

人口減少「雞娃」長存



人口經濟學 梁建章

攜程集團執行董事長

中國教育部7月份發布的《2022年全國教育事業發展統計公報》顯示：全國共有幼兒園28.92萬所，比上年減少5610所；學前教育在園幼兒4627.55萬人，比上年減少177.66萬人。這一趨勢的背後是孩子的養育成本和學費成本過高，嚴重壓抑了年輕人的生育意願。而教育成本過高，一個突出的現象就是「雞娃」現象越來越普遍。所謂「雞娃」，是指父母給孩子「打雞血」，為了孩子能考上好的學校，不斷給孩子安排補習，不停地讓孩子去努力拚搏。

有人認為，隨着中國出生人口不斷減少，每個人能夠享受到的教育資源變得更多了，上大學更容易了，所以「雞娃」現象也會減少。這種觀點錯在哪裏呢？

首先，雞娃現象不是因為教育資源不夠。2023年中國高校畢業生達到1158萬人，而2022年中國出生人口只有956萬人。也就是說，現在高校畢業生人數已經超過出生人口，將來大學教育資源必然是過剩。但現在上大學已經不是競爭目標，上名牌大學才是競爭目標。人口減少，導致創新機會也會減少，排名的競爭會更加激烈。

其次，上述觀點以為教育資源是固定不變的。可是隨着出生人口的減少，先是幼兒園，接着是小學和中學，然後是大學也會逐步減少或撤併。農村人口的減少就能說明這個問題。2012年11月20日《光明日報》報道：21世紀教育研究院發布的《農村教育布局調整十年評價報告》顯示，在2000年到2010年的十年間中國農村平均每天就要消失63所小學、30個教學點、3所初中，幾乎每過1小時，就要消失4所農村學校。過度的學校撤併導致學生上學遠、上學貴、上學難。

教育改革勢在必行

人口減少，找工作也不會更容易。因為就業機會都是人創造出來的，人口減少了，就業機會和晉升機會也會減少，好的就業機會和晉升機會，就只能會更加競爭激烈，教育也會更加內卷，雞娃會更嚴重。一個家庭的孩子越少，每個孩子的平均養育成本和學費成本越高。少子化也會降低家庭風險承受度，窄化職業選擇範圍，讓家庭越來越集中選擇那些所謂「鐵飯碗」的職業（例如報考公務員），在一些發展空間有限或提升意義不大的職位上高度競爭。

要減少雞娃現象，關鍵還是要進行教育改革。

首先從取消中考和縮短學制開始。如果沒有中考的擇校壓力，那麼雞娃現象就會減少，整個教育的效率也可以大幅度提高。因為在互聯網的大環境下，現在很多知識不需要死記硬背，人工智能可以幫助教學。筆者的建議是小學階段提速一年。

其次，大學教育通識化和普及化。大學教育主要培養學習能力和生活在複雜社會的各種技能，所以不分專業和文理都應該學習大量的基礎必修課，即實現所謂通識化。用大學生畢業能力考來取代高考，作為擇業和研究生院錄取的主要依據後，名牌大學研究生院的入學競爭預計還是會很激烈，大學生也會更努力學習，這正好解決了當前大學生不努力學習的問題。

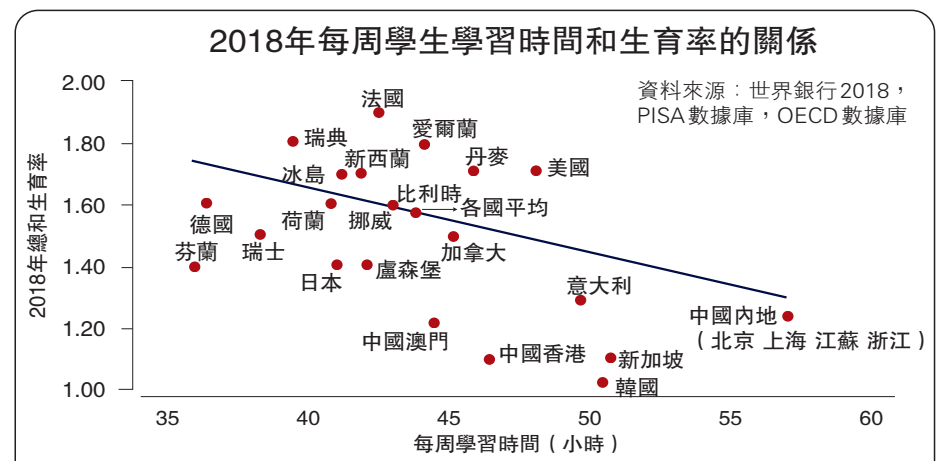
少子化與雞娃是共生現象。2022年韓國生育率只有0.78，全球最低，而雞娃最嚴重的國家也是韓國。韓國近年來出生人口不斷減少，總人口也已進入負增長，但韓國的雞娃現象越來越嚴重。今年6月18日韓國兒童保育與教育研究所發布的調查數據顯示，近年來本國讓孩子「不輸給同齡人」的想法，學齡前兒童的家長中，選擇讓孩子在私營教育機構接受培訓者佔比快速增長。

