

傳統企業變革 須選對新航道



共創共享 戈峻
天九共享集團CEO

殊時期，進一步加速了老百貨消費人群的流失。

除了消費者購物習慣發生根本性變化，也有認為老百貨自身的因循陳舊，是導致其逐漸失去市場的主因之一。無論是經營模式、消費體驗、品牌形象和文化氛圍營造上均存在不足，缺乏趕上潮流的意識和投入，因此逐漸在市場競爭中失去優勢。最後得出的結論是：在當今日新月異的消費零售市場中，老百貨被市場淘汰是消費者用腳投票和市場適應性規律的必然結果。

主動求變 折騰不是盲幹

無疑，在這個只有創新才能發展的時代，不止老百貨，還有不少老行業、老產業都在變革的洪流中面對生存問題。當數字化、智能化變得越來越緊迫，這是每個企業遲早要過的坎。過不了這個坎，在市場競爭中的劣勢將越發明顯，這就是天時、不可抗拒，並不讓人意外。

但要說被市場淘汰是必然，這結論卻不盡然。傳統企業正面臨創新競爭的巨大威脅，選擇躺平肯定是束手待斃，但相信這絕對不是大多數企業家的主動選擇，只是我們不單要有面對時代挑戰的勇氣和底蘊，也要具備有效面對挑戰的法門。

可以說，企業家都是折騰出來的，科技創新的變革對傳統企業是一種折騰，因為他們被迫航行在充滿未知和挑戰的科技海洋中，但折騰不等於瞎折騰盲幹，而是要選好折騰的方向，排除障礙，有章法地去折騰。

正如大海航行靠領航，傳統企業要在科技的浪潮中了解和辨別未來趨勢，選對下一個高速成長的航道，同樣要借助外力引路。平台正是傳統企業的外力，平台有能力憑藉其專業，以遠高於市場平均水平的方式推演小趨勢，並在這些小趨勢中挖掘最能適應新科技時代下的航道。這個能力就像燈塔，指引未來的發展方向。除了照出康莊大道，平台可以撬動優勢生產資源，通過機制、跨區域落地等，為企業匹配所需，縮小資源水平差距，為企業避開暗湧，就如同領航員一樣為企業家處理「折騰」，讓企業更高效地邁向新航道。

最近有媒體報道，今年前三個月，全國便有10家老牌百貨關門歇業，有部分老百貨更是已經營運近70年之久。而今年頭兩個月，全國網上零售額按年增長15.3%至2.15萬億元（人民幣，下同），實現「開門紅」。因此有言論認為，市民消費潛力可觀，只是老百貨分不到一杯羹，被淘汰也是市場法則的必然結果。但在筆者看來，老百貨被市場淘汰非必然，關鍵在於他們是否拒絕躺平，借外力選好航道。

據中國零售商業綜合服務平台、聯商網零售研究中心統計，去年全國有21家百貨商場停業閉店，其中包括太平洋百貨、永旺、百盛、解百、大洋百貨、新世界百貨等。值得注意的是，截至今年3月底，再有10家老百貨宣布停業閉店，其中有5家徹底退出市場，另外5家屬升級或徹底拆除改建。10家閉店百貨店中，年資最淺的天津市濱海新區伊勢丹也運營了11年；而宣布拆除重建的上海六百和上海婦女用品商店，分別成立於1952年和1956年，已經營運近70年；天津伊勢丹南京路店、廣州番禺友誼商場和上海匯聯商廈也已運營超過30年。

上述歷史悠久的老百貨曾經是城市的繁華象徵，如今卻難逃市場淘汰，是什麼原因導致其衰落？顯然與整體消費力的升降也沒太明顯關係。商務部數據顯示，今年頭兩個月，全國網上零售額2.15萬億元，年增15.3%，其中實物商品網上零售額1.82萬億元，年增14.4%。春節期間，重點監測即時電商平台銷售額亦錄得32.2%增長，可見消費者購買力仍然強勁。

