

美家庭儲蓄銳減 消費放緩



微觀經濟 周浩

國泰君安國際
首席經濟學家

又到年度展望的時節，在過去一年中，市場對於美國經濟的判斷出現少見的集體失誤，並一再錯失調整「良機」。對於美國經濟在未來12個月的表現，筆者的看法是整體經濟走勢將前低後高。

預測美國經濟走勢，避不開消費的討論。消費佔GDP（國內生產總值）的比重高達七成，幾乎以一己之力影響著美國經濟的走勢。同時，市場中關於勞動力市場、超額儲蓄、工資等一系列討論，其實都與最終消費息息相關。

從勞動力市場表現來看，近期已經出現持續走軟跡象。美國就業市場的指標較多，似乎難以得出一個綜合判斷，較為常用的綜合指標是堪薩斯聯儲編製的美國勞動力市場狀況指數。根據這一指數，美國勞動力市場狀況目前處於自2022年以來的最低點，這在很大程度上印證了勞動力市場在逐步降溫的判斷。

與此相關的是「超額儲蓄」。由於美國經濟表現一直超預期，市場此前認為的超額儲蓄即將耗盡的看法，也已經被證偽。到目前為止，「超額儲蓄」的規模市場仍然有爭議，大致的預測區間在3000億美元至2萬億美元之間，儘管差距較大，但可以確定的是，美國家庭的超額儲蓄已經從高點回落，其對消費拉動的邊際效應也在快速消退。與此同時，美國家庭的儲蓄率目前處於下降趨勢中，這也意味著日常的消費可能更多消耗日常儲蓄。

儘管美國經濟在過去的一段時間中表現出了超常的韌性，但從收入端到儲蓄端並延伸至負債端，我們都發現了家庭消費放緩的跡象，因此對於未來消費增速的預期不應過高，也不能簡單線性外推此前的消費趨勢。考慮到財政端面臨的「非擴張性」現實，有理由相信，美國的整體消費需要經歷數個季度的周期性放緩。

財政政策對於2023年美國經濟的推動作用顯而易見，但在2024年，美國的整體財政支出將大概率是「非擴張性」的。高達33.7萬億美元的巨額債務及「歷史級」的利率環境意味著美國2024年的財政狀況將會更加棘手。筆者認為2024財年美國聯邦政府支出端增長幅度會略高於收入端，由此推動預算赤字擴大1000億美元至1.8萬億美元左右，佔GDP比重將微升至6.4%。

在支出端，2024財年美國聯邦政

府支出或將擴大至6.7萬億美元。根據拜登政府2023年3月提交的2024財年預算草案（下文簡稱「預算草案」），凝聚「拜登經濟學」的四大法案依舊是新的財年政府支出的主線邏輯，預計全財年支出規模將增長至6.9萬億美元。但是2023年6月通過的《財政責任法案》（Fiscal Responsibility Act）在推遲債務上限的同時削減了2024財年可選支出上限，尤其是將非國防支出上限調降至低於預算草案約1400億美元，這對財政支出擴張形成了較大的束縛。

在收入端，2024財年美國聯邦政府收入或將提升至4.9萬億美元。2024財年預算草案擬提高包括資本利得稅、「億萬富豪稅」、個人及企業所得稅在內的多個稅種稅率，但是基於美國年初與目前整體經濟狀況的考量，筆者認為2024財年美國聯邦政府收入將會提高4700億美元至4.9萬億美元，但低於預算草案的5萬億美元。收支相抵，聯邦政府的財政赤字將擴大至1.8萬億美元，佔GDP比重微升至6.4%。

政府支出前緩後急

向前看，美國財政支出節奏將大概率保持「前緩後急」的態勢。未來美國財政支出將受到兩方面的限制，一方面是仍然處於高位並可能會繼續增長的利息支出，另一方面則是受到財政赤字的限制，整體支出也將顯著缺乏「擴張性」，這也意味著美國經濟動能將受到拖累。尤其在2024財年的開始階段，財政部需要保持一定的財政開支紀律，以平抑市場對於未來發債規模的質疑和擔憂。到了2024財年後期，由於大選將進入收官階段，拜登政府對加大開支的訴求也會更大，財政開支也會更加順應「政治周期」而進入加速期。