中國也是如此，孩子少了，但是對於名牌大學的競爭愈演愈烈。獨生子女承載着父母對孩子的全部希望，他們從小就面臨着不要輸在起跑線的壓力，雞娃會更厲害。另一方面，雞娃越嚴重，養娃壓力越大，生育率也會越低，造成惡性循環。

雞娃和教育內卷的根源，是高考和中考的壓力，使得家長承受巨大的孩子升學壓力，不得不花大量的時間和金錢給孩子補習。中國學生的學習時間幾乎是世界上最長的，2018年在國際學生評估項目（PISA）的調查統計中得出，中國（不含港澳台）15歲學生平均每周的學習時間將近60個小時。

教育內卷給學生和家長造成金錢和時間的負擔是拉低生育率的最重要的原因之一。配圖分析比較了世界上不同國家或地區學生的學習時間和生育率的關係，包括中國在內的東亞國家。東亞國家的作業時間比較長，生育率則相對低，而歐美國家的學習時間比較短，生育率相對高。學生的學習時間和生育率呈現負相關的關係。

總之，人口減少不會導致雞娃現象減少，因為雞娃是對於排名的競爭。人口再少，也會有第一名、第二名的競爭。要減少雞娃現象，關鍵是要進行教育改革。取消中考和縮短中小學學制以後，家長不用為孩子的中考和高考那麼操心，壓力也會小很多，雞娃現象會減少，養育成本和學費成本會降低，生育意願也會提高。



新盤震撼價 二手遭冰封



樓語縱橫 楊永健

世紀21·Q動力總經理

在高息環境下，近月來香港整體樓價顯著走低。樓價連跌三個月的同時，整體二手成交量亦持續回落，上月二手成交跌至只有約2500宗，再創近半年的新低，交投量更較今年3月份的5500宗急速回落一半以上。面對淡靜樓市，地產發展商出手自救，長實就以震撼低價推出旗下油塘新盤親海II。

長實執行董事趙國雄亦直言，今次是「平價爆價」、「代理聽到價錢開心到喊，老闆聽到價錢傷心到喊」，新盤的定價是近七年來定價最平的市區新盤，入場費低見290萬元，幾乎是私樓居屋價推售，比起同區二手樓價還要低的屋封」，自然亦令整體二手市場幾近「冰封」。

正所謂「一盤激起萬千客」，焦點新盤以吸引價推售，自然可激發起市場購買力，最終項目共吸引3.8萬票認

購。按項目首批626伙發售單位計算，項目大幅超額60倍，成為有史以來新盤「票王」。再加上長實亦已決定乘勝追擊，本周推出親海I，勢必再度掀起搶購潮，本月一手新盤銷量勢必顯著回盤，相信至少可以達1000伙新盤銷售以上，重上三個月前的水平。

現樓尾貨近年新高

相信大家亦明白，發展商以震撼低價推盤，多少反映發展商對整體市場缺乏信心，市場上又有大量新盤競爭。今明兩年是新盤落成量的高峰期，按差餉物業估價署的推算，今明兩年將有多達4萬伙新盤落成，而新盤現樓尾貨亦已升至近年高位，大量現樓新盤登場，發展商需要「自救」，以震撼低價盡快清貨，以免積壓太多貨尾盤。

樓市持續整固，買家對後市缺乏信心，加上在辣招之下，樓市基本上只剩下用家，辣招加上高息投資者早已離場。早前金融管理局亦已放寬壓力測試安排，但對樓市交投依然慢熱，相信特區政府根據形勢為樓市「應援」。



人民銀行或將加快引導、推進存量按揭利率的調整，降低居民自主降槓桿的意願。

中國7月信貸顯著弱於預期，從數據反映的現實情況來看，筆者認為近期降準的概率比較大，甚至不排除進一步降低政策利率的可能性。總體來看，當前基本面情況利好債市表現，流動性在穩增長訴求下也將繼續保持寬鬆狀態，但穩增長政策預期對市場的影響也在加強，預計短期債市可能延續窄幅偏強波動。

