



中國的房價存在兩極分化，而這種情況可  
以用人口的流動作解釋。

房價和教育是養育孩子最主要的兩項成本，中國的生育成本相對於收入幾乎是世界上最高，原因之一是中國大城市的房價收入比是世界上最高。中國的建設能力如此之強，建造房子的成本和效率都極具優勢，大城市也擁有足夠的擴展土地，但房價卻如此之高，背後的原因是什麼？

# 人口流動與房價分化



人口經濟學 梁建章

攜程集團執行董事長

中國的房價不是所有地方都高，尤其是到了2020年，中國的房價明顯出現兩極分化的情況。在大城市和東部地區，房價繼續堅挺，但在中西部和東北的小城市，房價卻出現下滑趨勢，有些地區房子嚴重供過於求，有些地區出現了房子白菜價的情況。

房價的分化可以用人口的流動來解釋。通常在人口流入地，房價會上升；在人口流出地，房價則下降。人口為什麼向大城市流動呢？這就要提到聚集效應了。人口聚集在大城市，人們有更多的交流和創新機會、更多就業選擇、更豐富多彩消費選擇、更高效和高質量醫療教育等各種服務。

## 供地錯配人口流動

中國的人向城市、尤其是大城市聚集的趨勢會否持續？這要看城市化率的國際比較。中國的城市化率相對於中國的人均GDP（國內生產總值）偏低，與中國人均GDP水平相當的國家，如巴西的城市化率遠高於中國，所以中國未來至少還有20%的城市化率的提升空間，即是未來還有2億至3億人口將遷入城市。而這部分人口將主要流向大城市和東南沿海地區。

有人說中國大城市的人口已經夠多了，但由於聚集效應，一個國家的人口愈多，大城市的人口就會愈多。世界上人口最多的大城市是日本的東京，東京都市圈的人口有3700萬，而日本的人口不到中國的十分之一。

中國的一個大省人口就相當於全日本人口，所以如果有相類似的聚集度，一個省會城市就應該有2000萬的人口規模，而一線城市則應該有4000萬至5000萬人口。因此，中國大城市的人口不是太多了，而是太少了。

那麼一個城市的人口愈多是不是房價就會愈高呢？人口愈多，需求就愈大，但房價還取決於供給，如果有充足的供給，那麼價格也不會很高。在大城市的稀缺地段，如市中心核心地區的供給是有限的，隨着城市人口的擴充，核心地區的房價會愈來愈貴，但非核心地區的住房供給應該有很大的提升空間。如果大城市不斷地擴充其住房用地，大城市非核心地區的房價、尤其是郊區的房價應該相對便宜和穩定。

那麼大城市還有沒有可擴展的土地呢？以上海為例，上海至今還保留了三分之一的農田，還有大量的低效的工業用地，如果都用來開發住宅，可以大幅度擴展住宅用地。新加坡的面積只有733.2平方千米，是上海的十分之一左右，但是容納了600萬人口。按照這個密度，上海容納5000萬人口沒有一點兒問題。

有人說如果在大城市大幅度擴大供地，甚至於建設別墅和其他低密度的住宅，雖然只用了1%的土地，但還是會減少耕地，影響糧食安全。這種推論是似是而非的，因為如果一個農村人搬到了大城市，即便是住在了城市郊區的低密度住宅，其用地的效率還是遠高於農村的。如果讓這個農村人落戶到城市，就可以釋放他在農



資料來源：Numbo, 2020

村的宅基地，甚至於釋放出更多的耕地。

事實上，由於大城市土地供應不足，很多在城市打工的外來人口買不起大城市的房子，只能是在縣城買房，而且還保留着農村的宅基地房子，造成了更大的土地浪費。

通過以上分析我們可以知道，中國的大城市還有大幅度增加住宅用地的空間，可以緩解高房價問題。但實際的情況是，中國近幾年實行了控制大城市人口規模的政策，限制了大城市的土地供應。對比之下，中國的建設供地更多是在人口流出的中西部地區，造成了那些地方的住宅和其他建設用地供過於求。

