度的環比增速放緩。疫後第三個季度，「報復性」復甦的透支影響減弱，復甦更加充分，環比增速再次走高。

房地產是疫後「N字形」復甦的典型例子。2020年3月至5月與2022年5月至6月，地產銷售先走強，商品房銷售面積環比增速超季節性走高；到了2020年7月、2022年7月又開始明顯回落；再到2020年8月、2022年8至9月重新回到季節性水平。

進入「N形」復甦第三階段

因此，儘管今年第二季度經濟環比增速回落，但除了疫後潛在增長中樞回落的長期因素外，也包含了疫後經濟「N字形」復甦的短期因素。到了今年三、四季度，「報復性」復甦對地產和可選消費的透支效應或將有所緩解，同時消費內生性恢復的積極因素正在增加。比如，居民收入隨着失業率回落而出現連續改善，消費意願邊際提升（人民銀行2023第一季度城鎮儲戶調查顯示「更多消費」比去年四季度上升了0.4個百分點）。

從企業行為來看，經過第二季度快速主動去庫存之後，產能利用率、PPI新漲價因素、產成品庫存的相對底部或將在第三、四季度出現。因此即使沒有政策的推動，今年第三、四季度經濟復甦的內生動能可能也會開始邊際走強，而不是繼續回落。

筆者預計，第二季度大概率是今年經濟復甦動能的環比低點，在透支效應衰退、內生增長動能修復、庫存周期見底的共同作用下，第三、四季度經濟或將環比改善，進入「N字形」復甦的第三階段。而市場對長期（轉型換擋減速）問題短期化，對短期（疫後N形復甦低點）問題長期化，導致了過度悲觀的情緒，意味着市場對於基本面定價可能存在低估，未來受外因刺激，又存在定價修復的空間。



中國今年下半年經濟增長動能有改善。

美暫停加息 投資市場受益



樓市智庫 陳永傑

中原地產亞太區副主席
兼住宅部總裁

美國聯儲局在過去一年多連續十次加息合共5厘之後，本月首次暫停加息。雖然聯儲局主席鮑威爾表示今年仍有加息計劃，而且指出年內不會減息，但筆者預計現在距離息口見頂不遠，因為美國經濟若然大旺，本月這一次議息就應該加息，現在卻不是這樣做。筆者料全球投資市場的樓市及股市，表現趨向樂觀。

聯儲局上周議息之後，決定暫停加息，聯邦基金目標利率範圍維持在5至5.25厘。筆者相信，暫停加息與美國經濟轉弱和通脹放緩有很大的關係，假如通脹依然猖獗，聯儲局理應加息對付，不會暫停加息。此外，5月份消費物價指數（CPI）按月僅上升0.1%，預期為上升0.2%；按年只上漲4%，預期為漲4.1%，前值為升4.9%。美國通脹正在拾級而下。

美國過去一年多重手加息5厘，對頑固通脹有很大打擊，但亦間接造成環球投資市場的樓市及股市顯著下挫，令投資者損手。現在暫停加息可看清形勢，投資者亦可看清環境再作部署。

聯儲局成員對今年年底目標利率預期中間值達到5.6厘，比較3月時高0.5厘，反映他們普遍預期仍可能再加息兩次，每次加幅0.25厘。

利率接近見頂

鮑威爾表示，差不多所有公開市場委員會成員都認為，今年再加息幾次是合適做法。考慮到行動規模及速度，暫停加息會是明智做法，隨着愈來愈接近利率目標，放慢調整步伐是合理，讓緊縮貨幣政策有時間發揮全部影響。貨幣政策已經大大接近充分限制性，行動過大或過小的風險已接近平衡。