老百貨的沒落，有人歸因於互聯網的普及和電子商務平台的興起，徹底改變了消費者的購物方式所致，消費者通過手機APP或小程序下單，商品在短時間內就能送到。這種購物方式不僅節省時間，還提供了更加個性化的服務。相比之下，傳統百貨商店的購物體驗顯得相對滯後，無法滿足新一代消費者對即時性和個性化的需求。而三年疫情的特

公私營七三分配 宜重新檢視



樓市新態 汪敦敬
祥益地產總裁

的供應是足夠的話，公私營房屋都可以用二手市場去滿足大部分的需要。

其次，筆者當然同意要打擊公屋富戶，從而令到公屋可以有更大的使用率，而讓申請居屋人士當中真正需要的人更容易上車，加之活化換樓市場，改善放盤和上車盤的二手成交。一、二手同時增加供應的好處就是市場較平衡發展，這才是房屋政策的重要配合。

近期綠置居啟鑽苑有逾百宗撻訂，其中逾半數是開放式及納米單位。有議員估計錄多宗撻訂與納米樓絕跡有關，市民情願浪費數萬元撻訂改為抽新落成的居屋。另外，我們亦會見到，新居屋山麗苑因為位置吊腳有近2500餘伙「賣剩蔗」，中籤者揀樓前「縮沙」。此外，由2021/22年度有1469人在無參加「特快公屋編配計劃」的情況下，卻獲編配「長者住屋」，但其中有97%人因此拒絕編配，部分單位更空置逾10年。以上種種例子可以看出，僅靠規劃難以匹配市場需求。

其實撇開的香港樓市，發展商已難以買入地皮去建屋。香港社會要面對的是，因為市道不濟而引發的市場衝擊。即是說，地產不只是發展商和擁有資產人士的福祉，而是全港所有人的福祉。地產不濟，我們失去了賣地收入，特區政府靠什麼去營運？一個市場總要面對收支平衡的成本法則。

4月12日，房屋局局長何永賢表示，特區政府在平衡公營房屋和私樓供應量時十分小心，確保不影響私人市場。最近有人批評公營房屋供應量過剩的問題，這個情況的確容易令人思考，私營及公營房屋新供應目標比例定為七三比是否仍合適？之前的決定必有其當時的處境及正確性，但到了今天的現狀有沒有修改的必要呢？

從成本角度來說，七三比等於是用三成的私樓賣地收益去支持七成的公營房屋，是否隱含了變高的高地價因素。第二個可能性就是，如果三成的地價賣得並不高，於是公營資助房屋要用更低廉的建築成本去興建。

筆者認為以上兩個情況都不理想，公私營房屋七三比例需要重新探討。更重要是，筆者認為要達到房屋政策的目標，以單純的土地規劃不足以解決現時問題。因為特區政府要做供應管理之餘，還要做需求管理及成本管理。

筆者認為正確的做法應該考慮周全：首先，私樓的供應不可以太少，不一定要用新供應去滿足需求，最近放寬樓市辣招就等同放寬了二手的住宅供應，向市場提供了更多供應。如果二手



現時公營及私營房屋新供應目標比例定為七三

▶人行選擇購買國債可以增加流動性供給，促進信貸與風險資產需求，對股市是利好因素。



中國正處於金融周期下半場，可能需要大幅降息才能達到刺激需求的作用，但利率面臨匯率等方面的約束。在不增加財政赤字的背景下，如果人行選擇購買國債可以增加流動性供給，促進信貸與風險資產需求，對股市是利好因素。

人行買國債 振信貸需求



中金點睛 彭文生
中金公司
首席經濟學家

在過去30至40年全球金融自由化期間，經濟周期的波動特徵已經不再明顯。在此背景下，當前的宏觀逆周期調節政策也與過去有所不同。金融周期的調節主要依靠三種工具：金融監管、貨幣政策和財政政策。其中，信貸和財政都有自身內在考慮，比如監管放鬆可能會促進信貸的擴張，財政政策放鬆可能會導致財政赤字的增加。

在主流的新古典經濟學框架指引下，人們通常把貨幣政策和信貸聯繫在一起，相應地把中央銀行和商業銀行聯繫在一起。但實際上從內在邏輯來講，應該是貨幣政策既可以信貸，也可以支持財政。信貸和財政存在兩個差別：

