

在計劃生育實施了近半個世紀後，中國終於徹底改變了生育政策。從限制生育但有人依然不計代價的「超生」，到鼓勵生育但大多數人卻失去了生育意願，中間恰好經歷了一個人一生年華最好的時間，四十多年。因此這一輪生育政策的大轉向，其效果像極了貨幣政策中的「推繩子效應」：當限制信貸的時候，市場反應出的效果很明顯；但當鼓勵寬鬆的時候，市場卻不一定有信用和貨幣擴張的意願。繩子只能拉，沒法推。

放開生育政策的悖論(下)



▲面對中國人口可能出現負增長的趨勢，分析指出，為了鼓勵生育，國家可以每年拿出專項的預算資金和增加社會保障配套服務。

澤被萬物

趙建

西澤研究院院長

成的，那麼這個紅利恐怕也不是免費的午餐。突然出現的巨大人口紅利，伴隨着肯定也是懸崖式的人口減少，這個用簡單的人口增長模型就可以測算到，政策層肯定一直也有預期。但令人意外的是，後工業化、高速城市化和消費型社會下大幅降低了生育意願，中國的人口問題已經從結構問題，轉變為總量危機——如果照此下去，可能在不到二十年內，中國人口將可能負增長。

三、老齡化遇上生育大蕭條：人口危機

即使放開生育或者鼓勵生育，人們的生育意願也在大幅降低。拿放開二孩政策為例，2016年中國就正式實施了「全面二孩」政策，從數據來看，當年中國出生人口達到1786萬，較前一年增加了131萬，其後中國出生人口就逐年下降，到2020年已降至1200萬人。出生人口1200萬，減去往年正常年份900萬左右的死亡人數，考慮到疫情增加的死亡人數，2020年中國人口很可能是近半個世紀以來的首次負增長。

為什麼中國出現了突如其來的生育大蕭條，其實一點也不足為奇，這是一個發展經濟體從農業社會、初級工業社會，邁向高度工業化、城市社會的必然規律。這個規律，西方發達國家，尤其是老牌的歐洲國家，以及東亞的日本都曾完整的出現過，我們只是重複了一般規律而已。不同的是，中國的進程過快了，其他國家上百年的進程，我們用來幾十年的時間就走完，這對於相對緩慢的人口周期來說，顯然很難甚至是無法自我調整，只能迎接斷崖式、危機式的後果。

在農業社會或工業化初級階段，由於缺乏豐富的物質和精神產品，人們的消費函數裏最重要的一個精神產品就是「天倫之樂」，所謂「老婆孩子熱炕頭」。但由於計劃生育限制了在生育孩子方面的精神消費，促使人

們去尋找生育之外的滿足效用函數和實現自我價值的方式，比如到鄉鎮企業打工來改善物質生活，工業社會中各種各樣可以替代消費「天倫之樂」的商品和服務。久而久之，原來將精神寄託於生育的人們，開始發生了巨大的轉變，利他的生育後代文化被個人消費主義所取代。這是消費型社會的主要特徵。

因為在現代消費型社會裏，個人更加看重自身的價值和體驗，不再將快樂和滿足寄託在生育和撫養孩子的本能體驗上，這在當前大城市生活的年輕人身上體現的較為明顯。固然高房價、高成本、高消費抑制了生育慾望，但與農業社會相比更加豐富的現代消費體驗，加上避孕方式的普遍流行，將生育和性體驗分離，這些都是年輕人不願意生育的重要原因，由此誕生了「丁克一族」。這在農業社會是不可能的，卻是工業社會、消費型社會的普遍現象。年輕人不僅不想生孩子耽誤自己的生活消費體驗及升職空間，甚至連結婚、談戀愛都缺乏動力。

按照貝克爾的家庭經濟學理論模型，生孩子被看作是一種投資。在農業社會中，人都是簡單的勞動力，投資培育成本較低，風險也較小，人口數量決定一切，因此多子多福是農業社會的特徵。但工業社會、現代消費型社會就不同，孩子必須當作人力資本進行投資，從剛懷孕未出生就開始了投資進程：胎教、出生護理、幼兒教育、兒童特長教育、高學費幼兒園等，到上小學的時候需要高價購買學區房——實際上購買的不是房子，而是教育服務。

