

中國消費行為的宏觀趨勢



實話世經 程實

工銀國際首席經濟學家
董事總經理

「以所見可以佔未發，睹小節固足以知大體。」深入了解中國消費行為的變化，我們發現中國消費者行為逐漸呈現個性、務實、簡約、求質的趨勢特徵。從宏觀角度來看，在社會老齡化和房地產市場調整的背景下，中國的消費模式與日本相似，但特徵細節更加複雜多樣。從東部地區到西部邊陲，中國龐大而多樣的市場導致了地區間消費偏好存在差異。同時，人工智慧和互聯網的發展也使得區域間的消費偏好更加緊密地相互滲透。

首先，中國消費偏好與90年代末至千禧年後的日本消費偏好存在相似性。基於我們的報告《中國消費「日本化」了嗎？》，日本消費的四次變化與經濟發展的軌跡高度相關。第一階段，經濟高速增長時期（1950-1970年代初）。在此階段，日本經歷了高速的經濟增長，日本居民可支配收入顯著提升。伴隨房地產市場的興起，日本耐用消費品（以汽車和家電為代表）支出快速增長。這一時期，日本消費者追求西式的生活方式和消費模式。第二階段，石油危機時期（1970年代中後期至1980年代初）。兩次石油危機對日本經濟產生了重大外溢衝擊，消費者收入減少，地緣不確定導致社會消費信心下降。這一時期，日本經濟開始從高速增长轉向穩定增長，消費者的消費行為也變得更加謹慎和理性。第三階段，泡沫經濟時期（1980年代中期至1991年）。在這一時期，空前繁榮的地產和股票市場使得社會財富效應顯著放大，消費者信心和消費支出大幅增加，奢侈品消費和高端消費品的需求大增。第四階段，反璞歸真的理性消費（1991-2008年）。隨著日本房地產泡沫破滅以及社會老齡化進一步加劇，居民消費能力和消費信心「斷崖式」下跌。這一時期，居民更多地追求精神層面的消費。例如，日本娛樂消費支出佔比上升，人們的飲食開始轉向精緻和健康，同時低價商品越來越受到青睞。第五階段，經濟緩慢復甦和新消費崛起（2009年至今）。隨著千禧一代和Z世代逐漸成為消費主力，日本社會的消費偏好出現了新的變化。日本年輕人越來越注重內心的歸屬感和高效

的社會關係，偏好地方傳統特色和極簡主義風格的產品和服務，高奢消費增速放緩。縱觀日本消費偏好的歷史轉變軌跡，從西式到本土品牌的轉向，從奢侈品到優質平價品牌的轉移，從大型家庭消費到小型化、個人化消費的趨勢，以及從物質消費到精神消費的轉變，均反映了消費者對品質、自訂和理性消費的追求。當物質充裕後，人們開始更加重視商品的精神屬性，追求「小確幸」。

追求簡約務實

其次，在社會老齡化加速和房地產市場調整的經濟周期背景下，中國居民消費行為偏好與日本在90年代至2008年期間存在一定相似性。具體來說，中國居民的消費擴張預期趨於放緩，更多的消費者開始追求與當時日本社會相似的簡約、務實、求質的消費方式。然而，與日本相比，中國居民的消費偏好呈現的特徵更加複雜多樣。

第一，從市場結構和地理空間來看，中國市場規模和深度遠大於日本，這導致中國各區域間消費偏好差異化程度較大。在經濟發達的省份，價格因素在效用函數中權重相對較低，人們偏好追求品質和品牌（根據百度指數，東部省份對於品牌的搜索佔比普遍高於西部地區）；在中部或西部核心城市群價格因素與品牌效應並重；而在邊疆（如內蒙古、新疆等）消費偏好更加務實，其中多數消費與生活必需品有關。比如，2022年西藏人均食品煙酒支出佔比超過30%（位居全國前列），而教育文娛消費支出佔比僅為5%（為全國最低），反映出西部地區消費重心仍在食品等必需品消費。相似地，以哩哩哩資料為例，中西及東北地區美食直播佔比超過80%。

第二，人工智慧和互聯網科技快速發展進一步放大中國消費偏好的變化。與90年代的日本不同，當前全球正處在人工智慧技術快速反復運算的時期，技術變革對中國居民消費偏好的影響具有複雜性。區域間的消費差異正通過互聯網和人工智慧技術進行傳導，使得不同區域間消費場景的感受和體驗可以通過互聯網與人工智慧技術（VR、AR）被消費者快速理解和感知。以近期南方遊客去哈爾濱旅行為例，通過大資料精準推送和消費差異場景放大，使得區域間的消費偏好更加緊密地相互滲透。



中國市場規模和深度都大，各區域間消費偏好差異化程度較大，經濟發達省份的人們消費追求品質和品味。

北水買港樓 較本地客積極



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

政府在2月底撤銷樓市辣招，帶動樓市在3月份迅速升溫，成交以倍數計增加。在港人喜歡北上消費之際，愈來愈多內地客南下來港買樓，而且入市態度比港人更積極，成為了近期樓市交投大爆發的引擎。

