

美科企裁員並非衰退先兆



天風視野 宋雪濤

天風證券首席宏觀分析師

美國網企大幅凍結招聘或裁員、情緒指標預期悲觀、美債收益率深度倒掛，看上去美國經濟麻煩纏身，但實際上各部門資產負債表健康，缺乏發生「硬著陸」的前提條件。筆者預計，今年美國通脹有韌性，聯儲局不會較早降息，且有可能被迫調高長期通脹目標。

為什麼市場容易產生美國經濟即將出現深度衰退的判斷傾向？筆者認為有幾個原因：

一是互聯網和金融領域的明星企業大幅凍結招聘或者裁員，佔據了新聞媒體的頭條，但這並不能代表更廣泛的就業低迷。互聯網和金融是美國經濟的明星行業，但在就業市場中的佔比只有7.5%。疫情期間，這兩個明星行業的就業率先反彈，許多企業在疫情期間積極招聘，例如互聯網行業的就業人數比疫情前高了11.8%（截至今年1月），但這也意味其過度擴張，比如高估了用戶對電子產品的需求增加，以及用戶在線時間延長的趨勢。而金融行業則受到了聯儲大幅加息的打擊，資本市場的融資和交易需求相對低迷，由於股價下跌，企業為響應投資者對利潤的要求，通過減少勞動力來削減成本，而非應對需求前景的惡化。

除了互聯網和金融外，很多美國行業依然缺人，截至今年1月，餐飲住宿、娛樂業的就業人數比疫情前低3%，伐木和採礦業比疫情前低8.6%。當前美國初次申請失業救濟金的人數已經接近歷史低點，勞動參與率仍比疫情前低接近1%，勞工市場依舊供不應求。

二是美國經濟的情緒指標（軟數據）和現實情況（硬數據）的差異較大。例如密歇根消費者信心指數、資本開支信心指數、費城商業情緒指數等均來到歷史低位，但這些軟數據對應的零售和耐用用品訂單（不含國防）數據卻沒有像以往週期一樣跟隨回落。對於消費者而言，其惡劣的情緒可能來源於飆升的通脹，事實上隨去年下半年通脹的降溫，目前密歇根消費者信心指數已經從6月的50反彈至64.9（100是中性）。而對企業而言，通脹、勞工短缺和美聯儲緊縮的貨幣政策均導致企業信心不足，而三者皆有不同程度好轉，費城商業指數、資本開支信心指數也有所企穩，未來軟數據可能向硬數據靠攏。

三是美債深度倒掛，但倒掛深度不能代表衰退深度，甚至不能代表一定會

衰退。金融機構盈利的機制在於借短貸長，在吸納低利率短期存款，然後貸長期貸款給企業，賺取長短端的利差。而利率曲線倒掛預示着經濟衰退的原理在於，當利率曲線倒掛時，這種機制反而會讓銀行損失利差，因此銀行缺乏向實體經濟提供貸款融資的動力，從而抑制了經濟活動。

但從當前情況來看，10年與3個月的美債利差可能並不代表銀行資產負債利差的有效指標。銀行的貸款利率並不以10年期國債收益率為基準，例如對企業的貸款利率以Prime Rate為基準，個人的房貸利率基準則是30年Mortgage Prime Rate，兩者與10年期國債利差已經相比疫情前走闊了90至100點子。

另一方面，美國商業銀行的貸存比目前處在30年以來最低區間，表明銀行並沒有因為經濟好轉、聯邦利率上調而過度借貸。過低的貸存比意味着商業銀行資產使用效率低，銀行要麼選擇主動「瘦身」降低總負債，要麼通過積極借貸增加資產端收益。目前居民和商業貸款仍在環比增長中。

事實上，如果美國出現深度衰退，是會發生債務危機。債務危機對應的資產負債的風險錯配，而當下居民、企業、政府、金融這四張資產負債表，都缺乏持續衰退、發生債務危機的條件。

提防通脹重燃 展開新一輪加息

整體來看，美國經濟其實不差，更沒有發生債務危機和深度衰退的基礎。經濟減速的根本原因是2020-2021年過高的居民消費、房地產銷售和企業庫存投資在2022年通脹和利率上升之後，擠出了後續的消費地產和庫存投資，在不發生危機的情況下，只需要時間就可以逐步消化前期的過度消費和庫存積累。這就是正常的庫存周期！

