

中德經貿合作並非零和博弈



廟堂江湖 沈凌

德國波恩大學
經濟學博士

筆者寫的經濟評論文章大多是關於中國經濟，因為熟悉；很少評論德國經濟的，因為陌生。但最近中國國務院總理李強把首次出訪放在了德國和法國，凸顯了中國經濟外循環中歐洲的重要地位。但德國的「去風險化」回應，讓人感受到很多不解。

筆者做投資三十年，當然知道風險控制的重要性。任何投資的成功，都離不開有效的風險控制，因此有人認為金融投資就是一種風險控制的科學與藝術。不過，投資人士也都知道：收益是和風險相伴的。高回報伴隨著高風險，風險只能合理控制，從來沒有辦法完全取消。如果去追求一種完全去風險化的投資策略，那麼即便有，也是一種極低收益的投資策略，從來不會是最優的投資策略。

與中國做生意，為西方特別是德國帶來了巨大的收益。正如李強形容的，「我們的公務用車一度都是桑塔納，我們的身體檢查都靠的是西門子CT機，直到現在大眾公司的主要利潤來源地還是中國。」獲取如此巨大收益的同時，當然伴隨著風險。在中國人看來，技術進步，超越大眾和西門子，總是一個應該有的目標。就像中國學生參加高考一樣，擺在桌子上的數學題，總要去想盡辦法解答出來，不能永遠跟在後面亦步亦趨吧？這是一個中國學生應該有的態度。當然從德國老師角度看，教會了學生餓死了師傅，當學生慢慢趕上來的時候，師傅的心態有所保留，也是自然。

不過，靜態零和博弈並不屬於有關國際經濟合作的基礎理論。在國際貿易和經濟合作中，經濟增長和技術進步產

生的動態均衡才是更為廣泛的理論模型。德國公司當然要維護自己的知識產權，但同時也不應該把先進技術束之高閣，在面對中國這樣一個大市場時，眼睜睜錯過機會。要知道，任何技術都不可能永遠不被超越，即便真的永遠領先，但也需要在經濟活動中產生現實收益，才能覆蓋當初的研發成本，並獲得利潤投入到下一個研發活動中去。最近筆者收拾房間，一個不小心打碎了十多年前從威尼斯帶回來的花瓶。花瓶只要被天使用，總有被打碎的概率；但不能為了保護它不被打破，就把它放在保險箱裏。那樣的話，這個漂亮花瓶還有什麼存在意義呢？

技術壁壘損人不利己

中國經濟增長，當然會帶來對德國產品和技術的衝擊，市場競爭會侵蝕掉一部分原本屬於德國公司的利潤。但同時，中國14億人變得更加富裕，市場規模相當於現有發達經濟體的總和。在這個市場中，德國公司可以獲得巨大的增量利潤。其實從過往四十年國內消費偏好可以看出，德國產品在中產階級群體中享有極高的聲譽，甚至遠超其他發達經濟體。所以，從收益角度來說，融入中國市場、更加好地服務於中國消費者，對於德國企業來說是無比正確的事情，遠超技術競爭的擔憂。

在中國經濟增長的過程中，經濟結構有時會出現調整，並不是所有德國公司都能夠在中國市場獲得超額收益，而是那些最能夠理解中國消費者心態，並且首先滿足他們需求的商家才能夠獲得市場優勢地位。德國政府除了用謹慎的心態保護本國技術領先優勢之外，是不是應該用更加積極的心態，促進和擴大與中國的合作，幫助德國公司進入到這個市場規模龐大的新興經濟體？就像過去四十年來德國政府一直所做的那樣。



房地產銷售在二季度雖則有所回暖，但是4月份以後又掉頭向下。

過去三年，外需復甦快於內需是中國經濟不均衡恢復的重要特徵。基於外部環境動盪不安，對中國經濟影響加深的基本判斷，去年底中央經濟工作會議將着力擴大內需放在2023年五項重點工作之首，並強調把恢復和擴大消費需求擺在優先位置。那麼，今年消費復甦情況究竟如何，本文擬結合數據進行分析。