一是信貸不增加私人部門的淨資產，因為它在增加私人部門流動性的同時，也增加債務；相反的，財政則能夠真正增加私人部門的淨資產，因為政府債務的債權人是私人機構和私人部門，所以政府債務的擴張對應私人部門淨資產的增加，因此財政政策逆周期調節的效果比信貸更強。

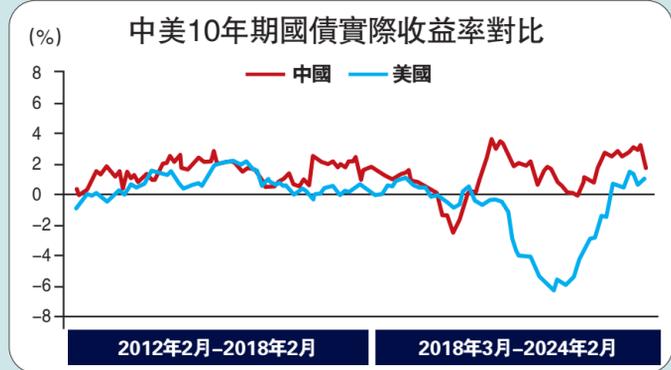
二是與貨幣政策的關係。貨幣政策一方面能夠直接支持財政政策，例如買賣國債，即所謂量化寬鬆，另一方面也能通過央行的公開市場操作維持合適的利率水平，財政政策因而得以在這一利率水平下發行國債。在西方國家，貨幣政策支持信貸的方式主要是通過降低利率以促進信貸需求。中國的情況有一些不同，政策性金融不完全依賴利率，更多是依靠結構性貨幣政策和窗口指導等工具。

當前我們面臨一個重要的問題就是，如何衡量美國與中國的利率，前者是否太低、後者是否過高？思考利率有兩個視角：

一是弗里德曼的通脹預期視角，認為實際利率等於名義利率減去通脹預期。但是通脹預期難以衡量，所以實際計算中一般使用過去12個月CPI數據的平均值。這一視角強調的是，預期價格下跌會導致消費推遲，預期價格上漲會導致消費提前。換言之，實際利率高會導致推遲消費、需求不足的問題。中國和美國10年期國債的實際收益率差距正在縮小，但是當前的實際利率還是略高於美國。

二是凱恩斯流動性偏好視角。現實中，影響經濟主體行為的不是單一的利率，而是整個利率體系。從利率體系的角度來講，凱恩斯流動性偏好視角認為安全資產（貨幣）收益率是零，所以增加貨幣的供給就會促使大家向風險資產配置，如股票、房地產，甚至實體的投資，而並不取決於我們一般理解的實際利率，即名義利率和通脹的差值。換句話講，不管通脹水平多少，只要名義利率下降、基礎貨幣和安全資產的供給增加，就會通過流動性偏好渠道促進風險資產配置。

分析利率水平的另一個概念，是風險資產相對於安全資產收益率的風險溢價，強調資產配置這一渠道，而非通脹預期影響消費的渠道。從這個角度看，美股風險溢價現在很低，因此實際利率水平低；A股的風險溢價



超過10年期國債收益率4個點以上，說明風險資產相對安全資產的收益率差距很高、實際利率較高。以上兩個實際利率的視角對我們思考中美貨幣政策未來走勢有幫助。

中國出口助美抗通脹

目前美國經濟似乎在一個不錯的狀態，勞動力市場表現強勁，通脹也已出現緩和的跡象。雖然最近降息預期有所下降，但美股一直表現都很好。如何解釋美國經濟這種現象？這裏面有幾個可能的原因。

首先是人工智能（AI）效應。AI有需求、供給兩方面影響。需求體現為全世界投資者都希望投資AI產業，而美國是AI創新的主要發源地，投資者的選擇推動了美股價格繼續上漲，為美國本土居民帶來財富效應，從而支持美國需求。這是美聯儲似乎升息較多，但是對消費、經濟的影響不是那麼大的一個原因。問題在於，AI對供給的影響，即對生產效率的影響不能跟上需求側，這個可能是下一步美國經濟的風險點。如果供給跟不上需求，那就意味着通脹可能不會像預期的繼續下行，而是有反彈的風險。