鮑威爾坦言，未有為7月議息作出決定，屆時將根據實際情況決定，聯儲局成員對利率的預測，亦並非政策的任何決定或計劃。未有委員會成員預計今年會減息。

儘管今次暫停加息並非意味聯儲局今輪加息周期經已去到終結，但亦反映加息幅度已有一定高度，通脹及經濟亦漸見放緩，暫停一次加息可以靜觀經濟環境變化，然後再定去向。



今年首五個月，中國廣義貨幣M2總量新增15.62萬億元人民幣。

通常來說，如果貨幣大量發行，應該伴隨着經濟增長或通脹上升。但當前中國市場出現了這樣一種反常現象：M2（廣義貨幣供應）按年高增，而通脹則持續低迷。5月份，廣義貨幣M2按年增長11.6%，處於近幾年高位；消費物價指數（CPI）和生產物價指數（PPI）按年分別為升0.2%和跌4.6%，均處於近幾年低位。

貨幣供應增 通脹卻不漲



宏觀漫談 羅志偉

粵開證券研究院
副院長

為什麼會出現上述反常現象？這可以拆分成兩個問題：首先，M2為何高增，錢從哪來？其次，通脹數據為何低迷，錢去哪了？

M2高增，錢從哪來？

廣義貨幣M2的主體是居民和企業單位持有的現金和銀行存款，此外還包括非銀行業金融機構的銀行存款等其他存款。要想知道M2的來源，只需分析人民銀行每月公布的《存款性公司概覽》即可，若想更細緻一些，還有《貨幣當局資產負債表》、《其他存款性公司資產負債表》、《存款類金融機構人民幣貸收支表》等。

2021年8月以來，M2按年增長從8.2%的低位快速向上突破，一度觸及12.9%的高位，主要受到了四股力量的驅動，分別是：財政發力、銀行讓利、金融加槓桿、理財資金回流銀行存款。2021年8月至2022年7月，這四股力量幾乎可以解釋M2按年增速的全部增幅。在此之後，雖然這四股力量有所減弱，但依然能夠解釋M2增幅的絕大部分；剩下的部分則與居民和企業貸款回暖、銀行債券發行規模回落等因素有關。

(一) 財政發力

一般來說，財政資金「取之於民，用之於民」，在一段時間內，對貨幣總量會造成時點上的擾動，但不會有淨影響。真正會導致貨幣增加的力量，來自於政府自掏腰包「請客吃飯」。一方面，中央和地方政府能夠發行國債和地方政府債籌集資金，用於減稅降費、基建投資、補貼消費、改善民生等領域，當銀行購買了這些政府債券，便會經由財政支出而投放相應數量的貨幣。另一方面，政府是人行和國有商業銀行的股東，當銀行上繳利潤後，也會通過財政支出向社會投放貨幣。

2021年下半年至2022年上半年，為應對顯著增大的經濟下行壓力，政府債券發行速度明顯加快。2022年3月，《政府工作報告》要求特定國有金融機構和專營機構依法上繳近年結存的利潤，以補充政府財力。2022年，人民銀行依法向中央財政上繳結存利潤1.13萬億元（人民幣，下同），主要用於留抵退稅和增

加對地方轉移支付，支持助企紓困、穩就業、保民生。

(二) 銀行讓利

商業銀行是營利性組織，當銀行盈利增加，未分紅的那部分資金將積存於銀行內部、退出社會流通，也就是回籠貨幣，從而減少M2。相應地，若銀行將本屬於自己的一部分利潤拿出來，為居民和企業減輕債務負擔，就會投放貨幣，從而增加M2。

2020年疫情爆發以來，監管部門引導金融機構加大對實體經濟的支持力度，降低居民和企業的債務負擔，促進經濟平穩快速恢復。商業銀行淨息差從2019年底的2.2%，一路下滑至2023年第一季度的1.74%；2021年下半年以來，商業銀行的淨利潤、實收資本和其他負債按年增速也顯著下滑。

(三) 金融加槓桿

在貨幣寬鬆、債券牛市的背景下，券商自營、基金等非銀行業金融機構存在加槓桿投機的衝動，他們通過同業拆借、債券回購等方式向銀行借入資金，形成非銀存款，從而增加M2。

2022年第四季度，曾出現過短暫的金融去槓桿。當時債券市場大幅調整，導致理財產品淨值回落甚至破淨，繼而引發理財產品贖回潮，這又進一步加劇了債市壓力，最終形成負向循環。非銀金融機構不得不降槓桿，債券回購和同業拆借按年大幅下降。隨着債市和理財市場穩，2023年非銀金融機構重新加槓桿。