等到工作以後，996式的沉重壓力使得步入婚育年齡的年輕人沒有精力和興趣結婚生子，而且大城市中的普通年輕人大部分無法購買住房，也就沒有育育的「基礎設施」。在這個預期之下，日本的佛系文化、斷捨離、宅男文化等，中國的躺平文化、六和大神文化也開始普及和流行。這些都是抑制生育的。

總之，高房價、高消費、高撫養費用、高昂婚配信任成本、高強度的工作壓力，等等一系列工業社會和城市社會問題，正在將年輕人推入不願意婚育的陷阱，從而大幅降低人口增長率。考慮到人口增長的指數級特

徵，人口負增長也將是場方式的，這或許是現代社會中的另一種「馬爾薩斯陷阱」。人是現代經濟活動的中心，人口數量的縮減將會帶來消費、投資等各個宏觀層面的緊縮。我們必須做好應對由人口危機引發的種種次生危機的可能性。這才是中國未來面對的最大的風險。

四、如何超越馬爾薩斯陷阱：人口復增

那麼如何應對即將到來的人口危機？解鈴還須繫鈴人，四十年前依靠強大的權威計劃調節能力控制住了失控的人口增長，也就應該有能力採取反向的意在激勵人口增長的國家政策。又到了考驗中國制度優勢的時候了。

需要首先意識到的是，進入後工業和城市社會，生育率下降是一個必然趨勢，這是發達國家已經證明了的。日本和一些歐洲國家已經陷入了人口負增長和長期增長停滯狀態，而其他幾個增長率較高的發達國家，依靠的主要也不是內生的生育意願，而是外來移民。因此對中國來說，首先要降低人口增長率預期，以客觀理性的視角看待當前的人口增長率下降問題，同時也要意識到問題的嚴重性，尤其是反思可能存在的生育放開政策滯後的問題。

事實上，一個國家和民族的生育意願高峰存在着一個窗口期，也就是大約在工業化中期和城市化初級階段，那時工業化浪潮中的中產階級逐漸湧現，且當時的房價和生育成本還不太高，這個時期是生育意願較高的最後時間窗口。當然，這個時間窗口的生育意願與農業社會相比還是差距不少。

一旦步入後工業化、後城市化（城市化率超過60%）和高收入、高消費的消費型社會，社會內生的生育意願就會大幅降低。此時，新一輪人口數量紅利的時間窗口將會關閉，成功轉型的市場經濟國家將資本紅利（過去積累的資本帶來的投資收益）替換人口紅利，同時將過去粗放的数量型增長轉換為高質量發展模式。

中國正在採取的也是這樣的政策路徑，通過以前依靠人口紅利積累的資本增值以彌補人力資本的「折舊」（養老金），但這取決於我們的投資能力和資本運營能力。當前來看，除了形成的製造業資本外，大部分還是房地產和基礎設施。然而，房地產面臨的是房價泡沫問題，基礎設施則是收益率較低，在人口增長率下降、資產周轉率下降後收益率可能更低，虧損將更加嚴重。

因此，我們要認識到問題的嚴重性——人口正增長和負增長都是指數級的，需要提前做出應對，重症下猛藥。說到底，就是每年拿出專項的預算資金和社會保障配套服務來鼓勵生育，這也是過去人口紅利對現在人口

聯儲縮表箭在弦上

春實秋華

梁中華

海通證券首席宏觀分析師

去年中國疫情防控最好，經濟快速修復，政策也逐漸轉彎。而美國疫情較為嚴重，經濟復甦較慢，今年疫苗不斷接種後，經濟通脹恢復加快，中美經濟周期明顯錯位。接下來，隨着美國通脹、就業恢復，美國的刺激政策也會逐漸退出。從節奏上來說，美聯儲或將先減少刺激力度，然後才是收緊操作。