降準減息 提振信貸穩經濟



經濟把脈 明明

中信證券固定收益 首席研究員

在7月底票據利率再度探底後，投資者對於當月信貸表現較弱就有一定預期，但7月人民幣貸款wind一致預期增加8446億元（人民幣，下同），實際增加3459億元，同比少增3498億元，刷新2010年以來的單月新增規模最低值；類似的，對於7月社會融資規模wind一致預期增加11220億元，實際增加5282億元，同比少增2703億元；社融同比增速8.9%，較6月環比下調0.1個百分點。

結構上看，7月對公貸款幾乎依靠票據沖量，企業中長貸對於信貸的拉動效果持續走弱。今年以來，企業中長期貸一直是拉動每月新增信貸的中堅力量，但從3月開始，每月相較於去年同期的同比多增值持續下滑，在7月更是出現了近一年首次負值。

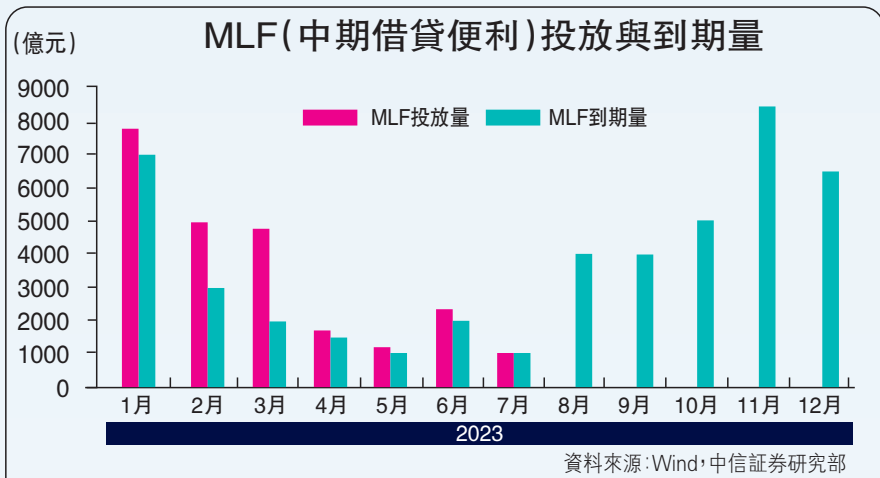
上半年新增貸款達15.7萬億元，同比大幅多增2萬億元，消耗了存量信貸項目儲備。6月作為季末月，當月人民幣貸款投放整體表現好於預期，尤其是企業中長期貸款，在高基數基礎上仍實現了同比多增。從上半年的整體數據來看，新增人民幣貸款較去年上半年同比多增2萬億元，信貸投放前置的特徵相當明顯。筆者認為在監管考核的壓力下，銀行很可能「寅吃卯糧」，提前動用信貸儲備項目，導致7月壓力陡增。

實體內生融資需求依然偏弱，隨着前期落地政策的效能逐步釋放，在新的政策工具刺激前，信貸增長可能略顯疲態。剔除非銀貸款的貢獻，社融口徑下金融機構對境內實體人民幣信貸投放僅364億元，同比少增3892億元。結合票據利率走勢，表明實體內生性融資需求修復依然偏弱，和信貸投放目標之間存在較大的矛盾，貸款供給強於潛在需求。事實上，去年下半年以來，以企業中長貸為主力的信貸高增很大程度上依靠政策推動，尤其是政策性開發性金融工具的使用帶動了基建等項目融資，隨着前期政策效能逐步完成釋放，而實體內生融資需求短期內仍難以接力，導致信貸增長略顯疲態。

居民信貸持續疲弱

居民加槓桿意願較弱，住房購買放緩疊加按揭貸款提前償還，導致零售貸款減少。7月居民信貸投放延續弱勢，一方面受地產銷量疲軟拖累，另一方面，居民部門資產端收益率下滑與負債端成本剛性的矛盾導致提前還貸現象加劇，這一點從7月居民存款同比多減4713億元可以得到側面驗證。筆者注意到，4月居民中長貸和存款也曾出現明顯的同比多減現象，由此推測銀行可能出於考核的目的，將一部分提前還貸的客戶需求從季末月延遲至下一個季度的季初月，因此按揭還貸現象在季初月會表現更為集中。

