►中國要在全球競爭中崛起，必須培養成規模的創新資本和人才。

如果中國經濟體系是一個生態系統，那麼貨幣蓄水池與就業蓄水池就相當於經濟生態的「濕地」。疫情之下，這兩個蓄水池正在遭受前所未有的衝擊，當務之急在於充分調動民營企業的積極性，構建穩增長統一戰線。其中關鍵在於，從穩定企業長期預期的角度激發投資和消費的信心。

中國經濟的兩個「蓄水池」

澤被萬物　趙　建
西澤研究院院長

經濟指標林林總總，但歸根結底兩個指標最重要：物價和就業。因為這兩個指標，不僅僅是經濟問題，還關係到政治和社會穩定。回顧人類歷史周期，陷入中等收入陷阱的國家，哪個不是遭遇了惡性通脹和超高失業率困境。一旦陷入通脹螺旋與失業陷阱，再進行治理就異常困難，傳統的政策工具和措施基本不再管用。一方面是生活成本在飛漲，另一方面因失業失去收入來源，人民的生活遭到兩頭夾擊。而一旦形成相互強化的趨勢，即「滯脹」惡性循環，那麼整個社會的穩定性就要受到嚴峻的挑戰。

站在宏觀管理和頂層設計的制高點，無非就是管理好兩個「池子」：貨幣池子和就業池子。貨幣池子方面：若供給不足，銀根緊縮，經濟凋敝，企業破產，大量裁員；若供給過剩，缺乏紀律，肆意超發，那麼惡性通脹幾乎不可避免。筆者多次強調，惡性通脹並不是貨幣太多了，而是真實的貨幣太少了。惡性通脹到極限，就會出現以物易物的狀態，經濟系統就失去了有效的一般等價物。

而就業池子就像是一個危機緩衝地帶。當工業化、城市化需要大量就業人口的時候，鄉村就業蓄水池就向工廠、城市輸送勞動力。相反，當經濟下行城市就業人口壓力上升的時候，人口就可以回流鄉村。很多年輕人在城市找不到工作，通常會選擇靈活就業，包括快遞、外賣、網約車、直播等。但當前這個就業蓄水池不僅無法蓄水，還在大幅裁員向外溢出。

「貨幣池」倚仗地產市場

貨幣池可分為兩個聯接在一起的池子：造水池與蓄水池。

4月份經濟數據出現一個奇怪現象，即經濟和社融出現大跌，但M2（廣義貨幣供應）卻一直增長。這並不是說，我們的貨幣造水池的造水能力依然穩定。

實際上，最近幾年由於種種原因，貨幣空轉、貨幣窖藏、貨幣流通阻滯的問題愈來愈多。其主要原因是企業家信心偏弱，不再願意將貨幣資金投放到長期項目，而寧願在金融資產上「快進快出」，隨時準備變現。這無疑將大大降低貨幣的交易功能和生產效率，造成貨幣造水池一片死水，經濟活力自然也起不來。

而所謂的貨幣蓄水池，並非是對貨幣的鎖定，而是讓貨幣持有者擁有變成消費品和財富的權力。筆者早在十幾年前的一篇學術論文裏指出，貨幣的本質不僅是債權，還是可以變成消費品、資本品等實在物品的期權。畢竟持有貨幣，無論是銀行賬戶裏面的數字，還是手中的現金，都不是最終目的。因此，貨幣蓄水池能儲存貨幣，讓貨幣甘心留在這個池子裏不外溢，需要在這個池子裏的商品和資產對貨幣有吸附能力。

比如說房地產市場，雖然通過房地產貸款創造了近百萬億貨幣，但同時也通過高密度的債務吸附了大量貨幣，即人們必須每個月拿出一定的貨幣收入歸還按揭貸款，或是為了能夠付得起首付不參與消費進行儲蓄。這些儲蓄和負債行為都將一定的貨幣鎖定在房地產領域，使得在長達十幾年的中國貨幣化進程中，廣義貨幣增長了幾倍，卻沒有引發大通脹。不過，一旦將房地產價格打到一個前所未有的低水平，意味着中國的宏觀風險結構發生了巨大的遷移：通貨膨脹的風險轉換成了資產價格和債務信用風險，或者說是資產負債表風險。