## 各地展開搶人大戰

有人擔心大城市進一步增加人口，會出現交通擁堵、空氣污染的「大城市病」。從世界範圍來看，城市的人口規模與交通擁堵和環境污染沒有必然的關係。

世界上人口較多的大都市，如東京、首爾，其交通並不擁堵。這些城市都很好地利用了公共交通、尤其是軌道交通解決了交通問題。例如，首爾通過不斷開發軌道交通和沿線的衛星城來擴展城市的人口規模。一個地鐵站可以帶動5萬至10萬人的衛星城，一條20站的地鐵線可以帶動100萬人口的衛星城鎮。中國建設地鐵的效率是世界領先的。只要充分利用城郊的用地，開發軌道交通和衛星城鎮，就可以在不增加擁堵的情況下，大幅度擴展城市人口規模。

城市的軌道交通還可以延伸到附近城市，把相鄰兩個城市連成一片，形成「都市圈」，其實東京和首爾都市圈也不是行政上的東京和首爾。東京都市圈其實涵蓋了周邊的千葉市和橫濱市，首爾則涵蓋了京畿道的一部分。這些相鄰的城市之間幾乎是連成一片的，土地資源得到了充分利用。

與之形成鮮明對比的是，北京和天津之間、上海和蘇州之間，還有大量的農業用地未被充分开发利用，以形成一個幾千萬人口的都市圈。其實中國是更有條件建設都市圈，因為擁

戶，比如福州從2021年元旦開始全面放開落戶條件，不設學歷、年齡、就業創業等限制，真正實現了落戶零門檻。

## 推行生育購房補貼

過去中國的住宅供應沒有跟上人口流動的形勢，造成了中國在發達地區供地不足、住宅供不應求，但是欠發達地區住宅供大於求的現象。未來應該讓供地指標跟着人口流動走：房價高的人口流入地區需要加大土地供應，而房價低的人口流出地區需要減少土地供應。同時進一步深化推進戶籍制度改革，消除人口自由遷徙的限制，讓教育醫療資源和其他社會福利可以方便地跨省享用，不讓公共福利成為人口流動的障礙。

房價政策還可以和鼓勵生育政策聯動。在大城市增加土地供應，可以大幅度增加當地的土地出讓收入。根據中國社科院的數據，2017年土地平均成交價格與商品房平均銷售價格的比值達到0.68。在大城市，地價普遍佔到房價的一半以上。增加土地供應所增加的收入除了可以用作基礎設施、教育醫療等公共服務建設，還可

以用來鼓勵生育。筆者建議給予多孩家庭購房補貼，比如房價直接打折或者購房貸款貼息。具體方式可以通過按揭利息返還或房價打折進行補貼。比如說返還二孩家庭的房貸利息的50%，對於三孩家庭的房貸利息可全部補貼返還（規定一個上限）。以孩子出生開始，期限是20年。只補貼新政推出以後的購房貸款。

初步計算一下這個政策的財政支出：如果每個房子的平均貸款額是100萬元（人民幣，下同），按照整個還款周期20年的平均利息3%來算，那麼每年的平均利息差不多是3萬元。因為只有二孩和多孩家庭才能享受到這樣的補貼，所以只有不到一半的有孩家庭能享受到這樣的住房補貼，平均的補貼水平可能略大於利息的一半（因為多孩家庭還是比二孩家庭少很多）。

現在每年1000萬新生人口中，二孩和多孩家庭差不多400萬個，首年補貼金額是每年400萬×3萬元/2=600億元，第二年會是1200億元，到20年時達到頂峰為1.2萬億元。

上述財政支出主要是在大城市，因為大城市的房價和房貸額會比較高。這項補貼的實際效果會是向大城市的家庭傾斜，有效緩解大城市年輕人沉重的購房負擔。這部分補貼完全可以通過增加土地供應來籌集。加大土地供應並給予二孩和多孩家庭買房補貼，還可以提振房地產市場的需求，起到刺激經濟的效果。

