

復甦之路

宏觀經濟篇

近期中央持續優化疫情防控措施，先後出台「二十條」和「新十條」，房地產融資限制也陸續放鬆，各地亦加速調整當地防疫措施，以減少對地方經濟的負面影響。資本市場信心受提振，人民幣匯率重回「6時代」，股市持續反彈。但同時，居民對疫情的擔心漸起。經濟學家對此指出，不能低估防疫放鬆初期對經濟的潛在負面影響，同時，消費、投資恢復道阻且長，當前到明年需要更大力度的財政貨幣政策托底支持。

◆香港文匯報記者 海巖 北京報道

疫後復常

財政貨幣政策需加碼

學者：防控調整初期 勿低估對經濟負面影響



◆專家提醒，不要低估防疫調整初期對經濟的潛在負面影響。路透社

10月以來，受疫情防控壓力加大、全球經濟下行風險上升等因素影響，中國經濟修復進程再次受到擾動，主要經濟指標表現低於市場預期。11月這一局面未能明顯改善，先行指標及高頻數據均顯示經濟活動繼續走弱，同比降幅擴大。此前拉動中國經濟從疫情中快速復甦的出口，10月和11月連續兩個月同比下降，降幅呈擴大態勢。市場普遍預期，過去兩年多強勁的出口增長已經結束，未來幾個月，全球經濟放緩和其他國家生產恢復常態將使中國經濟增速放緩。近兩個月PMI等先行指標顯示，需求收縮、供給衝擊、預期轉弱三重壓力加劇。

疫情進入爬坡期 加劇市場波動

在此背景下，中央在11月中旬出臺優化防疫「二十條」後，上週再發布「新十條」，北京、廣州等以超市場預期的速度加快放鬆防疫管控。不過，現實挑戰在於，恰逢呼吸道疾病高發的冬季，元旦、春節的大規模人口流動將至，內地疫情仍處於高位，「新十條」面臨直接檢驗。鍾南山等公共衛生專家預計3-6個月度過感染高峰期，恢復正常生活。

「內地防疫政策已明顯鬆動，而從人民幣匯率走勢可以看出，市場或已較大幅度Price-in（定價）了防疫與地產政策放鬆。」招商證券首席宏觀分析師張靜靜認為，當前內地資產價格主要受強預期主導，但未來1-2個月將迎來內地疫情爬坡期，明年1-2月又是經濟數據真空期，強預期得不到經濟數據的驗證，若內地疫情階段性顯著惡化，市場波動或將加大。

改善弱經濟 須提振消費與投資

張靜靜認為，防疫放鬆後實體經濟恢復仍不樂觀。弱經濟特徵明顯，外需失速下行，通脹加速回落，亟需提振消費與投資。上一週高頻數據轉弱，開工率和產能利用率略有惡化。進入12月內地經濟進入淡季，4

季度經濟弱於3季度的可能性較高。興業證券跟蹤最新高頻數據亦顯示，防疫管控放鬆後工業生產表現尚可，交通物流邊際改善。上週北京、深圳等大城市由於疫情放鬆政策，擁堵延時指數和地鐵客運量均回升，但北京的人流出行狀況仍與往年同期差距明顯。全國範圍房價跌幅進一步擴大，各線城市房價均有下跌，重點城市商品房成交面積下行，總量低於往年同期水平，顯示房地產需求仍然偏弱。水泥價格持續下跌，鋼廠盈利率低位徘徊，指向建築施工終端需求仍然偏弱。疊加消費和出口相關指標的持續低迷，需求偏弱對經濟的拖累仍在延續。

「即使放鬆防疫，疫情的後遺症依然存在。」中國社科院世經所副所長張斌向記者指出，這一輪經濟下行表現最差的不是周期性行業，而是服務業和消費，對投資者尤其是民營部門信心打擊很大。經濟不景氣遲遲得不到扭轉一個重要原因是，疫情衝擊下資本回報率下降疊加預防性儲蓄上升，但名義利率下降幅度不夠，名義利率扣除通脹的真實利率就被持續扭曲，直接結果就是經濟始終達不到潛在產出水平，經濟持續在產出缺口，勞動力得不到充分就業。「本輪經濟下行的深度、程度和不景氣程度都遠比2015年嚴重，但貨幣政策的反應力度卻比過去弱得多。2015年政策利率六次下調，累計下調了逾150個基點。」另外，房地產作為全社會最重要的「信貸發動機」，目前支持力度還不夠，房地產還沒有回暖跡象。