房地產作為中國經濟體系中的貨幣蓄水池，在創造貨幣同時管理好通脹問題是不穩定的。但就當前的形勢來看，還沒有可以替代房地產市場的資產出現，這是因為：1）房地產蓬勃是快速城市化的必然產物，不應該將其妖魔化；2）房地產除了居住屬性，還有公共品屬性，買房落戶代表的是能享受這個城市的醫療、教育、養老、公共設施等福利；3）房地產有金融屬性，是老百姓進行價值儲藏、走向小康社會和富裕生活的主要路徑；4）房地產有人力資本屬性，後工業化時代，人才扎堆在大城市，尤其是創新和知識資本集聚的新興大城市，高房價是人才資本化的價值凝結；5）最為重要的是財政屬性，地方政府對土地財政的狹義依賴可能在四成左右，廣義依賴（靠土地抵押融資）可能要到六成，房地產市場一旦失去創造貨幣的能力，地方財政也將面臨嚴重收縮：6）房地產實際上是高乘數、高密度就業行業，尤其是高密度的中低端就業人群，除了直接影響設計，建築行業，還可以拉動傢具、裝修、建材、綠化、搬運、保潔等行業。

眼下我們仍然處於後房地產時代，「房住不炒」並不意味要解構房地產的金融屬性，而是賦予其更高質量、更健康、更可持續的民生屬性、社會財富屬性。

「就業池」對沖經濟危機

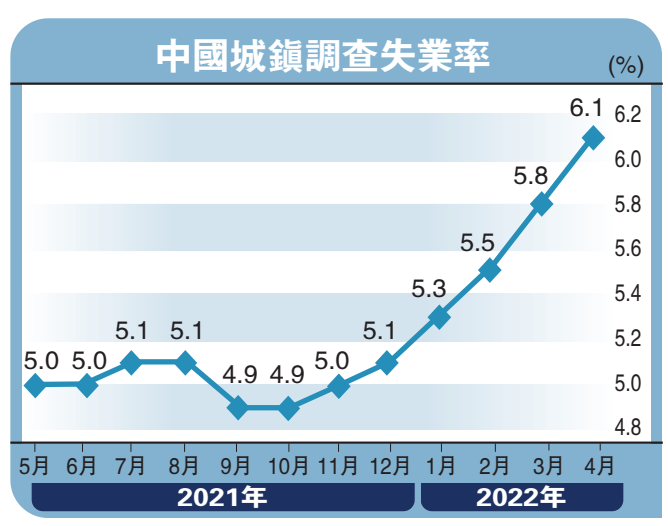
中國是一個發展中國家，也是一個二元結構國家，包括城鄉二元、公私二元等。這個二元結構附有較強的緩衝功能，可以在經濟發展過程中留有餘地、進退自如。特別是其中一元遭遇挑戰時，另一元就會承載起緩釋系統性危機的功能。比較經典的例子是，當經濟發生周期性波動，先進的、走得過快的一元出現問題，其所無法承載的人口就可以回到較為保守的一元。比如鄉村對城市失業人口及產能過剩的吸納，國有企業在私有企業經營困難時對失業人口的吸納。相反，當經濟高速發展時，鄉村和國企儲備的就業人口，也就是就業蓄水池中的水，就會釋放出來支持擴大的產能，即鄉村人口進城，機關、事業單位、國企人員下海等。

在快速工業化將大量農村人口招入工廠，快速城市化將大量鄉鎮人口吸入城市，快速的市場化將大量的體制內人口吸入商海，這是就業蓄水池的一種向上流動，是所謂的經濟增長和社會發展過程。但是這個過程如果存在結構的扭曲，比如工廠主要面向海外過度依賴出口，而且依靠低成本優勢，一旦海外環境發生變化，這些依賴出口訂單的工廠就會陷入困境。比如，過快的城市化依賴的是「債務—房價—土地收入—財政」的規模型、速度型循環，那麼勢必會帶來債務膨脹、房價泡沫與財政赤字。一旦這個循環被打破，那麼城市無法養活這麼多的人口，就業蓄水池就會產生一種回流效應，人口只能從城市流向鄉村。

