

人口政策須重量亦重質



經濟脈搏 趙建

北京研究院院長

近期多個省份宣布不再將生育登記與婚姻狀況掛鉤，可以看做是某種形式上的「生育自由」。為解決當前中國人口負增長，結婚意願高低，離婚率新高等嚴峻問題，該政策的推動有其內在的政策驅動動因。不過，選擇不生也是一種自由，況且人口不僅需要「生」，還需要「育」。如果沒有社會保障體系的系統改善，「生育自由化」在促進人口增長和保證人口質量方面效果非常有限。

在管控生育方面，中國有其獨特的政策。獨生子女政策與房產限購政策，一家只能生一個與一家只能買一套房，很大程度上有相似之處，都是一種需求側的管制，以匹配有限的資源。而這幾年，獨生子女政策放寬直到取消，與現在大部分城市放鬆、取消限購是一樣的道理，都是變革束縛需求的政策障礙，以釋放生娃和買房的需求。

不過，眼看著人口進入歷史罕見的負增長，房地產兩年了還是未見反彈。我們知道，人口增長模型是指數級的，意味着減少也是指數級的，如果不能及時挽回跌勢，後面的人口穩定成本會越來越高。房地產也是一個道理，因為房地產的背後是債務，債務膨脹與房價上漲之間形成正反饋螺旋，這也意味着如果房價不能及時穩住，下跌也是指數級加速的，日本就是現成的例子。

生娃和買房很明顯不是兩個獨立事件，而是緊密相關。人口增加是導致住房需求的主要變量。如果人們都沒有生娃意願了，房地產需求自然也會下降。所以這些年，這兩大政策的放鬆手段平行出台，幾乎同一個節奏，也就不難解釋了。但人口是長期變量，房地產是中短期變量。這說明，中國的長期問題已經在短期內集中顯現，人口周期低谷疊加房地產周期低谷。

現在通過「強心劑」政策來刺激生育和房地產市場的活力。各地方政府已經使出渾身解數，試圖重新激活房地產市場。同樣，為了刺激生育，各地政府也想出了各種招數，政策上已經完全放開生育，很多省市明文規定對二胎三胎進行補貼，近日四川省出台的「生育不受婚姻登記限制」的政策。這些都算是生育市場的「供給側改革」。

生娃是有成本和門檻的，結婚就是其中一個門檻。結婚又是有一成本的，彩

禮、房子、車子、穩定的工作等，這個門檻並不低。因此，要想生娃，一般來說必須過結婚這個門檻，這相當於增加了財務和制度成本。取消婚姻登記，相當於取消了一重門檻，降低了生育成本，在理論上可以提高年輕人生育的積極性。

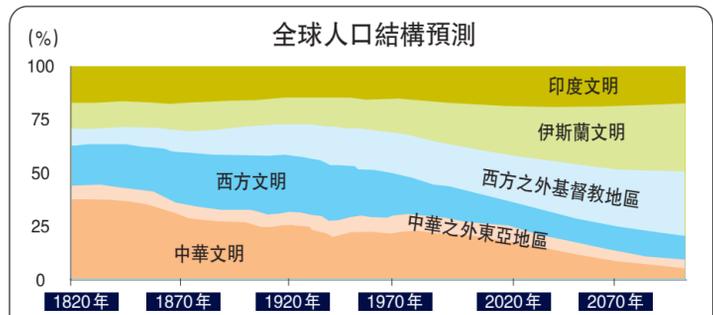
完善社會保障體系

「生育自由化」意味着：一是生育數量的自由，過去是獨生子女政策，後來是放開二胎，現在是全部放開；二是生育不再受婚姻限制，在一些發達國家其實早就有，當然這在很多地方遭到宗教譴責。那麼，「生育自由化」從經濟學上來說是福利改進，還是福利損失？這個問題很難簡單的回答。