切實擴大內需 要加大政策力度

「明年經濟增長的動力會發生一些變化。2020-2021年，出口對經濟增長的貢獻十分突出，但明年全球經濟正處於下行通道，出口貢獻會顯著下滑。如果內需仍持續前幾年的低迷狀態，在外需疲軟的情況下，明年經濟形勢將非常嚴峻。」張斌表示，必須加大政策力度，切實擴大內需。



◆內地經濟現生機，夜市見人。新華社

近年央行降息周期

2008年9月-2008年12月 國際金融危機

◆三個多月內5次降息，1年期人民幣存款基本利率從4.14%降至2.25%，下降189個基點；
◆一年期貸款基準利率從7.47%下降至5.31%，下降216個基點。

2014年11月-2015年10月 國際油價暴跌

◆2014年11月開降降息周期後，2015年連續5次降息，1年期人民幣存款基本利率從3%降至1.5%，下降150個基點；
◆1年期人民幣貸款基準利率從6%下降至4.35%，下降165個基點。

2020年2月至今 新冠疫情爆發

◆6次下調貸款市場報價利率LPR，其中1年期LPR調降50個基點至3.65%，五年期LPR下調45個基點至4.3%。

歐美等放鬆之後經濟表現及政策

美國

◆今年3月放寬國內防疫限制，6月開放入境。防疫放寬後，工業產能利用率、製造業生產指數強勁恢復，短期出現「報復性」消費，但在財政退坡與貨幣緊縮下美股重挫。隨着疫情影響趨於穩定，美國財政無須也無法再推出巨額轉移支付，今年以來美聯儲加息節奏漸緊。

歐盟

◆今年2月開放「內部自由行動」，3月德法宣布全面解封。防疫放寬後，工業生產指數恢復至疫前水平，但前瞻景氣指標工業信心指數下滑；能源供給、通脹和經濟下行壓力下，全面解封後消費仍處於下滑趨勢。今年歐元區財政政策仍然偏寬鬆，歐央行三季度正式開啓加息周期。

整理：記者 海巖

國際經驗：政策刺激不足影響恢復

他山之石

內地防疫優化大踏步調整，股匯齊升，資本市場短期提振作用明顯。不過研究機構發現，從其他國家經驗看，政府放鬆後經濟、消費及投資復甦道阻且長。

美國大規模補貼 復甦較快

華泰證券分析指出，從復甦節奏上看，線下消費加速修復通常出現在防疫政策優化後的第二個季度。美國、德國、日本及中國台灣的消費增速均於放寬後的第二個季度出現明顯反彈，復甦彈性則取決於政策力度和宏觀預期。「美國2021年一季度場景放開（註：即開始取消疫情防疫政策的第一步放開）後，當季消費支出增速即恢復到2019年同期水平，這得益於2020年之後三輪大規模財政補貼；德國則因政策刺激不足，居民消費水平恢復較慢，防疫政策轉向後第六個季度才恢復至2019年同期水平。日本、英國因經濟預期較弱，中國香港和中國台灣則因為放寬時間較短，目前消費尚未修復至疫情前。」研究還發現，以越南、新加坡等國

家經驗來看，在疫情放鬆期、疫情共存期總需求存在負面衝擊，恢復至疫情前水平道阻且長，資本市場也受到衝擊。越南防疫政策放鬆至宣布共存後，股指繼續大幅走跌了23.29%。因此，經濟和市場信心恢復離不開積極的配套財政、貨幣政策托底。

疫情越長 消費意願受壓越大

「疫情持續時間越長，對居民消費意願及能力、投資意願及能力就有越大影響。」野村中國首席經濟學家陸挺分析認為，中國也要警惕經濟恢復可能遇到的風險和阻礙，尤其是消費投資復甦可能有多重困難。「與美國相比，中國疫情延宕的時間較長，時間越長很多家庭遭受的影響、損失越大；而且美國給居民發了很多錢，但在中國國內的情況下，很多家庭的情況較困難，放寬之後首先想到的是去掙錢，而不是報復性花錢。加之2022年的汽車購置稅減半一度拉動汽車同比銷售增長20%，但到11月或已轉向負增長；而汽車是耐用消費品，2023年部分需求可能已經提前。」