提振市場信心 着力擴大內需



集思廣益 管濤

中銀證券
全球首席經濟學家

我們在討論居民消費的同時，也是在討論企業收入。兩者的行為既有相似也有差異。雖然都是預期主導，並受流動性和政策等因素影響，但居民有「報復性」消費的衝動，而企業只有長期投資的打算。因而，社會消費品零售總額增速走勢（復甦趨勢）離不開去年低基數下的補償性消費，而複合均速趨勢則會影響企業擴產和招工等長期決策，尤其是社零統計來自供給端。

消費復甦是客觀事實。今年一季度，最終消費支出對經濟增長貢獻率為66.6%，較2020至2022年同期均值高出8.9個百分點。今年前五個月，社零同比增長9.3%，較一季度提高3.5個百分點；商品零售同比增長7.9%，提高了3個百分點；餐飲收入同比增長22.6%，提高了8.7個百分點。

然而，消費復甦的動能趨於下降。前五個月，社零四年複合平均增長4%，較一季度下降了0.3個百分點；商品零售複合平均增長4.2%，低了0.4個百分點；餐飲收入複合平均增長2.8%，低了0.1個百分點。而且，與2015年至2019年的同期均值相比，社零、商品零售和收入分別低了5.7、5.4和7.8個百分點。

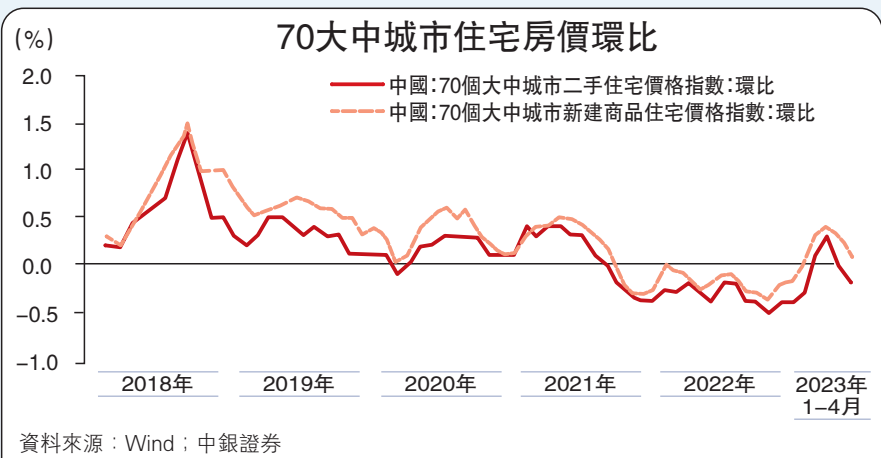
分商品看，消費復甦依然不均衡不充分。從復甦趨勢看，前五個月，11個限額以上零售分項中有7個出現增速下滑，中西藥品零售降幅最大，可能與去年同期疫情衝擊形成的高基數有關，而汽車、通信器材類和金銀珠寶的三大消費品回暖形成支撐。從動能放緩看，僅3個分項沒有出現下滑，有7個分項低於整體下降0.6%的水平。從疤痕效應看，有9個分項低於整體增速水平，且平均較2015年至2019年同期均速低了6.2個百分點，明顯超過整體水平1.9個百分點的降幅；僅3個分項高於2015年至2019年均值，其中，金銀珠寶可能是消費升級，也可能是儲蓄保值，而汽車依然構成支撐作用。房地產後周期消費家電、傢具和裝潢的「疤痕效應」屬於意料之中，進一步佐證房地產周期下行。

股樓回報下跌 資金流向儲蓄

不考慮流動性限制或收入約束情況下，我們以簡單的兩資產配置（儲蓄和消費）模型理解居民消費堵點。消費回報收益率可以近似於物價變動和預期，而儲蓄回報率可以近似於投資回報率。兩者不一定相等，但有共通之處。房地產比較特殊，既有投資和儲蓄屬性，也有消費屬性，因而可以放在消費和儲蓄一起討論。

居民增加儲蓄可能是基於長期回報率下行的預期。一般情況下，儲蓄的流向主要是房子、股市和理財。

首先是房地產下行周期越發明顯。央行居民問卷調查數據顯示，居民投資佔比在2015年二季度見頂後震盪下行，今年二季度環比下降1.3個百分點，且較2019年底下降8.8個百分