# 市場重估聯儲加息進程



世經明察 張明

中國社會科學院  
金融研究所副所長

近期人民幣兌美元匯率有所貶值，且因自2022年9月以來再次破7而引發市場關注。大家不難看出，人民幣兌美元匯率的貶值幅度與美元指數的升值幅度相當接近，這意味著美元指數的上升或是本輪人民幣兌美元匯率貶值的最重要因素。那麼為何自4月中旬至今，美元指數出現了顯著反彈呢？

筆者認為，美元指數反彈的最重要原因，在於美國經濟迄今為止依然表現出較強的韌性，使得市場開始重新評估美聯儲加息的可能性，這就導致美國長期利率反彈，進而帶動美元指數升值。

在2022年3月16日至2023年5月3日期間，美聯儲在短短14個月內加息10次，累計加息幅度高達500個基點。如果按照美聯儲之前每次25個基點的加息幅度計算，這相當於美聯儲在14個月內加息20次。如此陡峭的加息幅度是自1980年代初期「沃爾克衝擊」以來絕無僅有的。

一方面，美聯儲連續加息帶動了歐洲央行與英格蘭銀行的加息進程。2022年7月至2023年5月，歐洲央行連續加息7次，累計375個基點。2021年12月至2023年5月，英格蘭銀行連續加息12次，累計440個基點。

另一方面，主要發達國家央行集體陡峭加息，導致全球範圍內出現新一輪金融動盪。在2023年3月之前，這主要表現為部分新興市場與發展中國家爆發因資本大量外流而引發的金融危機，例如斯里蘭卡、巴基斯坦、黎巴嫩、土耳其、埃及、加納、贊比亞、阿根廷等國家均爆發了危機。在2023年3月以來，金融動盪主要表現為歐美銀行業動盪。迄今為止，美國已有硅谷銀行、簽名銀行與第一共和銀行破產倒閉，而歐洲則有瑞士信貸與德意志銀行先後遭遇危機。

由於陡峭的加息縮表已經導致國內經濟出現放緩跡象，且已經引發國內中小銀行業動盪，在5月初加息之後，市場普遍預測美聯儲將會停止加息，甚至開始產生美聯儲將在今年四季度降息的憧憬。但今年4、5月份的數據，表現出美國經濟在經歷加息衝擊之後依然具有較強韌性，這意味著通貨膨脹短期內下降的速度可能明顯放緩，從而可能倒逼美聯儲繼續加息。

從勞動力市場來看，2023年4月美國經過季調後的失業率僅為3.4%。這

一數據與2023年1月持平，且是自1969年5月以來美國最低的失業率水平。儘管2023年5月美國季調失業率上升至3.7%，但同月美國季調後的新增非農就業人口達到33.9萬人，這是自2022年9月以來的次高水平（僅低於2023年1月的47.2萬人）。

## 年內降息概率較低

就業數據意味著，迄今為止美國勞動力市場依然非常強勁，勞動力需求顯著超過勞動力供給。這一現象具有雙重涵義：一是，考慮到私人消費對美國經濟增長的貢獻超過70%，勞動力市場的火爆意味著短期內美國經濟增長動能猶在，今年年內出現衰退的概率顯著下降；二是，工資薪金上漲壓力依然較大，而這會繼續推高通脹壓力。

從通貨膨脹來看，2023年4月美國CPI（消費物價指數）同比增速為4.9%，核心CPI同比增速為5.5%。儘管與2022年6月9%的高點相比，美國CPI同比增速已經顯著下降。但與2022年9月6.7%的高點相比，美國核心CPI同比增速的下降幅度非常有限。如果我們對美國CPI同比增速做一個簡單分解的話，可以發現商品通脹增速已經由2022年3月14.2%的高點下降至2023年4月的2.1%，服務通脹增速僅由2023年2月7.6%的高點下降至2023年4月的6.8%，房租通脹增速僅由2023年3月8.2%的高點下降至2023年4月的8.1%。這意味著與商品通脹相比，美國服務與房租的價格具有更強的黏性，而這種黏性從根本上而言與勞動力市場的工資薪金上漲壓力較大密切相關。

經過上述分析可知，在2023年下半年，美國通脹下行速度可能慢於市場預期。例如，筆者認為，美國核心CPI同比增速在2023年內降至3%甚至2.5%的概率很低。這就意味着，即使美聯儲不再加息，美聯儲在今年年內降息的概率也很低。

