



▲消費券在提振短期消費方面具有良好的政策效果。

經濟觀察家

近期，中國多地政府都開始啟動新一輪消費券發放活動。毋庸置疑，消費券對於提振居民消費、促進經濟增長具有積極作用。相當於政府或企業向民眾轉購購買力，從而在短期內迅速提升居民的邊際消費傾向，放大乘數效應，帶動國民經濟的成倍增長。

消費券釋放居民購買力 拉動經濟

財經萬象
付一夫

消費券是政府部門或企業為了提振居民消費而發放的一種專用券及支付憑證，通常都會有明確且較為短暫的使用期限，即規定時間內必須一次性消費完畢，逾期無效。按照購買對象的不同，消費券大體可分為購物消費券、旅遊消費券、教育培訓消費券等類別。

以購物消費券為例，雖然功能與現金相似，但購物消費券只能用於購買商品，不能兌換成現金，並且適用商家也有一定範圍。從這個角度來看，消費券對於特定領域的支持顯得更為精準直接，短期內更容易見到成效。

消費券的積極效果主要歸因於「乘數效應」。據宏觀經濟學理論，乘數效應可用公式表示為 $k=1/(1-邊際消費傾向)$ ，乘數k的大小取決於邊際消費傾向，邊際消費傾向愈高，乘數效應愈大，對經濟增長的拉動作用也就愈強勁。每當經濟蕭條時，政府往往通過增加投資、擴大公共支出與轉移支付、降低稅收等手段來放大乘數效應，進而帶來國民總收入的加倍擴張。

內需轉強 促進生產端復甦

若是發放實物，可能有些人並不需要；而現金的流動性又太強，民眾拿到錢之後可能將其存儲起來而不是花出去。反觀消費券，恰恰能夠規避實物和現金的弊端。除此之外，發放消費券還有兩方面積極作用：

其一，改善行業經營，帶動生產端復甦。消費是一切生產的最終目的，消費需求收縮勢必會制約行業復工的進程，以及國民經濟重回軌的步伐。通過適時地發放餐飲、鄉村旅遊等消費券，可以引導民眾在相應領域進行消費，有助於改善商家的經營狀況。同時，特定領域的終端消費得以在短期內迅速提升，勢必會帶動生產端的擴張，從而實現「刺激終端消費→促進企業擴大再生產→企業用工增加→居民收入提升→進一步增加消費」這一良性循環，推動經濟穩步運行。

其二，可以同中長期政策形成互補。就宏觀經濟調控政策而言，無論是宏觀的基礎設施建設，還是財政政策與貨幣政策，其徹底落地的終端需要時間的消化。此時便需要輔之以其他的短期政策，而消費券正是這樣一種較為合適的短期政策，它可以迅速提振特定領域的消費境況，並為中長期政策的落地爭取時間，為後續的發展打下一個良好的基礎。

以上便是消費券的基本邏輯。之所以近期多地紛紛開始發放消費券，其用意自然是在於對沖暑期消費回落周期、激發秋季消費活力，同時精準承接暑期消費動能向日常消費場景的平穩過渡。考慮到眼下臨近國慶假期傳統消費旺季，通過發放消費券可以

在一定程度上降低居民花銷成本，提振居民消費意願，同時也可以帶動生產端的進一步向好，尤其是在消費旺季即將到來之時，此舉更能起到事半功倍的效果。

值得一提的是，當前各地的消費券重點投向文旅、餐飲、觀賽等服務消費領域，這又是為何呢？在筆者看來，主要原因在於服務消費是拉動消費增長的核心潛力領域。隨着中國居民收入水平提升，消費結構已從商品消費為主轉向商品與服務消費並重的態勢，文旅、餐飲、體育、康養等服務消費的需求彈性更高，將消費券投向這一領域，能精準對接居民升級型需求，激發更多「非剛性但意願強」的消費行為，比如家庭旅遊、線下餐飲、文化演出等，比投向日常商品更易產生額外消費增量。

不僅如此，服務消費本身多為場景化消費，單一消費行為往往能帶動多個相關領域的協同增長。比如一張文旅消費券，在激發居民旅遊消費意願的基礎上，還可能同時拉動景區門票、交通出行、酒店住宿、當地餐飲、手工購買等多環節消費，從而形成「1+N」的聯動效應，有助於進一步放大提振消費的積極作用。而從過往經驗來看，各地在發放服務消費領域的消費券過程中，也的確收穫了理想的政策效果。