隨着二季度以來經濟修復斜率放



緩，穩增長訴求回升而逆周期調節空間打開，人民銀行對於貨幣政策精準有力支持實體的態度也是較為明確，新一輪寬貨幣周期或已起步。

降準大概率在三季度落地，向市場投放中長期流動性。貨幣政策總量和結構工具箱打開、逆周期調節加力的環境下，降準釋放流動性對沖流動性缺口的可行性和必要性抬升。今年下半年政府債很可能從8月開始迎來發行高峰，同時8月MLF（中期借貸便利）到期規模為4000億元，流動性面臨一定的缺口。在滿足信貸增長需求，呵護流動性市場合理充裕的目標下，數量端寬貨幣工具更有可能靠前發力，筆者認為近期降準將會落地，助力寬信用、降成本目標，也有助於穩定市場信心。

MLF料降10至30基點

筆者此前曾撰文指出，參考工業企業利潤和PMI（製造業採購經理人指數）同比化讀數當前點位所對應的實際利率，以及處於緊縮周期的美國實際利率，可以得出中國實際利率至少需下行至1%左右的結論。在對年內CPI（消費物價指數）同比回升的積極與消極假設下，年底前MLF利率降息空間可能在10個基點（BP，Basis Point）到30個基點之間。當前社融存量接近366萬億元，MLF降息對於壓降全社會利息成本的效果顯著，加大降息力度在中長期的時間維度上是有必要的。當前金融機構信貸投放壓力仍要高於實體有效需求，貸款利率仍有下行空間。

結構性貨幣政策有增加額度或創設新工具的可能。人民銀行6月30日公告稱，支農再貸款、支小再貸款、再貼現額度合計增加2000億元。此外，8月4日，中國人民銀行貨幣政策司司長鄒瀾在國家發展改革委、財政部、中國人民銀行、國家稅務總局聯合召開的新聞發布會上表示，「必要時還可再創設新的工具，持續支持普惠金融、綠色低碳等重點領域和薄弱環節。」我們認為後續結構性貨幣政策工具將為經濟高質量發展提供精準的金融支持。

人民銀行或將加快引導、推進存量按揭利率的調整，降低居民自主降槓桿的意願。提前還貸背後反映的是居民資產端收益率下滑與負債端成本剛性的矛盾，下調存量房貸利率有利於緩解提前還貸問題，避免居民部門資產負債表大幅縮表。在上半年金融統計數據發布會上，貨幣政策司司長

鄒瀾提到「支持和鼓勵商業銀行與借款人自主協商變更合同約定，或者是新發放貸款置換原來的存量貸款」；2023年下半年人民銀行工作會議也明確提到將指導銀行調整存量房貸利率，後續居民端縮表、主動還貸等問題可能會得到一定緩解。同時居民金融支出會部分轉化為社會消費支出，從而提升消費傾向，從內需的角度拉動經濟整體修復。

財政政策方面，筆者預計地方債的發行使用將在三季度明顯提速。7月中央政治局會議關於預算內財政提到兩點：第一，落實好減稅降費政策；第二，加快地方政府專項債券發行和使用。兩項措施並沒有直接增加財政預算赤字規模，但考慮到目前地方債發行進度仍留有較大空間，在穩增長壓力加大、政府性基金收入承壓的情況下，地方債早發行、早使用將對財政以及經濟都提供支持，筆者預計三季度政府債發行將迎來階段性的「小高峰」，不僅直接托底社融數據，還有助於為財政支出「填補彈藥」，從而發揮政府資金的撬動作用，拉動消費與投資。

在預算內財政空間有限的情況下，政策性金融工具可以作為「準財政」工具刺激民間投資項目。政策性金融工具在推動地方基礎設施項目投資方面有比較好的效果，也有助於支持和促進民間投資。7月24日，國家發改委印發《關於進一步抓好抓實促進民間投資工作努力調動民間投資積極性的通知》，提出要引導政策性開發性銀行等金融機構加大對民間投資項目的融資支持力度，未來此類「準財政」工具或將成為政策組合的重要補充。

7月金融數據不及預期，主要是企業融資意願偏低、存量項目透支、按揭提前償還、地產銷售不旺、政策效力存在時滯等因素共同影響所致。參考近期人民銀行政策表態，數量端貨幣工具轉向收緊的可能性較低，筆者認為近期降準的概率比較大，甚至不排除進一步降低政策利率的可能性；同時，人民銀行或將加快引導推進存量按揭利率的調整。財政政策方面，預計地方債的發行使用將在三季度明顯提速。

總結來看，當前基本面情況利好債市表現，流動性在穩增長訴求下也將繼續保持寬鬆狀態，但穩增長政策預期對市場的影響也在加強，筆者預計短期債市可能延續窄幅偏強波動。