今次樓市快速轉熱，內地人成為了「先頭部隊」帶動大市。這批內地人購買物業的數量頗為驚人。對他們而言，今次撤辣是大好時機的入市；原因其實很簡單，內地買家見香港撤銷辣招，對香港樓市的未來抱有希望，加上內地樓市表現欠佳，本身已有先天優勢的港樓，就成了相對穩健的投資。

當然，最重要的是撤辣後內地人購買香港物業，再不用繳付巨額的辣招稅（樓價30%），變成本大減，加上這幾年香港的樓價回調了約25%，令他們感覺這時候來港置業，就如同「半價購物」，十分划算；而且，目前在香港買樓收租，回報率動輒有三至四厘，而且港樓租盤需求大，絕對比內地樓容易

租出。既然有這樣多的好處，當然很容易就可以決定。

至於香港人，雖然亦受惠於撤辣，但部分人經歷過去幾年的困境，對樓市前景仍未夠信心，終日會擔憂旺市只屬曇花一現，所以仍會糾結於入市與否。不過，有剛性需求的港人，以及一直在場邊等待機會的投資者，近期亦開始入市。所以，大家其實也不用太擔心近期樓市的旺勢可否持續。

事實上，內地人在香港這樣購買物業（西餅客），在「小紅書」或其他社交媒體視頻不斷播放，這種「互相感染」下的氣氛，會愈來愈熾熱，內地人來港購買物業的數量，亦將會逐步增加。

此外，內地增加了青島及西安兩個港澳自由行政市，相信對香港的旅遊、飲食、零售等都有幫助。這批旅客遊港期間，亦可能會找機會了解一下香港的樓市狀況，以及參觀香港的新樓盤，進而起了來港置業的興趣。內地客積極入市，不但令市況會繼續向好，更會令香港人也願意變得樂觀一點，到時各類買家都考慮投入市場。本港樓市的成交量，相信仍會有一段頗長時間企穩在高位。



中國中西部要更好地吸引外資，當務之急是提升本地營商環境。

國面臨的外資流動，從國際收支平衡表視角來看，主要分為直接投資、證券投資與其他投資三大類。其他投資可以主要理解為跨境信貸。從穩定性而言，直接投資要比證券投資與其他投資更為穩定。從中國過去的實踐來看，其他投資的波動性要高於證券投資的波動性。

內地發力穩經濟 吸引外資流入



世經明察 張明

中國社會科學院
金融研究所副所長

最近一段時期以來，中國面臨外商直接投資流入規模下降與國際證券投資淨流出的現象。例如，從國際收支口徑來看，中國的外商直接投資流入額在2021年高達3441億美元，2022年下降至1802億美元，2023年進一步下降至330億美元。事實上，330億美元是自1994年以來的最低水準。又如，從國際收支口徑來看，中國的外來股權投資流入額由2021年的829億美元下降至2022年的344億美元，中國的外來債券投資流入額由2020年的1664億美元下降至2021年的937億美元，到2022年則顯著下降至-1423億美元（負值意味着外來債券投資的撤出）。

值得注意的是，2023年前三季度，外來證券投資淨流出325億美元，相比於2022年前三季度的1099億美元已經顯著改善。

由於證券投資、其他投資屬於波動性很大的短期投資，而外商直接投資屬於波動性較小的長期投資，因此，要更好地穩外資，就必須區分資本類型、釐清外流動機、提供差異化的應對方案。

加大股市改革 讓估值反映經濟

由於證券投資與其他投資主要決策者都是金融機構，金融機構更加偏重於短期收益，因此證券投資與其他投資流動具有很強的周期性，在很大程度上受到匯率、雙邊利差、資產價格走勢等指標的影響。例如，當人民幣兌美元匯率面臨升值壓力、中國國內利率高於美元利率（且利差處於擴大態勢）、中國國內股市表現火爆時，中國通常會面臨證券投資的淨流入與其他投資的淨流入。相反，一旦人民幣兌美元匯率面臨貶值壓力、中國國內利率低於美元利率（且利差處於擴大態勢）、中國國內股市表現低迷而美股表現火爆時，中國通常會面臨證券投資與其他投資的淨流出。

2022年至今，美聯儲加息10餘次，使得中美正利差（中國國內利率高於美國同期限利率）逆轉為中美負利差（中國國內利率低於美國同期限利率），且利差非常顯著。導致短期資本流動由中國流向美國，在外匯市場造成美元供不應求，推動人民幣貶值。值得注意的是，中美利差正轉負，意味美債吸引力更大，吸引國際債券投資從中國流向美國，使中國面臨證券投資中的債券投資淨流出。此外中美兩國股市表現差異，使中國面臨證券投資中的股票投資淨流出。

在過去，當中國國內利率高於美國利率時，在境外借款並將其轉運回國使用，無疑是利可圖的，這種跨境套利融資意味着中國會出現其他投資淨流入。相反，當國內利率低於美國利率時，本國主體從境外融資的動力將會顯著削弱，從國內貸款並轉運至國外使用的動力將有所增強，這將導致中國的其他投資專案順差下降，甚至轉變為逆差。