婚姻制度是一項古老的制度，結婚生子也是一個古老的傳統，這種人類上千年進化出的制度並非沒有道理。一方面，婚姻通過管制「性資源」的分配維護社會穩定，防止向小部分人過度集中引發社會問題——在一個到處都是單身漢、流浪漢的社會肯定不會和諧穩定。另一方面，婚姻形成的家庭體系也有利於社會穩定管理，婚姻和家庭基礎上的生育，可以有較好的育兒條件和環境，能有效的保證孩子的教育和身心成長。如果「生育自由」只管生不管養，那麼兒童教育問題，青少年問題就會成為社會的重大頑疾。

這就是筆者的觀點，「生育自由化」固然可能在短期內通過降低生育門檻來提高人口出生率，但如果在婚姻家庭保障缺失的情況下，社會在生育方面的保障跟不上，令人擔憂的就是會出現越來越多的兒童和青少年教育問題，這會嚴重影響到國家的人口素質。因此，建議借鑒已經實現「生育自由」國家在社會保障方面的經驗，並吸取他們的教訓，為生育自由加快完善社會保障體系和教育體系，以推動中國的人口高質量發展。

另一種深層次的擔心是，在男女數量不平衡和財富差距越來越大的背景下，生育自由會讓本就結構性稀缺的「生育資源」過度向富人集中，造成越來越多的女性選擇做從富人換取物質保障的單親媽媽，也不願意與貧窮的年輕小伙結婚。自由化的不良後果之一就是兩極分化，這個擔心看似杞人憂天，其實或許也是不無道理。看看當前高得離譜的離婚率和富豪們的「三妻四妾」現象，通過一夫一妻制的婚姻制度強制分配性資源以維護社會穩定的古老做法，在生育自由化和婚姻虛無化之後也可能會越來越難。



兔年樓價料錄雙位數升幅



樓市強心針 廖偉強

利嘉閣地產總裁

本港樓價自去年底開始止跌回穩，很多等待「執平貨」的買家亦陸續付諸行動，令1月份市況已經轉旺，抑壓已久的爆發力如脫韁野馬，樓價指數亦每周攀升。發展商有見樓市轉活，在新春前已率先推出貨尾單位來測試水溫，新春假期後，就是全新樓盤魚貫登場的開始。

近期特區政府進一步取消防疫限制，不但內地與本港通關，隔離令亦已取消，相信不久更會取消口罩令。雖然在1月8日通關後，經濟仍未一下子就復常，但相比之前的境況，肯定是令人滿意的。近期香港有很多地區已經開始重現人流密集，港鐵的車廂在不同時段都較以前擠迫，市民有需要重新適應這些景象，但起碼知道這是告別蕭條的表徵。

通關之後，北上的人數明顯比南下的人數多，但這並不是內地人不喜歡來香港，筆者認為是以下幾個原因。首先，因通關正值農曆新年臨近，很多內

地同胞必回鄉探親，自然未有即時來港旅遊公幹；其次，內地新冠疫情仍在觀察中，這個時候自然亦不會積極在兩地奔走；再次，重新通關畢竟是剛剛開始的事，申請簽證到港需時，而且農曆新年期間，節奏更可能會拖慢。筆者確信，春節後南下來港的內地人，數目將大幅增加。

事實上，現時的樓市情境，與2003年沙士後頗相似。當時香港在內地放寬自由行的幫助下，經濟繁榮，樓價亦拾級而上。所謂「春江水暖鴨先知」，觀乎近期在市場成交的單位中，有很多是大金額的交易，傳統的資金（Old money）成為了今趟的「春江水鴨」，先知先覺，這些買家沒有太大包袱，只要看準時機就會出擊。

過去一年的樓市淡靜期，令購買力抑壓已久，任何利好消息都容易刺激樓市迅速復甦；今次更不會是單一的利好消息，而是有多項利好從四方八面而來。很多業主得悉後，已重新修訂叫價，而買家亦不見得會卻步。