後續想要進一步放大消費券的「乘數效應」，筆者認為需要從兩方面進行發力：

一來，要優化發放機制設計，結合各地居民消費需求、當地行業發展狀況等現實因素，更加精準地設定消費券使用範圍，同時在發放過程中，應該充分考慮不同人群的消費偏好及消費能力，兼顧效率與公平，更加科學合理地制定發放門檻與優惠力度，並做到線上線下同步發放，讓消費券的獲得與使用更為便利。

二來，要加強宣傳引導，借助互聯網與各類新媒體平台的力量，廣泛推廣消費券，讓更多的人能夠了解消費券並願意使用消費券，同時還可以通過舉辦各類主題活動來激發消費者對於消費券的使用熱情。

長遠須改善收入預期

話說回來，消費券雖然在提振短期消費方面具有較好的政策效果，但它並非一勞永逸的靈丹妙藥，在實踐過程中還有幾點局限性需要注意：

首先，發放消費券可能並不適合低收入家庭與貧困群體。道理其實很簡單，消費券的使用常常伴隨着槓桿效應，即只有消費到一定額度才能使用消費券，比如滿100元消費額度，可以使用10元消費券，從而達到1:10的槓桿比例，相當於是政府給消費者補貼了10元，撬動了90元的居民消費。但是對於多數低收入家庭和貧困人群來說，他們更為真實的境況常常是消費能力達不到使用消費券的標準，即「缺的不是那10元消費券，而

是缺100元現金」，即便他們領到了消費券，作用大概也不會很明顯。

如此一來，針對這部分人群發放現金，很可能比發放消費券更好。因為低收入家庭與貧困群體對收入的變動更加敏感，哪怕僅有幾百塊的「意外之財」，都能極大地改善他們的生活。從這個意義上講，發放現金已不僅僅是出於促消費的目的，還多了一層社會兜底和救濟的意義。

其次，「替代效應」讓消費券難以長久拉動有效需求。一方面，部分消費者在購買商品時着實使用了消費券，卻把原本計劃用於消費的現金儲蓄起來，這種「現金替代效應」的存在難免會讓消費券的乘數效應打折；另一方面，消費券可能將未來的一些消費需求提前，卻掣肘了後續的消費增長，典型如家電、3C等耐用消費品，人們一旦在近期購買，未來很長一段時間內都難再有類似的需求，這種「跨期替代效應」使得消費券在長期拉動內需上的作用受限。

最後，無法改變人們對未來的收入預期。雖然發放消費券可以一次性地提升消費者的支付能力，但並不能根本改變他們對於未來收入增加程度的預期，出於規避風險的本能，普通民眾往往更傾向於持幣觀望，這便意味着一旦消費券用完了，一些人也較難有意願將口袋中的錢掏出來。此外，倘若過於頻繁地發放消費券，很可能還會在一定程度上給地方財政帶來壓力。

加大力度穩定就業

在此，筆者嘗試給出幾點建議：一是，應當進一步創新線上線下消費場景，例如打造主題購物節、支持夜經濟發展、融入傳統文化因素、營造耳目一新的感官體驗等，通過充分考慮消費者在不同消費情景下的消費訴求，繼而整合消費主題、消費環境、消費氛圍等多個不同要素，以此來讓消費者沉浸其中，並且激發出其消費意願。

二是，應當進一步優化消費供給，不斷豐富產品品類，提高產品與服務質量，以此來迎合消費升級的客觀大勢。

三是，應當進一步加大力度穩就業，讓更多人擁有穩定的工作和穩定的收入來源，其關鍵在於通過減稅降費、發放補貼、減少裁員、加大金融支持力度等多個方面來穩定中小微企業的運行，從而穩住就業大盤，讓愈來愈多的人擁有更加穩定的收入來源，繼而敢於消費。

四是，需要加快破除抑制消費的一系列障礙，如繼續推進收入分配改革，着力縮小收入差距，切實提高中低收入群體的收入水平，同時進一步完善社會保障體系，特別是要妥善處理居民的養老、醫療問題，以此來解決民眾消費的後顧之憂。