綜上所述，對於證券投資與其他投資的淨流出，不必過於擔憂。國際投資者歸根到底是逐利的，因此這類短期資本一定會向收益率更高的地方流動，因此波動性很強，可謂「一年河東，一年河西」。

要穩住中國的證券投資與其他投資，中國政府只需要做到如下幾點：第一，維持中國經濟增速的持續較快增長。作為一個大型發展中經濟體，中國經濟的潛在增速本就顯著高於歐美日。因此，在當下，中國政府需要實施更大規模的財政貨幣刺激政策，盡快消除負向產出缺口，讓當前經濟增速回歸潛在增速（當前約在5.0%-5.5%左右）。只要中國經濟增速回到了潛在增速，中國國內利率自然會從當前水準上升，而隨著美國通脹回落與經濟減速，美聯儲從2024年下半年起將會降息，中美負向利差將會逐漸收窄，甚至由負轉正，而中美利差的收窄與逆轉將會導致人民幣兌美元匯率企穩，甚至重新升值；第二，中國政府需要加大國內股市改革力度，要讓未來的股指變化更好地反映中國經濟的成長。只要中國股市的制度建設取得突破，一旦中國經濟增速回歸至潛在增速，中國股市的表現無疑是可期的。

換言之，只要中國經濟增速能夠回歸正常水準，以及中國股市建設取得進展，無論是證券投資還是其他投資，我們都不必擔心會持續流出。相比之下，真正值得我們重視的，是外商直接投資流入規模的顯著下降。

高質量開放與統一大市場

當前流入中國的外商直接投資主要有兩類。第一類是最終市場直接鎖定中國國內市場的外資企業。第二類是將中國作為加工裝配基地，產品出口全球的外資企業。

事實上，隨着中國經濟高速增长導致國內要素價格（尤其是勞動力價格）逐漸上升，中國吸引第二類外資企業的比較優勢，相對於印度、東盟國家、墨西哥等就在下降。不過，這類外資企業除了看重要素成本，還非常看重產業鏈配套狀況、基礎設施建設水準、資源能源保障能力等要素。而中國在這些領域的優勢依然顯著強於其他新興市場國家，這就導致，第二類外資企業在是否決定離開中國方面，還是非常糾結的。

中美貿易摩擦、新冠疫情，客觀上都加劇了第二類外資企業離開中國的速度。一方面，將生產基地移至印度、東盟國家與墨西哥，可以規避美

國政府對中國產品徵收的高關稅。另一方面，不少發達國家在新冠疫情爆發後都意識到，在產業鏈上過度依賴特定核心節點，在外部衝擊下可能是脆弱的。

無論如何，對於最終市場直接鎖定中國國內市場的外資企業而言，它們撤離中國的動機迄今為止還是非常微弱的。畢竟，中國是一個有着14億人口、人均GDP（國內生產總值）達到1.5萬美元，且依然在快速增長的巨型經濟體，中國市場的消費潛力是全球罕見的。更重要的是，中國政府當前正在致力於打造國內統一大市場，消除各種要素與商品在國內流動的障礙，打破行政力量主導的市場分割格局。而一旦國內統一大市場建設取得突出進展，中國國內消費增長將會再上一個台階。此外，中國政府正在努力建設共同富裕的社會。眾所周知，中低收入群體的邊際消費傾向更高，共同富裕的實現也意味着中國國內消費市場潛力的進一步迸發。因此，對於第一類外資企業而言，它們大概率將會選擇堅定地留在中國。

當然，毋庸置疑，無論哪種類型的企業，都對中國的營商環境高度關注。客觀而言，中國外資企業面臨的營商環境，要顯著好於中國的民營企業。但與國有企業尤其是央企相比，外資企業在要素保障、融資便利度、市場准入等方面可能還有一些差距。因此對外資企業而言，實施真正的國民待遇，也是它們的重要訴求。

那麼，如何穩住外商直接投資呢？首先，中國政府依然要盡快讓中國經濟回歸潛在增速。畢竟，誰也不願意放棄一個正在快速增長的巨大市場；其次，中國政府要進一步落實負面清單制度，並保證對國有企業、民營企業與外資企業實施真正一視同仁的國民待遇；再次，中國政府可以加快醫療、電信、金融等服務業開放力度，畢竟，很多服務業才是民營企業與外資企業真正渴望進入的藍海；第四，中國政府應該加快國內統一大市場的建設步伐，降低各類要素與產品在國內自由流動的障礙與成本。一旦這方面取得突破，對於第二類的外資企業而言，它們就未必需要轉移到印度、東盟與墨西哥，而是可以轉移到中國的中西部地區，這樣既能降低生產成本，還能充分利用中國國內在產業鏈配套狀況、基礎設施建設水準、資源能源保障能力等方面的優勢。當然，對於中西部地區而言，想要與其他新興市場國家競爭，盡快提升本地營商環境，可謂當務之急。