(四) 理財資金回流銀行存款

有些理財產品的資金在銀行表外，因而不被納入M2統計，當居民和企業贖回這部分理財產品，將資金轉為銀行存款，會增加M2的數值。

隨着理財產品打破剛兌，以及理財收益率與存款利率的利差趨於收窄，居民和企業的理財資金逐漸回流至銀行存款。2022年，銀行理財產品資金餘額減少了1.35萬億元。此外，據人行披露，2023年第一季度末，資管產品直接匯總的資產合計94.7萬億元，較年初減少1.6萬億元。

通脹低迷，錢去哪了？

(一) 今年新增的貨幣最終都流向了哪裏？

貨幣被創造出來之後，不會無緣無故地憑空消失，必定是停留在經濟體系中的某個角落。

我們可以根據前面提到人民銀行公布的各項報表，定位到每月底，

這些貨幣所處的位置。

今年1至5月，M2總量新增15.62萬億元。截至5月底，其中的100億元成為了流通中現金，9.26萬億元成為了居民存款，3500億和4.17萬億元分別成為了企業單位的活期存款和定期存款，還有1.83萬億元成為了包括非銀存款在內的其他存款。

(二) 貨幣流通速度才是關鍵因素

即使我們知道了M2按年高增的來源，以及新增貨幣的去向，似乎仍無法解釋為何當前經濟和通脹持續低迷。或許，問題的關鍵並不在於貨幣總量上。

生命在於運動，貨幣在於流通。貨幣只有參與到經濟活動之中，才會對經濟增長或通脹產生影響，否則便只能承擔財富儲藏的職能，僅僅是銀行賬戶上的一個數字而已。導致當前經濟和通脹低迷的真正原因，其實是貨幣流通速度的下降。貨幣流通速度是指一段時間之內，單位貨幣的交易次數。

我們先看一個簡單的例子。假設整個經濟中只有100元，剛開始由A持有。考慮下面兩種情景。

情景一：A向B購買了100元的蘋果，B向C購買了100元的草莓，然後C把這100元存起來。結果是A和B的消費各增加100元，B和C的收入各增加100元，GDP合計增加200元。

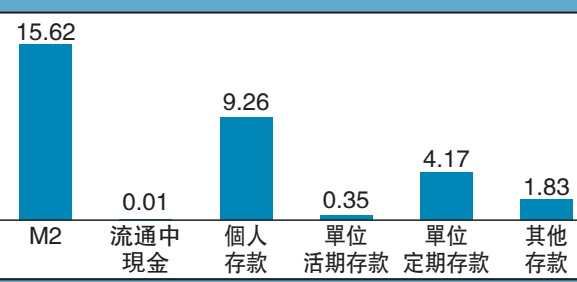
情景二：A向B購買100元的蘋果，然後B直接把這100元存了起來。結果是A的消費增加100元，B的收入增加100元，GDP增加100元。

在上述兩個情景中，貨幣總量一直是100元，但是為什麼情景二中的GDP卻出現下降？因為情景二中B把賺到的錢直接存了起來，而不是像情景一中那樣拿去消費，並導致C失去了收入。兩種情境中，貨幣流通次數分別是兩次和一次，而這導致了同樣是100元的貨幣總量，GDP卻分別增加200元和100元。

當前中國經濟面臨同樣的問題，居民的消費、購房以及企業的投资意願低迷，儘管貨幣總量增加，但貨幣更傾向於被儲存起來，而不是被用於交易流通，於是貨幣流通速度下降，最終導致經濟和通脹的低迷。

因此，除了通過寬鬆的貨幣政策和積極的財政政策向經濟注入更多貨幣以外，更重要的是提振居民和企業的信心與消費投資意願，讓貨幣都流通起來，貨幣流通速度加快了，經濟也就起來了，就業、收入以及民衆的幸福感都會隨之上升。

1至5月新增貨幣最終流向(萬億元人民幣)



M2與CPI變幅