一個比較健康的就業蓄水池是民營資本和科技資本，這種就業蓄水池形式多樣，能夠吸收中國高等教育人群就業，充分發揮人力資本的創新優勢。中國要在全球競爭之中崛起，必須培養成規模的創新資本和人才，他們在實踐中感知和創造新生事物。需要注意的是，由於創新是無法設計的，而是在高質量試錯實踐中湧現的，因此政府的有形之手無法推動真正的創新。政府部門或許可以集中資源集中攻關，但無法在原創型創新上做出突破。

就業蓄水池也是分層次的。有為高端技術人才提供就業機會的數字資本平台和民營高科技企業，也要有為大量體力勞動者提供就業的普通企業。由於房地產行業擁有乘數效應和高就業密度屬性，因此既是貨幣蓄水池，又是就業蓄水池。當前中國經濟出現收縮，信用斷層和就業塌陷同時發生，不排除「三條紅線」政策會對房地產企業的治理引發多米諾骨牌效應。當務之急是重振中國房地產行業和數字平台經濟，通過支持政策恢復社會預期。

面對當前兩個蓄水池瀕臨乾涸的嚴峻局面，筆者有兩個短期建議：一是提高體制內企業的就業蓄水能力，借鑒美國大蕭條時期鼓勵各種社會組織的就業；二是放開民營經濟、修復房地產與數字平台的悲觀預期，等到經濟恢復後，體制內就業蓄水池中的水就會流到民營經濟中去，這樣池子的水又成了活水。



房屋供應增　納米樓價格料跌

樓市錦囊　李海文
珠海橫琴奧迪國際置業董事

在外界指責樓價高企、上車壓力大的同時，聰明的發展商便順水推舟，推出面積較細，總價較低的物業。對渴望上車而資金不足的準買家來說，「納米樓」確實十分吸引。納米樓原為形容實用面積極細的單位，誇張到以納米來計算。而筆者文內的納米樓，除了指開放式單位外，還包括超精緻的一房至兩房戶型。

那麼納米樓真的有助減輕上車壓力嗎？前幾日，筆者看到一段視頻，內容是講述一對定居滿7年的年輕港漂夫妻在香港首次置業，預算樓價約600萬元。當他們看完新盤與二手樓後，最終選擇二手住宅，購入一個位於荔枝角近港鐵站的藍籌屋苑，面積約500多方呎的高層兩房單位，成交價580萬元。如以同等價錢買新樓，相信只能選擇面積約200至300多方呎的細單位。

近年納米樓價格不斷攀升，仍然有人高追入市。一方面，大家看到新樓供應仍處於失衡狀態，因此看中納米樓市場，希望從中獲利；另方面，聰明的發展商瞄準部分港人崇尚奢華，追求時尚的需求，投其所好加重納米樓屋苑的裝備，配置豪宅元素，變相推高樓價，例如增設會所、空中泳池、豪華大堂，有些甚至有山、海景觀，以此滿足喜歡打卡的買家。

可見，投機者利用納米樓來獲利，基本上都是等額外印花稅（SSD）期過後就放售，這與納米樓可以減輕港人上車壓力的說法背道而馳。

政府加快建公營屋

特區政府要解決住屋問題，手還需再伸長。香港樓市是自由市場，樓價由自由市場價格規律引導而形成。若要從根本上改善香港基層或中低產的住屋問題，政府需大量興建或提供有別於完全由市場主導形成價格的物業。

在未來住屋供應體制上，特區政府要落足心思加大租／售的供應量。特區政府無責任讓人人買到樓，但有必要讓人人有屋住，這亦將會是一項任道重遠的任務。

如何實現「人人有屋住」？過往特區政府在房屋供應推動方面一直做得不足，而公營房屋供應速度遠遠落後於人口增長，公屋輪候甚至長達6年或以上，導致劏房、籠屋、板間房等惡劣居住環境應運而生。

那麼，現在房屋問題難以解決的局面會打破嗎？會，由於樓市局面與環境已轉變，時機已成熟，但未來基層上樓單靠政府，亦不切實際，難以實現。如何能減少政府財政投入，又能提高興建效率，政府需要解決這個問題，比如打開「政府與不同類別機構合作建設」的通道。事實上，這個通道漸見打開，例如：社福機構大量過渡性房屋推出，香港路德會及其社會服務處的首個酒店式過渡性房屋「德蕫」；政府推出「支援非政府機構推行過渡性房屋項目的資助計劃」，分別為由東華三院負責的啟德沐安街項目，以及樂群社會服務處於何文田及中環的改建空置住宅單位，料可提供564伙。