筆者預計2023年美國GDP全年增長仍在0%以上，且上行風險大於下行風險。

有韌性的美國經濟意味着什麼？一、美聯儲加息到5%以後停下來觀察，但也不會較早降息，加息幅度也並不足以使通脹回落到2%以內；二、勞動力市場韌性導致通脹中樞有黏性，今年年底，通脹可能依然高於3%；三、今年年底，聯儲需要在經濟增長和高於目標中樞的通脹中樞之間做選擇，可能選擇容忍更高的通脹中樞，修改貨幣政策操作框架，調高長期通脹目標；四、聯儲局過度加息是已知風險，停加息或開始降息後通脹回升，聯儲再考慮加息才是未知風險，市場對此並未有準備。



中國人口老齡化速度加快，延遲退休一方面讓年輕勞動者增加繳費，另一方面將兌付押後數年，緩解收支壓力。

「漸進式延遲退休方案」的傳聞近日在內地網絡上流傳，並引發了社會的廣泛關注。隨着人口老齡化不斷加深和人均壽命的延長，延遲退休可以說是大勢所趨。在全球範圍內看，美國、日本、德國等不少國家均採取了延遲退休政策。中國政府早在2012年就將延遲退休納入了社保改革的議程。儘管官方尚未明確公布延遲退休的具體時間和方案，但社會大眾已意識到形勢使然，延遲退休不久將會來臨。

延遲退休能填社保缺口嗎？

簡社

大學之道 清和

智本社社長

當前延遲退休的迫切形勢，主要來自財政壓力。財政部發布的2022年財政收支情況顯示：一般公共預算收入20.3703萬億元（人民幣，下同），比上年增長0.6%；一般公共預算支出26.0609萬億元，比上年增長6.1%；支出增速高於收入增速，全年收支缺口5.6906萬億元。全國政府性基金預算收入7.7879萬億元，比上年下降20.6%；政府性基金預算支出11.0583萬億元，比上年下降2.5%；收入降幅遠大於支出降幅，全年收支缺口3.2704萬億元。「兩本賬」全年形成的財政收支缺口達到8.961萬億元。

而全國社會保險基金賬戶無法自給、差額缺口不斷擴大，又需要公共財政持續輸血維繫。全國社保基金賬戶從2012年開始出現差額缺口（當年社保支出一當年保費收入），到2020年差額缺口擴大到2.9147萬億元。同期，公共財政對社保賬戶的補貼從5518億元擴大到2.1014萬億元；社保財政補貼佔一般公共預算收入的比重從2.31%快速上升到11.49%。

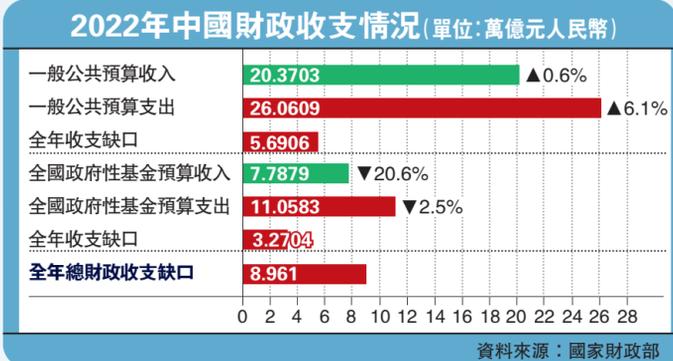
數據顯示，2022年全年社保基金收入7.1萬億元，支出6.6萬億元，年底累計結餘7.4萬億元。表面上看，社保收入大於支出，但其靠靠政府財政補貼才保持盈餘。在2022年一般公共預算支出項目中，社會保障和就業支出3.6603萬億元，比上年增長8.1%；支出規模僅次於教育項目位列第二，增速在所有項目中排第三。

老齡化加劇社保壓力

社保放到地方，形勢更嚴峻。社保負擔大省，財政自給率偏低，高度依賴於轉移支付。2020年全國只有7個省份養老金為淨貢獻，3個省份持平，剩餘21個省份需要「救濟」。其中，廣東上繳養老金達到1085億元，淨貢獻645億元；遼寧淨貢獻為-555億元，獲中央政府745億元調劑。