點：房價上漲的預期降幅更大，環比下降2.6個百分點，且較2019年底下降10.6個百分點。

其次是當前股市結構性行情突出，未形成財富效應。今年上半年，雖然滬綜指數上漲了3.7%，但是萬得基金重倉指數依然下挫了3.3%，說明廣大基金散戶也沒賺到錢。

最後是理財，包含了債券、大額存單和貨幣基金等。雖然理財收益率已經跌至歷史新低，但是利率預期下行狀態下，居民想着早存能吃更高利率，搶奪大額存單屢見報端。而且，利率下行預期也會帶動房貸利率預期下行，進一步推遲購房計劃。

居民減少消費，既有信心不足，也可能受到了「價格下行」的預期影響。消費者信心和消費代表股茅台的股價高度正相關，茅台曾經一度被奉為消費升級的代表指標。在經歷了今年一季度的反彈後，4月、5月份茅台價格指數同比回升中斷，結合房地產銷售、製造業PMI（採購經理人指數）和出口增速等指標走弱，居民消費信心短期可能再次「受挫」。大部分居民不懂深奧的經濟學，對價格的預期形成來自周圍商品價格的觀察。中國核心CPI（消費物價指數）自2020年以來連續三年低於1%，今年前五個月同比增長0.7%，疊加折扣優惠、財政補貼和消費券等信息的長期「洗腦」，居民可能不著急「買買買」。只要居民不著急，着急的只會是庫存高企的商家。

企業降本增效 就業市場添壓

最後還是要說一下收入不足的問題。「能消費、敢消費和願消費」的前提條件是金融安全感。其中，勞動報酬是最重要、最穩定的收入來源。統計局數據顯示，2020年至2022年，中國全部規模以上企業就業人員年平均工資名義增速分別為6.1%、10.3%和5%，平均增長7.1%，低於2019年2.1個百分點。過去三年，零售波動明顯大於以往，加上一些政策的不確定性，造成企業信心不足，普遍存在「降本增效」。這也直接造成了就業市場結構性壓力較大。

內循環存在堵點需要政策來疏導。當居民不願自主加槓桿和企業槓桿率已經較高時，政府是唯一的穩定宏觀槓桿率選擇。今年4月份以來，市場小作文「滿天飛」，各種政策猜測層出不窮。但任何政策都是有成本的，需要多方面權衡。

傳統逆周期調節「三板斧」分別是降息、促消費（大件商品）和房地產政策。利率方面，6月中旬，央行

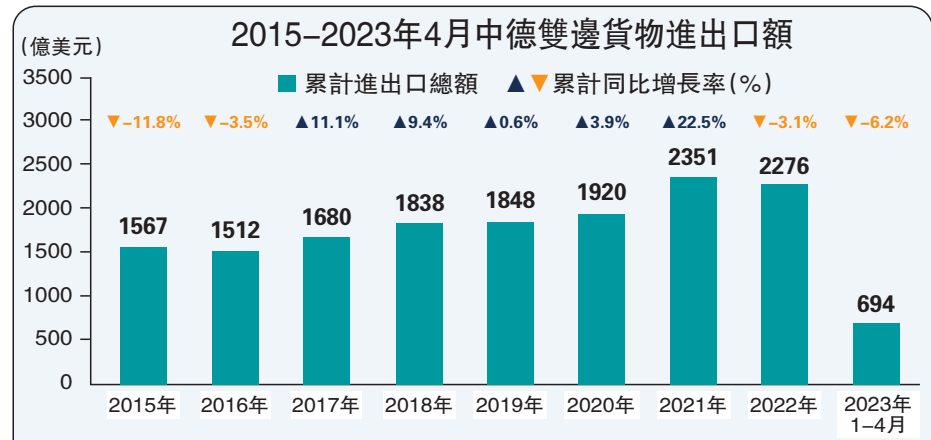
意外降息，進一步鞏固經濟復甦基礎和提振信心。在此之前，貨幣政策已經使出「洪荒之力」，降準和結構性政策均已發力。由於M2（廣義貨幣供應）持續高增，貨幣流通速度明顯下降，今年一季度已經低於日本。即便對匯率波動容忍度提升，但降息不一定能夠避開流動性陷阱，卻可能加大金融空轉的風險。