行政長官林鄭月娥在其2020年施政報告中指出，特區政府將把新開發土地的70%用於公營住房建設，相比以前有明顯提高。而候任行政長官李家超「以結果為目標」的執行，相信未來定會實現量先行，增加過渡性房屋、組合屋、經濟房屋、人才住房、公屋、居屋等形式幫助基層和中低產上樓。

單位面積設定下限

隨着特區政府進一步把實用面積不小於280方呎的要求推至所有公私營建築條例中，以及放寬按揭成數，住宅在購買呎數方面有所改變，市場預期未來納米樓的供應或會進一步減少。在大量房屋供應推出的預期下，納米樓未來何去何從？

筆者認為，為了港人住好些、住大些，實用面積下限未來有機會還會上調。特區政府為落實房屋量先行，在實用面積下限原則內仍會大量興建開放式、一房及兩房單位，以低市場價供基層和中低產上車，有別於現時只有私營納米樓供應情況；而估計發展商則會負責興建兩房以上及少量一房單位；特區政府希望與發展商形成一個雙贏局面，基層和中低產住屋歸政府，中高產及新增優質內地人群住屋歸市場。

但這樣發展下去的話，納米樓價格有機會被房屋政策對沖，筆者估計納米樓價格升幅會慢慢收窄或回塘。

此文僅以納米樓現時情況及未來發展，表述筆者對此不同角度的觀點看法，廣大讀者可根據自身認知，取其精華，望爾受用於己身。

◄特區政府無責任讓人人買到樓，但有必要讓人人有屋住，這亦是一項任道重遠的任務。

美聯儲加息步伐末季或減慢

樓市智庫　陳永傑
中原亞太區副主席兼住宅部總裁

近期美國財長耶倫表示，聯儲局可降低通脹，同時不令經濟陷入衰退。聯儲局主席鮑威爾則指出，在未來兩次議息會議各加息0.5厘，以壓抑物價升勢。如果數據未有如預期般向好，聯儲局會進一步採取相應行動。

耶倫指出，美國就業市場強勁、家庭資產負債情況良好、整體債務利息成本處於低水平，而且銀行體系表現穩健。鮑威爾透露，聯儲局完全理解通脹痛苦，有工具及決心將之降低至2%，亦將會這樣做。在制定貨幣政策上，現時是一個非常具挑戰性的環境。聯儲局目標是在不讓經濟陷入衰退的情況下，將通脹率降至2%，目前正努力實現此目標。

未來兩次勢各上調0.5厘

控制通脹可能會帶來一些經濟痛苦，鮑威爾指出，隨着提高利率以抑制通脹，不能保證美國經濟可以軟着陸。聯儲局在將來兩次議息會議各加息0.5厘，以壓抑物價升勢，市場仍可能感受到高通脹之苦。假如數據未有如預期般向好，聯儲局會進一步採取相應行動。

美國4月份生產者價格指數（PPI）按月升幅放緩至0.5%，增速比3月份減慢1.1個百分點，符合預期，因為能源產品成本放緩。按年比較，4月份PPI急升11%，增速比3月份減慢0.5個百分點，但仍略超市場預期的升10.7%。扣除食品及能源的4月份核心PPI，按月升幅放緩至0.4%，預期為升0.6%；扣除食品、能源及貿易後的PPI，按月升幅減慢至0.6%，按年升6.9%。

美國三藩市聯儲銀行總裁戴利表示，支持聯儲局在未來兩次議息會議各加息0.5厘，預計金融環境有進一步收緊的迫切性。以0.5厘為單位的加息幅度合理，預料不會因兩次各加息0.5厘便令經濟陷入停滯。單次加息0.75厘，暫時不是主要考慮。

在未來兩次議息會議上，各加息0.5厘似乎無可避免，但亦不必憂心加息0.75厘。耶倫及鮑威爾都認為通脹高企，但筆者相信連續三次加息0.5厘，合共1.5厘將會令美國經濟增長及通脹放緩。雖然歐洲局勢依然緊張，但油價及天然氣價格較高位回落不小，而且美國會增加供應，應可解決到歐洲能源緊張問題，預計四季度及明年加息減慢。