近年來，政府通過大幅舉債來填補收支缺口和社保虧空。2022年，全國發行地方政府債券合計7.3676萬億元，其中一般債券2.236萬億元、專項債券5.1316萬億元。其中，全國發行再融資債券2.611萬億元，佔全年債券融資總額的35%。須注意的是，再融資債券融資大量用於償債。全年地方政府債券到期償還本金2.7758萬億元，其中發行再融資債券償還本金2.391萬億元、安排財政資金等償還本金3848億元。這說明「以債養債」的問題比較突出。同時，付息成本持續增加。2022年債務付息支出1.1358萬億元，比上年增長8.7%，增速僅次於衛生健康項目位列第二。

隨着老齡化加速，退休人口快速增加，勞動人口減少，現行的「現收現付制」將不斷擴大社會保險基金的收支壓力。在90年代之前，中國沒有社會保險和養老金。社保基金在成立



之後便存在一大筆「歷史欠賬」，今天年輕人繳納的社會保險，很大一部分用於供養退休老人。在老齡化加速時期，持續減少的勞動人口難以供養不斷增加的老年人口。

數據顯示，截至2021年底，全國60歲及以上老年人口達2.67億，佔總人口的18.9%；65歲及以上老年人口達2億以上，佔總人口14.2%。與發達國家相比，中國老齡化的速度更快。從深度老齡化到超老齡化，德國持續了36年，日本用了12年，中國預計只需9年。預計到2050年中國的老年人口將突破4億，佔總人口30%。

2022年中國人口規模達到峰值，同時勞動人口加速下降。中國16-59歲勞動年齡人口為8.7556億人，佔全國人口的比重為62.0%，同比減少666萬人。預計未來十年，中國勞動人口平均每年減少1000萬左右。

以當前的形勢來看，這種「寅吃卯糧」的操作很快難以為繼。中國社科院世界社保研究中心發布的《中國養老金精算報告2019-2050》預測，2027年養老金結存達到峰值6.99萬億元；到2028年，城鎮企業職工基本養老保險當期結餘可能首次出現負數，養老金結存開始下降，到2035年有耗盡結餘的可能性。

在此背景下，延遲退休成為了緩解財政支出和社會基金支付壓力的必選項。從國際上看，延遲退休是緩解養老金危機的通行做法，符合人口老齡化、人均壽命延長的趨勢。就中國而言，延遲退休一方面讓年輕勞動者增加繳費，另一方面將兌付押後數年，緩解「寅吃卯糧」的收支危機。

當前，中國法定退休年齡，男性60周歲，女幹部55周歲，女工人50周歲。發達國家的法定退休年齡，法國60歲，實際退休年齡59.4歲；德國65歲，實際退休年齡62歲；英國男性65周歲，女性60歲，實際退休年齡62.6歲。與發達國家相比，中國法定退休年齡偏低。

不過，延遲法定退休年齡需要考慮很多因素，包括人均壽命、老年人的健康狀況、社保水平、老年人的就業狀況等。按照當前德國人均壽命預期81歲推算，德國老年人在62歲退休後人均可以領取19年的社會保險基金。當前中國男性人均壽命為75.8，60歲退休的男性老年人平均領取15.8年的社會保險基金。如果退休延遲，那麼領取社會保險基金的時間還將壓

縮。在日本、德國等發達國家，60多歲的老人仍保持較好健康狀況和就業條件，但是中國不少老年人進入55歲缺乏競爭力，便處於隱性失業狀態。

深層次改革應對危機

延遲退休在任何國家都是一項具有挑戰性的工作，國際上通行的做法是漸進式延遲法定退休年齡。所謂漸進式延遲退休，就是小步慢走策略，每年將退休時間推遲幾個月，經過一個相當長的時間，最終達到新制定的法定退休年齡。漸進式延遲法定退休年齡的好處是降低對不同年齡段勞動者的衝擊。