促消費方面，6月19日，財政部、稅務總局和工信部發布公告，新能源汽車購置稅減免政策再次延長；6月29日，國務院常務會議審議通過《關於促進家居消費的若干措施》，指出家居消費涉及領域多、上下游鏈條長、規模體量大，採取針對性措施加以提振，有利於帶動居民消費增長和經濟恢復。但一些政策可能已經超前「透支」需求，政策效果有所鈍化。以新能源汽車為例，中汽協數據顯示，今年前五個月新能源汽車銷量294萬輛，同比增長47%，依然是消費的絕對亮點，但較去年同期增速依然下降了64個百分點。

房地產是市場關注焦點。房地產的重要性無需贅述，政府也認同房地產是重要民生行業。今年以來，地方政府因城施策各顯神通。據中國指數研究院統計，2023年上半年，全國已有百餘城出台房地產調控政策超300次。結果卻不盡如人意。雖然房地產銷售在二季度有所回暖，但是4月份以後又掉頭向下。統計局數據顯示，5月份，70個大中城市二手住宅價格環比再次轉負。

雖然房地產傳言層出不窮，但是政策需要慎之又慎，既不能重走老路，也不能搞一刀切，要建立促進房地產市場平穩健康發展的長效機制。6月26日，住建部部長倪虹表示，要為人民群眾建造好房子，提高住房品質，探索建立房屋養老金制度，為房屋提供全生命周期安全保障。6月29日，中國國際經濟交流中心副理事長朱民在夏季達沃斯論壇上表示，今年在需求側首次有所下降，尤其注意到去年結婚的人口不多，房產市場需要改革確保不要發生系統性風險。

總而言之，居民消費疲軟是新冠疫情的後遺症，「久病不起」可能造成「類通縮」預期根深蒂固。中國經濟在穩定房地產的同時也要找到新的增長引擎，並能創造有效就業需求。「大水漫灌」確實能短期提振通脹預期和引導利率回升，但是低質量的增長可能會在未來引發更大的麻煩。堅持在發展中解決前進中的問題，中國政府不缺乏勇氣和智慧，必然有辦法提振市場主體和居民的信心。



適時微調按揭 重建換樓階梯



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

新盤市場上月大吹淡風，整體推盤量顯著回落，最終只有兩個新盤展開推售，推盤量僅約1000伙。因應新盤銷售大減，令6月銷售只有618伙，較5月約1140宗顯著回落接近一半，亦是自今年1月以來的四個月新低，加之上月新盤以中小型住宅為主，令銷售金額大幅回落。

整體而言，新盤市場今年上半年可謂「陰晴不定」，曾經一度相當熱鬧，兩、三個大型新盤同期登場，但亦「時吹淡風」。保守估計，上半年新盤銷售相信只有6300伙左右。雖然較去年同期4785伙回升三成以上，但仍然不及2021年以至2020年疫情期間的水平。換言之，即使疫情過去，但新盤購買力仍然審慎。

樓市淡風 買家轉趨審慎

今年上半年樓市陰晴不定，主要受加息陰霾影響。息率高企背景下，不少銀行將短期存款息率調高到4厘至5厘的高水平，導致投資意欲回落，買樓收租

變得不吸引。也因此，目前樓市成為用家主導的市場，買家入市心態亦趨於審慎，令近期樓市再吹淡風，無論一、二手交投均明顯轉趨淡靜。

雖然近期樓市「陰晴不定」，但亦有「好消息」出台。財政司司長陳茂波早前已透露有意放寬首置按揭，日前又在電台節目指出，特區政府稍後會出招協助換樓客，希望聚焦買樓自用的市民，將目前按揭保險只限自住「首置客」，也會考慮研究幫助「換樓」的市民，可以以較高按揭成數作換樓。

由於在目前按揭保險計劃下，首置用家購買中小單位已經可以借到九成按揭，但如果希望換樓，按揭成數將跌至五、六成，因此即使有新家庭成員需要換較大單位亦有困難，特區政府應仔細考量在平衡保障金融安全與首置業主利益。

大家亦明白現時的按揭限制。過去數年間換樓市場一直受壓，新盤銷售亦集中於1房以至2房的中小型單位，只借五至六成，大大增加了換樓客的門檻，換樓意欲亦隨之減低。深信特區政府及金管局會盡早「微調」按揭限制，重建換樓階梯，讓換樓客可以更加輕鬆換樓，這樣才可以令樓市更加健康的發展。



過去數年間換樓市場一直受壓，讓換樓客活躍起來，可令樓市更為健康的發展。