（作者為星圖金融研究院消費金融研究中心主任）

警惕美國滯脹風險外溢

中金點睛

肖捷文 張文朗

美國正步入「高關稅、高利率」的「雙高」時代。8月以來，美國並未達成新的關稅削減協議，反而將對印度進口商品的關稅稅率提高至50%。與此同時，美國政府關稅收入繼續增加，根據財政部長貝森特近期的表述，僅今年關稅帶來的財政收入將超過3000億美元，未來或進一步增加。國會預算辦公室(CBO)最新估算顯示，關稅在未來或能為財政貢獻約4萬億美元收入，顯著高於此前預計的2.8萬億美元。

美國政府關稅收入增加意味着私人部門將承擔更高成本。若關稅由企業承擔，企業利潤將受侵蝕，從而壓制招聘與投資需求；若由居民承擔，則物價上漲，生活成本上升，實際購買力下降，最終削弱消費支出。換言之，關稅對總需求具有收縮效應（因為關稅本質上也是一種稅收），對通脹的影響則取決於成本向消費者轉嫁的程度。

除關稅以外，美國經濟還面臨另一個政策挑戰：收緊的移民政策。過去數年，美國勞動力供給和人口增長在很大程度上依賴移民。2021至2024年，拜登政府的邊境政策較為寬鬆，使美國經歷了前所未有的移民激增。CBO估算，美國人口淨增730萬「其他外國公民」，遠高於疫情前每年約10萬的平均水平。與以往非法移民潮不同，此輪湧入者中，許多人獲得了臨時庇護身份並取得工作許可，有效促進了勞動力供給。但隨着特朗普政府收緊移民政策，移民流入已出現明顯下降。這不僅體現在流入的減少，也表現為流出的增加。

移民放緩將削弱勞動力增長，對經濟擴張形成壓力。勞工部數據顯示，今年以來外國出生的勞動力人口下降，勞動參與率也同步下滑，顯示勞動力供給正收縮。移民人口的下降也會削弱需求，一個渠道是消費增長動能將減弱，另一渠道是住宿需求的下降會使本已承壓的房地產市場雪上加霜。

還有一個因素值得關注，那就是中國「反內捲」政策的潛在溢影響。過去幾年，美國通脹放緩與中國PPI（工業生產者出廠價格指數）與出口價格增長緩慢也有關，但如果中國PPI回升，疊加關稅，對美國通脹也可能帶來一定推升作用。

總體而言，關稅與移民政策都屬於供給衝擊，具有「滯脹」效應：短期

內，「滯」的影響可能更大一些，因為關稅抑制消費與投資需求、移民收緊壓制就業增長；中期來看，「脹」的黏性會逐步顯現，企業將關稅成本轉嫁消費者，勞動力供給下降將推升結構性通脹。因此筆者認為，未來一年，美國面臨的最大風險仍是「類滯脹」。

近期經濟與金融市場的多項數據已呈現「類滯脹」特徵：首先，消費者信心與通脹預期背離。8月密歇根大學消費者信心報告顯示，消費者對未來一年的通脹預期上升，但整體信心下降。這種組合意味着居民對經濟前景感到悲觀，同時也擔心未來物價難以下行。

其次，製造業成本與投資意願分化。8月份，我們跟蹤的五大地方聯儲製造業PMI（採購經理指數）價格指數普遍上升，顯示企業面對的原材料成本壓力加大。二是企業資本開支意願雖回暖，但整體仍處於低位，對比2021至2022年，當時製造業價格指數走高伴隨投資意願強烈，屬於經濟過熱；而當前則是成本上升與投資意願低迷的組合，這更符合「類滯脹」的特徵。

減息進程難以持續

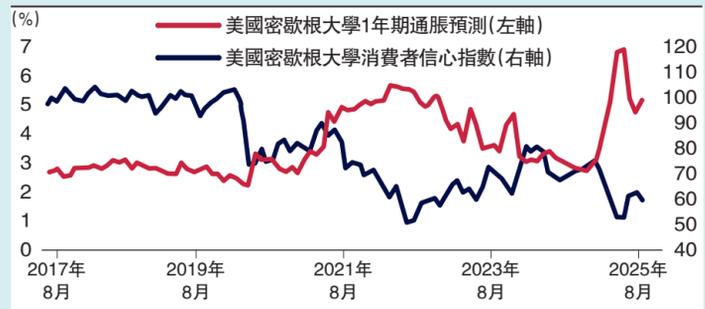
在短期就業壓力加大的背景下，美聯儲或傾向於率先減息。鮑威爾在傑克遜霍爾會議上闡述了美聯儲的政策「反應函數」，強調了應對就業下行風險的必要性。但隨着通脹黏性逐步顯現，風險平衡可能發生改變，美聯儲的政策焦點也可能不得不重新回到通脹控制上。這意味着美聯儲減息的幅度未必很大，過程也可能比市場預期更曲折。