筆者相信，農曆新年後，樓市小陽春會持續一段時間；以目前的走勢來看，全年的樓價甚至有機會出現雙位數字的升幅。



▲美國2022年四季度消費繼續下滑，預計未來實際薪資增長將拖累消費增速放緩。

雖然目前美國實際國內生產總值（GDP）仍處於較高水平正增長，但筆者認為美國經濟仍將面臨較高概率步入實質性衰退，衰退時點或於今年上半年。未來美債利率下行趨勢確定性較高，美債利率大幅下行時點或與經濟全面惡化時點同步。投資者需警惕美股大幅下跌的風險。

美衰退最快上半年出現



貨幣微觀 明明

中信證券固定收益首席研究員

歐美經濟衰退擔憂緩解，推動全球股市大體上漲。歐元區1月綜合製造業採購經理人指數（PMI）重回枯榮線之上，歐洲各國消費以及投資信心也有所回暖，同時美國2022年四季度實際GDP數據披露，顯示美國經濟仍在較強勁增長。受歐美經濟軟著陸預期升溫影響，春節假期期間（截至1月27日）全球主要股票市場大體上行，美國、日本、德國、法國股票市場均有所上漲，其中日經225指數上漲3.12%，恒生指數上漲2.92%，道瓊斯工業指數上漲1.81%，納斯達克綜合指數上漲4.32%。美國GDP數據公布當日（1月26日）除日本股市小幅下跌外全球主要股市均上漲，其中恒生指數漲幅最大；外匯市場方面，美元指數小幅下跌0.07%，英鎊兌美元、歐元兌美元有所上漲。

由於能源價格持續走弱，歐洲經濟景氣度止跌回升。布倫特原油22年11月以來始終低於每桶90美元，處於俄烏衝突發生後的低位水平。能源價格的趨弱推動了歐洲經濟景氣度的上行，歐元區PMI和消費者信心指數均止跌回升，1月製造業和服務業PMI指數分別回升至48.8和50.7，歐元區服務業PMI自2022年8月以來首次回到擴張區間，德國服務業PMI自2022年7月以來首次回到擴張區間；1月歐元區消費者信心指數初值也有所回暖，錄得-20.9，高於前值-22.2。

住宅投資與服務消費急轉差

美國四季度實際GDP環比折年率初值錄得2.9%，略超預期的2.6%，四季度核心個人消費支出價格（PCE）指數年化季環比初值為3.9%，與預期一致，低於二、三季度4.7%水平。美國2022年三季度實際GDP環比折年率終值為3.2%，同年四季度實際GDP環比折年率初值為2.9%，略超市場預期。四季度美國實際GDP環比較強勁增長主要由於私人庫存較大幅反彈、消費仍具有韌性以及政府支出增加。2022年四季度核心PCE物價指數年化季環比繼續下降趨勢，降幅有所擴大，美國通脹壓力正在緩解。

雖然目前美國實際GDP仍處於較高水平正增長，但筆者認為美國經濟仍將面臨較高概率步入實質性衰退，衰退時點或於今年上半年。此輪由於通脹黏性導致美國聯儲局較難及時降息是美國經濟步入衰退的最大誘因，預計私人投資（即住宅投資、非住宅投資、私人庫存變化）將把美國拖入衰退泥潭，薪資增長導致消費韌性被消耗將進一步增加美國衰退深度，而財政及淨出口對於美國經濟的提振



作用較難阻止美國經濟步入衰退。

具體來看，去年四季度住宅投資進一步大幅下滑，美聯儲未能及時降息導致利率或持續保持在高位一段時間，構成美國房地產持續衰退的主因。2022年四季度住宅投資環比折年率下降幅度繼續高於20%，四季度環比折年率錄得-26.7%，前值為-27.1%。雖然當前家庭負債壓力較低，金融監管較2007至2009年更為嚴格，此輪房地產市場重演2007至2009年衰退、引發金融危機的風險較低。但由於美國通脹將持續一段時間處於高位水平，在加息停止後，即使面臨經濟惡化，美聯儲或較難及時降息，疊加此輪私人債務擴張程度也不低，因而預計此輪激進的加息幅度，以及高利率較長的持續時間將引致住宅投資較深的衰退，未來住宅投資將繼續拖累美國GDP，住宅投資衰退結束曙光或需等待至美聯儲開啟降息時點之後。