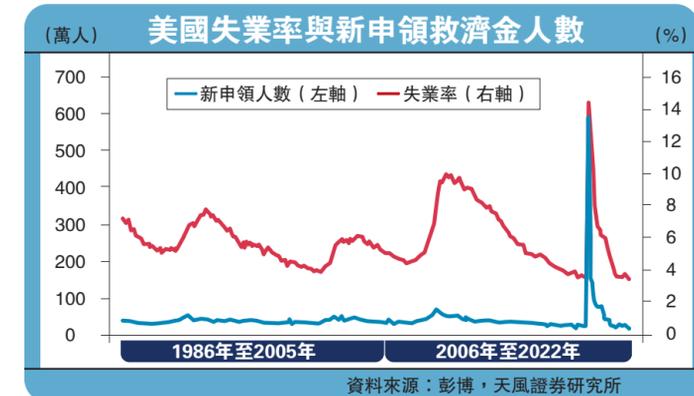
在中國，延遲法定退休年齡需要考慮更多結構性的問題，平衡城鄉之間、體制內外之間、年輕勞動者與退休老年人之間的利益。實際上，中國社保基金的矛盾錯綜複雜、兌付危機持續增加，僅僅延遲法定退休年齡，「犧牲」年輕人的利益去填補歷史性窟窿和承擔老齡化的代價，既無法真正解決問題，也不利於社會公平。

解決社保基金危機，中國需要一次系統性深層次的改革：

一是政府需調動大規模國有資產充實社保基金賬戶。社會保險基金的「歷史欠賬」主要來自國有企業和行政機構，如今收益豐厚的國有企業拿出利潤或資產來充實社會保險基金屬於應盡之責。2017年國務院出台《劃轉部分國有資本充實社保基金實施方案》，要求部分國有企業劃撥國有股權的10%充實社保基金。截至2021年1月，共劃轉93家中央企業和中央金融機構國有資本總額1.68萬億元。

二是加大行政機構和社會保險基金制度改革。精簡行政機構規模和財政供養人數，打擊吃空餉、領取高福利現象；降低體制內社會保險基金水平和公積金水平，大幅提高體制外人口尤其是農村人口的社會保險基金的統籌部分金額；社會保險基金市場化改革，提高投資收益率。

三是改革財政系統和金融系統。財政支出從大規模基建投資全面轉向生育、教育、住房、醫療、就業等社會福利建設，財政收入從間接稅的增值稅、土地使用權出讓金逐步轉向直接稅的企業所得稅、房地產稅，推動銀行市場化和利率市場化，降低房貸利率和企業貸款利率，通過降低家庭負擔、削減家庭債務、增加家庭收入，從根本上解決養老問題。



春江鴨入市 新盤銷售轉旺



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

業界喜歡以「春江水暖鴨先知」來形容豪宅投資者早著先機，在樓市轉旺前就已經趁低吸納，博樓市反彈。這句的出處是「竹外桃花兩三枝、春江水暖鴨先知。蒹葭滿地蘆葦短，正是河豚欲上時。」係宋代文人蘇軾為畫作《春江晚景》所題的詩文。站在2023年的春天，我們亦懷着春江水暖的期望，寄望三年疫情過去，本港經濟可以即時反彈，兩地恢復全面通關，整體零售行業可以盡早回歸暢旺，海外以至內地旅客可以復常恢復頻繁往來。當然對於樓市而言，可以有內地豪宅重返樓市，讓整體一、二手交投回升，不像去年一、二手交投同步淡靜。

只要留意一下近期的統計數字就會發現，今年1月無論股市、樓市均有所回暖，迅速收復失地。新盤市場在去年11、12月間，整體單月銷售只維持於

200伙至250伙左右，以金額計每月新盤銷售只有30億元至40億元。今年1月新盤銷售約510伙，較去年12月的270伙增加89%，總銷售額增至80.8億元，按月升幅達1.2倍。

特別一提，上月大額成交急速上升，反映不少豪宅買家已「春江水暖鴨先知」，早一步入市買樓，上月共錄得逾40宗以上，樓價達5000萬元以上的成交，按月急增2.2倍，逾1億元的大額豪宅成交亦接近10宗，相對於去年第四季加起來還要多，部分屋苑呎價亦屢創新高，啟德濠璟呎價突破5萬元，成區內新高，鴨洲洲凱玥呎價亦突破5萬元，同樣是區內呎價新高。

今年1月份股市、樓市同步暢旺，在財富效應的帶動下，相信本港「有錢人」仍然疫市上升，再者大家亦需留意，實際上今年1月份仍然未有大型新盤展開推售，換言之上月新盤銷售只集中於貨尾盤，踏入兔年發展商已密鑼緊鼓於短期內展開新盤推售，相信整體而言今年首季新盤勢必暢旺，大額成交增幅或會更加驚人。