總體而言，美國經濟在2024年將呈現「前低後高」的走勢。美國經濟增速會在2024年一季度觸及下行的底部區間，並從二季度開始逐級抬升。財政緊縮壓力逐步緩解、加上貨幣政策方向的進一步確定，是推動經濟增長的主要力量。筆者預計，2024年美國經濟增長將達到1.4%，低於今年約2.4%的水平。

通脹在2024年的表現會相對溫和，中樞水平大約保持在3%左右，低於今年5%左右的水平，但仍然高於2%的美聯儲中期通脹控制目標。從這個角度而言，通脹並不一定觸發美聯儲降息，美聯儲的降息更可能由市場因素觸發——比如說美債利率再度大幅上行，抑或是股票市場出現意料外的劇烈動盪。



◀ 中國明年的經濟增速可能低於今年，但有望明顯高於去年和今年的平均值。

2023年中國經濟增速回升，經濟呈明顯復甦特徵，但經濟復甦並不同步，存在多方面分化現象。2024年，經濟增長需要投資發揮更多支撐作用，促進經濟保持復甦態勢。在積極政策支持下，當前處於低位的房地產投資和民營企業投資有望逐漸恢復。

穩增長關鍵是穩投資

交銀觀察 唐建偉 劉學智

交通銀行金融研究中心
首席研究員、高級研究員

今年中國經濟復甦動能分化：

首先，雖然2023年經濟明顯復甦，但是增長勢頭還未恢復到疫情之前水平。使用國家統計局發布的季度GDP（國內生產總值）數據，將環比複合值進行年化計算，可以得到GDP季度複合增長指數。從2016年到2019年，該指數呈直線上升趨勢；2020年受疫情影響，該指數顯著回落；低基數促進2021年一季度回升到趨勢線水平，但二季度之後一直到2022年走勢都較弱。今年以來，該指數有所上升但走勢平緩，仍然低於疫情之前趨勢線，表明經濟還未全面恢復。

其次，三大需求對經濟增長的拉動和貢獻率出現顯著分化。今年前三季度GDP同比增長5.2%，高於年度經濟增長目標。在三大需求中，消費對GDP增速的拉動為4.4%，對經濟增速的貢獻率高達83.2%，顯著高於2022年。投資對GDP同比的拉動為1.6%，對經濟增速的貢獻率為29.8%，基本保持穩定增長。由於出口負增長，淨出口對GDP增速的拉動為-0.7%，對經濟增速的貢獻率為-13.1%。

再次，投資結構出現明顯分化。在三大投資類別中，基建投資保持穩健增長，製造業投資逐漸企穩，但房地產開發投資持續下降。1月至10月狹義的基礎設施投資增長5.9%，廣義的基建投資（含電力等）同比增長8.3%，新能源產業快速增長對基建投資的帶動作用顯著。1月至10月製造業投資增長6.2%，三季度逐季回升勢頭。1月至10月房地產開發投資同比下降9.3%，商品房銷售和開發投資降幅都持續擴大，成為拖累經濟增長的重要因素。

全球增長預期放緩

從投資主體來看，國企投資增勢保持較好，而民營投資持續低迷，仍然存在顯著的分化特徵。今年1月至10月國有控股企業投資增長6.7%，而民間投資和私營企業投資分別同比下降0.5%和下降5.6%。經過3年疫情，不少民營企業消耗比較大，當前投資的時候存在心有余而力不足的情況。由於需求不足問題仍然存在，市場前景不明朗，預期改善較為緩慢，民營對中長期投資依然保持謹慎。

在三大需求中，出口和消費增長的增長空間相對有限，經濟增長需要投資發揮更多支撐作用。

一方面，全球經濟增長預期放緩，中國出口仍有下行壓力。IMF（國際貨幣基金組織）最新發布的《世界經濟展望》報告中將全球經濟

增速的基線預測值，從2022年的3.5%下調至2023年的3.0%和2024年的2.9%，遠低於過去20年（2000至2019年）3.8%的歷史平均水平。地緣政治等因素導致的全球產業鏈重構，脫鉤斷鏈等現象逐漸顯現出負面效應，也將對中國出口帶來一定壓力。