2022年四季度消費繼續下滑，預計未來實際薪資增長將進一步推動美國消費增速下行。去年四季度消費支出環比折年率由2.3%下降至2.1%，服務消費仍具有韌性，非耐用消費由於通脹壓力有所緩和而出現反彈。往後看，目前雖然美國薪資增速和美國通脹均具有黏性，但薪資名義增速仍低於通脹增速，導致實際薪資持續負增長，並且預計該情形仍將持續一段時間，疊加超額儲蓄對於消費的支撐或將於今年一季度趨於有限，因而預計未來美國消費將進一步下行。

警惕股市大跌風險

雖然私人庫存在去年四季度有所反彈，但非住宅投資環比增速大幅放緩，貨幣緊縮預計將在更久的一段時間持續抑制美國企業投資，需求下降或將滯後性地導致私人庫存未來存在大幅下行的風險。私人庫存變化波動較大，2022年四季度庫存水平有所上升，抵銷了非住宅投資的下跌。但由於貨幣緊縮通過萎縮需求、增加企業負債壓力等渠道遏制企業投資活力存在一定滯後性，美國企業投資大幅下行階段往往出現在衰退中後期，甚至負增長會持續至衰退結束後。雖然此

輪經濟衰退引發金融危機的風險較低，但考慮到當前較高的企業槓桿水平，預計此輪激進的緊縮貨幣對於美國需求的影響或將較為深遠，因而企業投資在中長期預計將出現環比負增長。同時，需注意美國個人消費需求與固定投資需求的下降或將導致私人庫存滯後性的大幅下行。

政府支出及淨出口較難將美國經濟拉出衰退泥沼。雖然財政支出往往表現為逆周期上行，2022年四季度財政支出也繼續有所增加，並且目前美國已經通過了1.7萬億美元的財年支出法案，未來美國財政支出預計將持續對美國GDP產生正向拉動作用。但由於此輪美國通脹風險較高，這也構成未來財政支出的桎梏，美國較難依靠財政支出將經濟拉出衰退泥潭。同時，淨出口對於實際GDP的提振作用在去年四季度趨於有限，雖然淨出口可能會出現單季度幫助美國實際GDP在衰退前由負轉正，但從歷史經驗來看，即使淨出口較強勁也無法阻止美國經濟步入衰退。

對於美債利率而言，此輪下行確定性較高，美債利率大幅下行時點或與經濟全面惡化時點同步。在經濟衰退期及經濟軟著陸時期，經濟放緩及通脹預期下行會導致美債利率下行。目前通脹預期邊際下降及經濟承壓開始推動美債利率進入下行通道，考慮到中國經濟復甦疊加美國經濟短期仍具有韌性，今年通脹下行斜率存在不及預期的可能性，並且今年下半年美國通脹或穩定在4%左右，今年通脹預期下降推動美債利率下行幅度或較有限，此輪美債利率較大幅下行或需等待經濟全面惡化時點（或於今年上半年）。

美股在經濟軟著陸或硬著陸時表現截然不同，此輪美國經濟衰退概率較高，需警惕美股大幅下跌的風險。美股往往在經濟下行前price-in（計價）經濟放緩風險而出現一定下跌，但在經濟軟著陸期間標普股指與納斯達克股指均未出現下跌趨勢。而在美國經濟硬著陸期間（衰退期間）美股不僅提前下跌，並且在經濟開始衰退後仍繼續其跌勢，整體下跌幅度較大。此輪筆者仍認為美國經濟較難軟著陸，因而需警惕美股大跌的風險。