美聯儲貨幣政策的變化，美元利率和匯率的走勢，會對全球資產價格產生較大影響，所以關注美聯儲貨幣政策表態至關重要。筆者認為，當前從通脹、就業、美元流動性角度看，美聯儲已經具備Taper（減少買債）的條件，就看美聯儲何時「發」出信號。

美聯儲貨幣政策決策最重要的參考指標是通脹和就業。首先，通脹已經具備了貨幣收緊的條件。4月份，美聯儲最為關注的核心PCE物價同比已經上升至3.1%，創下1992年以來新高，已經遠遠超過了美聯儲2%的通脹目標水平。而且美國5年期通脹預期最高突破了2.7%，10年期通脹預期最高突破2.5%，已經達到了2013年「Taper」之前的位置。

往前看，由於美聯儲高強度的貨幣刺激，以及直接給居民「發錢」的模式，美國居民消費能力大增，美國通脹壓力將會更大。而且疫情管控措施也在陸續放開，美國通脹壓力會逐漸從商品領域向服務業領域轉移。

其次，要想改善美國的就業狀況，需要的不是增加刺激，而是減少貨幣刺激。4、5月美國非農數據均低於預期，但是美國失業率已經降至5.8%，而2013年5月明確釋放「Taper」信號的時候，失業率其實高達7.5%，即使在

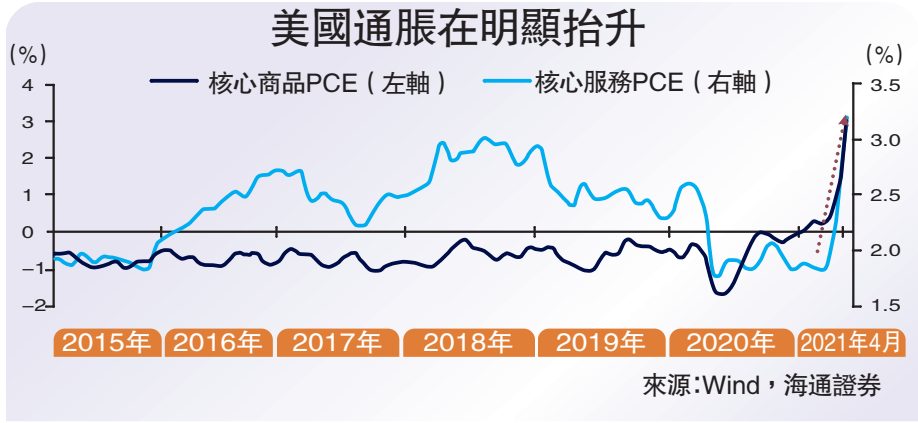
2013年12月「Taper」落地的時候，美國失業率仍然有6.7%。也就是說，「Taper」和縮表、加息不一樣，美聯儲不會等到失業率降到最低位才開始「Taper」。

美國本輪就業恢復緩慢，主要原因並不是經濟需求不行，而是因為失業補貼額度抬高，居民根本沒有動力去工作。由於刺激過度，美國當前的勞動力市場出現了明顯的扭曲，一方面依然有大批人處於失業狀態，另一方面，企業招工困難，工資收入大幅上行。

減少刺激 改善就業

如果想要改善就業，美國也要減少刺激。其實今年以來美國已經有三十多個州調整了失業補貼政策，部分州將陸續取消每周300美元的聯邦補貼；個別州提高了補貼門檻，失業者要想拿到補貼，必須證明自己在過去一段時間在努力找工作；還有一些州，已經開始了復工獎勵計劃，失業者如果找到工作並工作一段時間，將獲得一定現金獎勵。預計這將對美國就業改善起到促進作用。