另一方面，消費復甦仍存「疤痕效應」，消費對經濟增長拉動作用可能減弱。受消費復甦的疫後「疤痕效應」影響，2023年中國社消零售修復斜率相對較緩，相較疫情前趨勢仍有差距。隨着居民部門槓桿率上升、預防性儲蓄增多，消費意願和消費信心修復可能仍需要一段時間。消費復甦在不同領域也存在分化。新能源車銷售增勢較好，滲透率保持在30%以上。但受房地產銷售下行的影響，建築及裝潢材料類零售同比下降明顯。

樓市信心亟待改善

2024年中國經濟增長的關鍵在於穩定投資，主要從三方面入手：

首先，穩投資仍需政策繼續發力。財政政策發力空間較大。2023年前三季度，一般公共預算支出和政府性基金支出合計佔GDP的比重年化約30.2%，從2020年9月以來趨勢性下降。以一般公共預算+政府性基金預算+政策性銀行債融資+PSL（抵押補充貸款）融資+專項債融資計算的廣義財政赤字率，2023年以來也呈現下降趨勢。由此可見，財政政策還有較大發力空間。

筆者預計2024年積極財政政策將加碼擴圍，中央財政加槓桿發力，提升赤字率至3.8%左右，加大穩增長、防風險力度。地方政府專項債繼續擴容，新增額度提升到4萬億元（人民幣，下同）以上，使用範圍進一步擴大。擴大PSL、政策性銀行債券等預算外結構性融資工具，創造更多的政策着力點。

其次，穩投資重點是穩地產。房地產政策將進一步轉向積極。中央金融工作會議提出，要促進金融與房地產良性循環，一視同仁滿足不同所有制房地產企業合理融資需求，加快保障性住房等「三大工程」建設。2024年對房地產企業融資支持力度將加大，除了繼續推進保交樓貸款支持以外，將更大力度提供房企紓困再貸款，有助於穩定房企現金流、緩解房企信用風險。地產政策將延伸到廣義房地產領域，重點支持保障性住房、城中村改造和平急兩用基礎設施建設，這可能成為2024年拉動投資、改善銷售的有力舉措。

地產投資和銷售有望企穩改善。對比日本、美國住宅下行幅度最大的一次周期走勢，近一輪中國住宅投資和新開工下滑速度較快，供給端已接近深度調整水平。同時，隨着「三大

工程」建設加力推進，後續住宅投資開工降幅有望收窄。中國超大特大城市共22個，根據人口普查和民政部數據估計其中的城中村家庭戶可能超過1000萬戶。城中村改造能夠帶動商品房銷售改善，同時也將拉動房地產投資。

在需求端，住房銷售調整已較為充分，築底過程或接近尾聲。隨着政策的進一步放鬆，居民收入和房價上漲預期逐漸改善，住房銷售數據將逐漸改善。從中長期視角來看，按照城鎮化發展的一般規律，2023至2030年中國城鎮住房的潛在增量空間在年均10億平方米左右。

再次，穩投資更需促進民間投資。今年出台了大量支持民間投資的積極政策，不斷給民營企業家注入強心劑。上半年中央政府發布了《中共中央國務院關於促進民營經濟發展壯大的意見》，8月1日國家發展改革委等部門聯合發布了《關於實施促進民營經濟發展近期若干舉措的通知》，11月27日，中國人民銀行、金融監管總局、中國證監會等八部門聯合印發《關於強化金融支持舉措 助力民營經濟發展壯大的通知》，提出支持民營經濟的25條具體舉措。民營企業的融資支持力度持續加大，各方面配套支持措施加緊落實，將提振民間投資信心、促進民間投資穩步增長。