歷史經驗表明，「滯脹」的形成往往並非單純的周期性現象，而是政策、結構與市場預期共同作用的結果。如今美國面臨政策與結構性挑戰：財政政策相對寬鬆，赤字居高不下；特朗普政府試圖干預貨幣政策；關稅大幅上調；全球供應鏈重構，生產運轉效率降低；人口老齡化加劇，勞動參與率下降；移民政策收緊可能長期存在；市場對於美元貶值形成預期等。

筆者認為，這些因素或將制約供給，使供給衝擊出現得更加頻繁。因此，儘管我們判斷美國重現「大滯脹」的可能性不大，但「類滯脹」的風險依然不容忽視。需要警惕美國經濟的潛在風險溢出，以及金融市場可能因此面臨的波動。

（作者為中金公司分析師）

美國通脹預期及消費者信心指數



施政報告將出爐 樓市延續暢旺

主樓布陣
布少明

新一份施政報告將於本月中揭曉，市場熱切期待特區政府推出進一步提振經濟及樓市的政策，結合近期多項利好因素，刺激樓市交投持續轉旺。回顧7月及8月份，每月一手交投均達2000宗水平，顯示樓市氛圍穩步向好。

承接新盤市場旺熱姿態，9月份各大發展商早已蓄勢待發，加快推盤步伐，力爭施政報告利好政策及市場減息預期的先機，預期資金將持續流入樓市，9月一手交投有望連續第3個月突破逾2000宗的活躍水平，是自2019年3月至5月後再度出現。

除了一手表現亮麗，二手同樣有不俗表現，用家積極入市，推升樓市氣氛。豪宅市場亦備受矚目，逾5000萬元及億元級別的大額成交屢見不鮮。據美聯物業研究中心綜合一手住宅物業銷售資訊網資料及市場消息，今年首7個月逾5000萬元的一手豪宅成交錄得193宗，雖然較去年同期的209宗減少約7.7%，但已創近6年同期新高，顯示豪宅市場穩中有升。

樓價方面，「美聯樓價指數」最新報128.87點，雖然按周跌0.17%，不過比起四星期前仍上升0.07%，而本年迄今則升0.58%。「美聯信心指數」最新報76.2點，按周升0.1%。近期拆息回升，H按按息再度觸及封頂水

平；然而，市場對9月美國減息的預期增加，按息未來有機會下調。減價盤的變化不大，信心指數僅輕微上升。

市場熱度上升，樓價尚未顯著回彈，現階段為買家提供了絕佳的入市機會。特別是鐵路沿線屋苑，因其優越的交通配套及高流轉率，一直深受買家青睞，堪稱各地區樓市的「晴雨表」。有意入市的買家可考慮在樓價相對「落後」的鐵路沿線屋苑中尋寶，搶佔「平貨」機會。

鐵路盤樓價落後 尋寶良機

據美聯物業房地產數據及研究中心綜合土地註冊處資料統計，75大鐵路沿線屋苑8月共錄575宗二手註冊，雖然按月回落，惟價格普遍上升。呎價方面，在75大鐵路沿線屋苑中，8月最活躍10個屋苑的註冊平均實用呎價按月「7升3跌」，當中荔枝角美孚新邨註冊平均實用呎價約9625元，大圍名城則約15090元，兩個屋苑的呎價同樣按月升約2.7%，升幅並列於首位；至於天水圍嘉湖山莊及鴨洲海怡半島的呎價亦分別升約2.4%及2.3%。

值得注意的是，目前尚有不少鐵路鄰近屋苑樓價尚未反彈，出現「滯後」情況。有意入市的買家，可考慮從樓價相對「落後」的屋苑中尋寶，相信成功「執平貨」的機會不低。

（作者為美聯物業住宅部行政總裁）