最後，金融市場美元流動性過剩，說明美國已經不需要太多貨幣刺激。最近另一個引人關注的問題是，美國逆回購餘額的大升。美國的逆回購是金融機構主動發起的、把資金存到美聯儲賬戶上的一個操作。當前美聯儲逆回購利率為零，意味着即使美聯儲不付利息，金融機構也要主動的把錢存到美聯儲去，說明美國金融市場的流動性已經嚴重過剩了。要改變這種扭曲的狀態，美聯儲也需要減少貨幣刺激。6月3日美聯儲宣布將減持公司債ETF，筆者認為，或許也是出於這方面的考慮。其實美聯儲「Taper」的條件已經具備了，「箭在弦上」，就看美聯儲什麼時候發出來，接下來一兩個月的議會會議或許就是釋放信號的時間窗口。



一手交投比例回升

樓語縱橫

楊永健

Q房網香港董事總經理

經常有人問筆者，買一手樓好定買二手樓好，相信有關問題是每一名有意置業人士都需要考慮。置業應該是按自己的需要、喜好而選擇，有人會考慮位置、有人會揀會所，亦有人首要關注是大廈的質素用料以至單位設計，不同人會有不同的考慮。

當然本身從售價的差距，已反映出一手樓同二手樓的一籃子分別。平均而言，現時一手新盤，會較二手樓有一至兩成的溢價，以過去一年推售的新盤平均呎價，一般已逼近2萬元的水平。相對之下，目前全港二手樓的平均呎價約1.5萬元左右，一、二手樓向來存在一定的差距。

針無兩頭利、一個錢幣亦有正反兩面，究竟買新盤好定二手樓好，撇除物業位置及交通配套外，隨着近十年八載建築質量、以至單位用料設計，均與日俱增。簡單而言，買新樓確實可以省回一大筆裝修費，加上新樓還有執漏、設施保養等售樓服務。

新樓優勢亦不至於此，雖然每個新盤的付款辦法都有不同，但基於發展商

亦需提供較彈性的付款安排，以增加樓盤的吸引力，因此一般新盤均會因應買家的需要而提供不同的付款辦法，一手新盤的付款辦法往往比二手較具彈性。再者亦會有個別發展商，夥拍銀行或財務機構提供按揭優惠，因此不少新盤均會提供按揭的付款優惠，例如高成數的按揭、以至特長成交期的優惠。

新盤管理費用較高

雖然如此，管理費亦會是置業人士需要關注的地方，基於新樓提供的會所設施較多較新，提供服務亦較多元化，因此現時新樓的管理費亦較以往會較二手樓高一大截，一眾置業人士亦必須留意這一點。

如果整體住宅成交量來計算，近年一、二手一般維持於三七、二八之比，去年全年一手成交比率便達至24%，較前年的32%有所回落。不過相信有關情況是受去年疫情影響，當然近月疫情顯著緩和，一手住宅成交量亦顯著回升，上月一手新盤銷售便突破2166宗的近年高位，加上未來一個月亦有多個新盤陸續「出台」，相信本月新盤銷售亦可超越2000伙的水平。整體而言，今年年一、二手比例可望重返三七之比水平。

負債的一種補償。行之有效的一些政策，發達國家已經做出了榜樣，我們具有獨特的制度優勢，應該比他們做得更好。比如，直接全面放開生育，有能力多生的就多生；對二孩、三孩的直接補貼和稅收減免或遞延，專門面向三孩及以上的免費教育和廉租房、經濟適用房等。當然這些政策在短期內會帶來巨大的財政赤字，但也要看到多孩生育帶來的乘數效應，到時孕嬰、醫療、保健、教育、家庭乘用車等市場也會迎來巨大繁榮，在很大程度上也起到了

刺激經濟的作用。四十多年前，我們將計劃生育作為基本國策來執行，取得了「顯著」的效果。如今我們面臨人口增長危局，也應該將鼓勵生育當作一個重大國家戰略來執行，否則一旦再次錯失時間窗口，生育政策的「推繩效應」將更加明顯，中國很可能步入新的馬爾薩斯陷阱，進而可能就是中等收入陷阱。一種一棵樹的最好時間是在十年前，其次就是現在。（全文完）