其次是美國勞動力市場調整。這有兩種解釋，一是疫情對美國勞動力市場的清洗效應。疫情期間，美國兩千萬人失業，同期美國政府的財政補貼幫助失業勞動力有能力維持在失業狀態、不急於尋找工作。從結果上看，美國經歷了一次超越過去經濟衰退、非常不同的勞動力市場需求和供給的重新配置，這導致美國經濟效率比過去更高，所以失業率很低，但是通脹沒起來。二是「去中心化」和製造業回流，導致美國的製造業實際建造投資超過了過去30年的態勢，近年來出現了大幅上升。按照這個解釋，美國通脹下行在未來一段時間可能沒那麼樂觀，儘管清洗效應推動勞動力市場效率提升，但製造業回流也帶來了更多勞動力需求，價格上漲的壓力還將維持一段時間。

製造業投資大幅上升，需求和就業增加，按道理來講通脹也應該增加，但結果並沒有。這裏引出了第三個原因，即中國的低價出口可能幫助了美國控制通脹。過去幾個季度，中國的出口整體表現不錯，但更細分來看這主要是源於出口量的增加，整體出口價格有所下滑。換句話說，中國向美國出口了比較便宜的實體資源。這一點也可以在貿易差額數據中得到印證，中國的順差代表單期實體資源向美國轉移，低價的中國出口對於美國控制其國內通脹水平是有幫助的。中美作為全球最大的兩個經濟體，雖然美國有國際儲備貨幣優勢，但中國

是第一貿易國，兩國之間貨幣條件通過實體（貿易）渠道相互影響。

銀行停擴表抑制內需

針對當前中國需求較弱的問題，一個值得關注的現象是過去幾年政策性金融的作用，包括在基建、製造、普惠、綠色等領域，但是這些對經濟的拉動作用比較小。原因在於，這些信貸主要是在幫助企業，但企業投資只是中間需求，經濟的最終需求只有消費和出口。所以，政策性金融幫助企業越多，可能越會導致產能過剩、內部通脹壓力和低成本出口等。

回到貨幣政策層面，就是誰來擴表的問題。中國早期是財政投放貨幣，商業銀行總資產對GDP的比例較穩定，信貸也比較溫和。2008年美國次貸危機以後，中國信貸大幅擴張，體現為商業銀行擴表、人民銀行縮表。2017年全國金融工作會議以後，人行繼續縮表，商業銀行基本上停止了擴表。這是過去幾年中國總體流動性環境比較緊、房地產調整的宏觀背景。需要思考的問題就是，下一步到底是誰來擴表？2023年，人行資產負債表好像有所擴張，背後可能是由於短期噪音波動，但也可能反映了人行擴表的一些新動向，值得觀察。

最後一個問題，怎麼理解人民銀行買賣國債的可能？從政策動機來看，人行買賣國債有兩種情形，一種是公開市場操作，以將利率調節至人行認為合理的水平；二是量化寬鬆，主要是通過購買長期國債增加貨幣供給，且增加的貨幣供給不僅僅是基礎貨幣，還包括整個廣義貨幣。

現在市場關心的是，人民銀行買賣國債是不是量化寬鬆操作。筆者的看法是，這取決於貨幣政策的機制。

如果中國的貨幣政策機制類似於美國，以人行調控短期利率、通過市場套利影響更長期利率為載體，那麼人行買賣國債可理解為傳統的公開市場操作。這是因為中國的短期利率離零還有相當的距離，當短期利率接近零時，短期國債收益率接近零。這個時候，人行買賣短期國債，只改變基礎貨幣的結構而不改變基礎貨幣的總量。

如果中國的貨幣政策框架和美國的不同，如上文提到，中國實際上能繞過利率下降促進信貸需求這一渠道，通過其他的政策直接把資金投放出去。從這個意義上講，人行買賣國債可能不僅僅是公開市場操作影響短期利率那麼簡單。即使利率不降到零這個水平，人行也可以多買一些國債，投放基礎貨幣和廣義貨幣，實際上繞過了信貸這一渠道。當然，這只是一種可能，要看人行的操作。