明年市場需求回穩

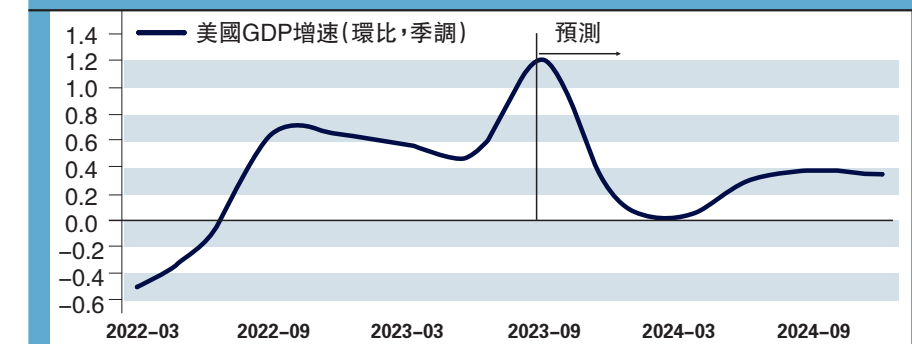
投資對經濟增長的貢獻力度將加大，消費保持穩健增長，將促進中國經濟延續復甦態勢。目前企業產成品庫存、原材料庫存、存貨增速等指標已經在底部企穩，生產端正在迎來庫存周期回升階段，隨着經濟復甦和市場需求的改善，預計經濟增長的內生動力逐步增強，GDP環比呈增長態勢。由於2022年低基數使得2023年經濟增速偏高，2024年經濟增速可能低於2023年，但有望明顯高於2022年和2023年的平均值。

筆者預計2023年經濟增長5.3%至5.5%，2022年和2023年GDP平均複合增速為4.2%至4.3%。2024年將是中國經濟回歸潛在增長率的開始，預計GDP增速在4.8%至5.3%。

再通脹將促進名義GDP增速加快。2023年前三季度實際GDP和名義GDP增速分別為5.2%、4.9%，GDP平減指數為負值導致名義增速低於實際增速。預計2024年CPI（居民消費價格指數）將溫和上升，PPI（生產者出廠價格指數）同比回到正增長，GDP平減指數回升到正值，將對名義GDP起到推動作用。這就意味着，實體經濟的感受會明顯提升，2024年工業企業的營收和盈利也有望轉為正增長。

（本文為作者個人觀點，不代表供職單位意見）

美國GDP增速短期料急挫



沙特ETF上市 港金融大有作為



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

賬及GDP增長高於定期息口的時候，在銀行內的資金就會變為市場購買力了。

金融市場東升西降

又說回金融中心，很多人都指出香港IPO集資排名由全球第一跌到第八，比印尼還要低，但筆者有個老友提醒稱，應該要看現在全球集資最多的頭兩名才可見圖畫。全球集資最高的交易所是上交所，第二高是深交所，二者集資總額已經高於排名靠後的6個交易所相加的總額。看到IPO集資的趨勢就知道，東升西降已是清晰可見，香港減少了的IPO不完全是因為美國加息的衝擊，雖然這個是有不少困擾，但最重要的原因是上海與深圳資本市場的成熟。

香港曾經是最大集資的金融中心，是因為很多內地公司來港集資，現在企業都在內地上市，是否代表香港金融中心從此褪色，筆者認為不是，這僅為一個合理的金融發展過程。香港的「一國兩制」優勢仍然存在，最近沙特ETF在香港掛牌上市，正是香港新的特色。我們的確是要靜候良機、虛位以待，特區政府官員也要更加努力，但是香港市民亦應守好本分，不要為社會增添埋怨及負面的氣氛。

近期坊間熱談「香港成為金融中心遺址」，筆者認為香港的確面對考驗，但考驗本是平常事，甚麼時刻都存在。

近日網絡平台機構根據不同經濟體的銀行存款對比GDP（本地生產總值）作了一個統計，很多國家的銀行存款只是佔GDP的百分之幾而已，甚至有印銀紙「無邊威力」的美國只是去到較高的101%，但香港竟達403%，在全球中僅次於盧森堡。

表面上看，香港的樓市及股市不景氣，所以人們都將資金做了定期存款，但因果關係其實可以倒轉，就是擁有資金的人在局勢不明朗下選擇了多做定期去收高息。這是「有錢人」的正確決定，不應當成是樓市泡沫爆破、甚至香港經濟結構性崩潰。因為整體購買力和財富都沒有消失，事實是香港成為全球資金池，大多數人的財富正結實地全面增長。

在這個特性下，如果經濟環境改變，例如定期息口沒有那麼高，或者通