事實上，最近充滿韌性的勞動力市場數據，已經讓市場重新開始預期美聯儲可能仍有一次25個基點的加息。加息預期重新增強，導致10年期美國國債收益率由2023年4月6日的3.3%上升至6月2日的3.69%。最終，美國長期利率上行將推動美元指數上行。

如果在2023年下半年美聯儲既不加息也不降息，那麼即使美國10年期國債收益率與美元指數回落，回落幅度也不會太大。例如，美國10年期國債收益率降低至3%以下，或者美元指數下降至100以下的概率，目前來看都較低。

## 放寬首置按揭



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

香港特區政府財政司司長陳茂波近日重申暫無意調整辣招，但表示會考慮為首次置業市民放寬按揭成數比例。陳司長未就有關概念作進一步解釋，假設首置按揭最高成數將由現時的九成增加為九成半，筆者是同意的，因為借高了成數不會顯著提高槓桿風險，加上二手按揭機制還有供款入息比率及壓力測試這兩個關口，大幅降低了銀行壞賬風險。從過去10年的經驗來看，縱使樓價下跌會導致負資產增加，但壞賬仍處於極低水平。

進一步放寬首置按揭成數屬於對症下藥，此舉針對的是年輕人上車困難的實際情況。考慮到租金仍與供樓開支相差不遠，因此付得起租金的年輕人，多數也有條件實現置業。

特區政府提高首次置業的按揭成數反映出兩點問題：

一是特區政府不擔心現在所謂的「高息環境惡化」，而事實上自去年9月將物業按揭貸款利率的壓力測試要求由3厘減到2厘之後，其實也間接向市民展現出官方管理H按揭預期的信心，在息口封頂機制的配合之下，將市場風險降低在受控範圍內。

二是反映出特區政府對房屋政策的掌握是全面到位的，其最終目的其實就是令到年輕人可以買得起樓。整個房屋政策的制定目標在於分配社會財富及保證市民的安居樂業，而安居樂業的具

## 降低上車門檻

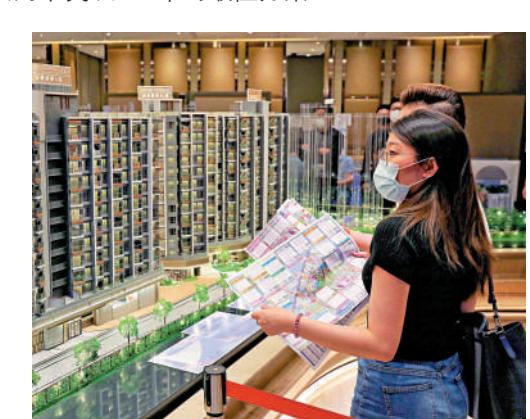
體表現就是置業安居。

去年2月政府放寬按揭保險計劃，幫助二手轉流率增加，再加上收緊公屋的富戶政策令到公屋轉流率低的問題有望解決，再配合增加首次置業的按揭成數，上述舉措都在正確的方向。當然，筆者仍然有意見想補充，那就是應重啟2004年停辦了的「置業資助貸款計劃」。

## 籲重推置業資助貸款

筆者認為，按揭保險的成數提高只是解決到部分問題，按揭成數的放鬆無法取代置業資助貸款。香港按揭證券有限公司是一間獨立機構，只會站在自己利益的角度去審慎理財，不能夠做到「急市民所急」，而按揭保險公司往往較保守，效率亦不算出色。置業資助貸款計劃則可以幫助合乎資格者即時有一筆資金去做首期，兩者效率是無法比較的。

過去有段時間，筆者曾聽過一些官員說有了按揭保險就不用置業資助貸款，但經過了十多年之後來說，這種看法是錯的。筆者雖然同意放寬按揭成數是對年輕人置業有幫助，但作為一個專業的房屋政策評論員，必須要提出「置業資助貸款計劃」才是提升房屋政策效率的最佳方案。



上車  
放寬首置按揭成數可協助年輕人