陸挺認為，疫情持續時間越長，對居民消費意願及能力、投資意願及能力就有越大影響。



張斌指出，基建投資也是在發錢，對提高消費支出很有幫助。



張靜靜稱，若內地疫情階段性顯著惡化，市場波動或將加大。



高善文提醒，疫情會產生「疤痕效應」，即疫情過去後仍會對人類的心理和活動產生影響。

大幅降息增現金流 擴基建投資助消費

帶動GDP

12月6日召開的中央政治局會議，對2023年經濟工作作出部署，要求更好統籌疫情防控和經濟社會發展，推動經濟運行整體好轉，穩增長的重要性提高。在新冠疫情拖累經濟增速持續低於潛在增速、疫情防控持續優化的背景下，2023年中國經濟增長前景如何？

「今年經濟增速很低，預計很難達到4%，這意味着很低的基期水平。如果明年設定GDP增長5.5%的目標，也僅意味着產出缺口不再進一步放大，仍會存在產出缺口。要實現2035年的增長目標，對應的經濟增速應該是6.4%。要想實現比較充分的就業，對應的經濟增速應該是6.8%。」社科院世經所副所長張斌表示，明年中國經濟增長目標至少在工作層面仍要朝着6%以上努力。

擴大基建支出助居民增收

宏觀政策上，張斌指出，當前已出了一些對房地產的支持政策，但有些商業銀行還在擔心對房企放貸會被迫責，監管部門要打消金融機構的這些顧慮。房地產面臨的是長期的全行業資產負債表不抵債的問題，房地產的銷售高峰期已經過去，未來房地產銷售很難實現正增長，要為行業提供新的增長活力，比如幫助新市民安家。張斌還建議，有必要大幅降息和增加財政支

出。他測算，如果政策利率下調100個基點，將為企業、居民和政府部門合計帶來1.2萬億元人民幣淨現金流的改善，有望帶動名義GDP增長1.2個百分點。財政政策方面，建議用政策性金融機構發債來支持更多的基建項目，目的是增加財政支出和居民收入。「本質上看，基建投資也是在發錢，對提高消費支出很有幫助。農民工收入增長和基建投資增長高度正相關。基建投資是擴大支出和增加收入很見效的方式。」

安信證券首席經濟學家高善文則認為，5%左右增長速度應該是有一定把握能達到，同時又為結構性改革留下餘地的目標。若把增速目標設得太高，面對內外各種不確定性，總量政策面臨的壓力太大，另外新一屆政府剛就位，需要在結構改革上做很多工作。「2023年經濟增速應『保4爭5』，如果設太高的增速目標，宏觀政策的迴旋餘地會變小，結構改革就沒有時間窗口來推。」

消費需求將成為復甦關鍵

高善文還提醒，疫情會產生「疤痕效應」，即疫情過去後仍會對人類的心理和活動產生影響，使人不願冒險，重估生命、自由、享樂和工作的價值；對居民和企業資產負債表造成損害的修復也需較長時間。

目前世界銀行、國際貨幣基金組織（IMF）等國際組織和高盛、瑞銀、野村等多家國際機構對2023年中國經濟增長的預期集中在4%至4.5%之間，內地機構的預測則多集中在5%以上。市場普遍預期，2023年外需走弱，出口對中國經濟增長的貢獻邊際下降，基建投資增速將高位回落，房地產投資可能築底，但對經濟增長仍有拖累，在此背景下，消費需求的恢復對經濟增長尤為關鍵。

宏觀政策方面，2022年初財政預算安排中，財政赤字率從2021年3.2%左右降至2.8%，疫情後首次低於3%，收支更多依靠使用結餘結轉資金和特定國有金融機構上繳近年結存利潤來彌補，但在實際運行中，疫情頻發多發及相關防控措施導致稅收收入下降，房地產市場持續低迷影響土地出讓收入大幅縮短，而支出端大規模核酸檢測支出增加、各種剛性支出不減，地方財政收支平衡壓力加劇。目前各界研究機構普遍建議，2023年財政赤字率要再度提高至3%以上，並適當增加中央債務規模，縮減地方債務規模。

此外，今年下半年中央出臺由國開行和農發行主導的政策性開發性金融工具，幫助地方政府更好地撬動金融槓桿，業界也呼籲在財政赤字難以大幅提高、地方財政捉襟見肘的背景下，政策性開發性金融工具在2023年進一步延續。