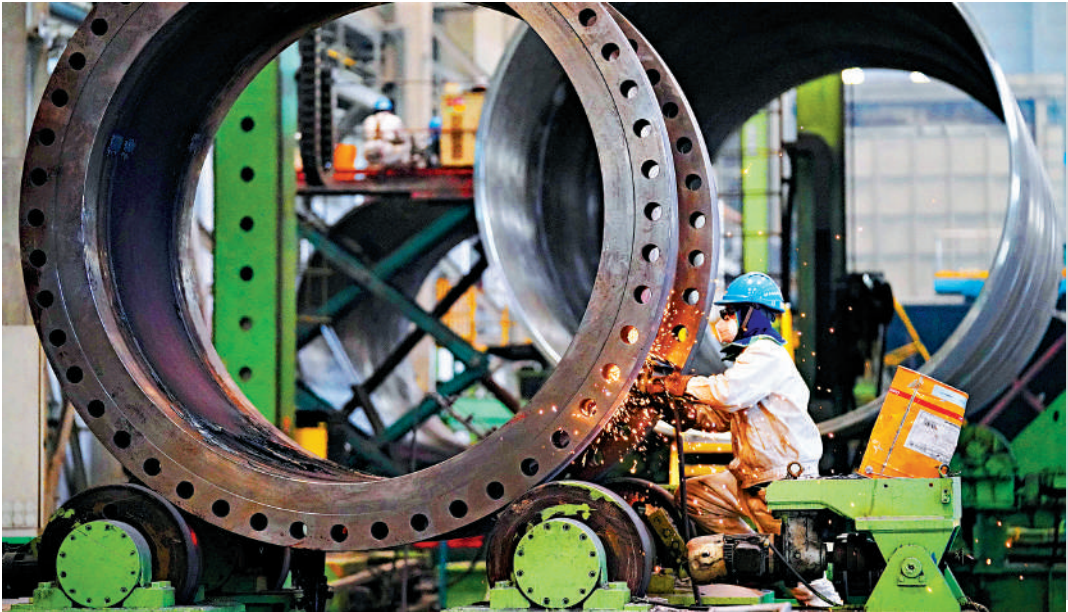


►中國的總就業人口開始減少，主要是由於人口年齡結構的變化導致的。



自去年穩增長壓力增大以來，就業問題備受外界關注。如何解決就業問題？我們還是應該從經濟增長的內生規律出發去想辦法。筆者認為要在支持製造業轉型升級的同時，繼續關注服務業的發展，優化服務業的結構布局。從近期監管層的表態來看，互聯網的政策已經更加強調發展，服務業也有更多政策支持，前景值得期待。

# 穩就業關鍵在服務業

經濟把脈  
梁中華  
海通證券  
首席宏觀分析師

如果觀察「前疫情時代」，從2013年之後，中國第二產業就業的崗位數就在不斷減少，第三產業才是新增就業崗位的最重要來源，尤其是批發零售、住宿餐飲、金融、衛生、教育、互聯網、房地產等領域創造了新增就業崗位。但在過去兩年裏，上述行業受到的衝擊是比較大的。

關於就業狀況的統計，中國有兩個官方指標可以參考：

一個是城鎮登記失業率，但在過去的二十年中，這一指標基本都在3.6%到4.3%之間波動，上下波動區間不超過1個百分點。這是因為城鎮登記失業率僅僅統計在政府部門登記、並且符合失業條件的人員的失業，統計的範圍是較小的。所以經驗上看，登記失業率和中國經濟周期波動的相关性並不大。

另一個是城鎮調查失業率，這一指標相比城鎮登記失業率有所改進，參考了國際經驗，針對住戶進行抽樣調查，統計渴望找到工作、但未找到工作的人為失業者。城鎮調查失業率從2018年開始公布，過去的四年時間裏，該指標的波動範圍為4.8%到6.2%，波動範圍在1.5個百分點以內。

從最新數據來看，截至6月，中國城鎮調查失業率為5.5%，相比去年下半年的水平有所抬升，反映了就業壓力的增加。其中，16至24歲人口的失業率已經上升至19.3%，而在2020年底的時候，這一指標只有12.3%，上升了7個百分點，反映出青年人的就業壓力有所增加。

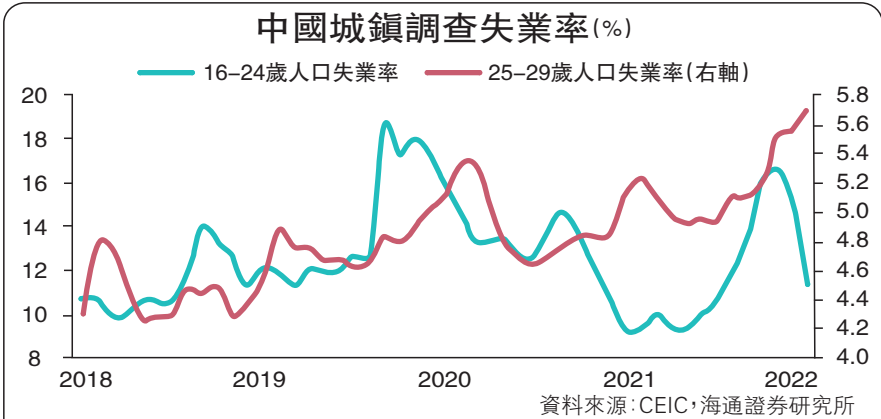
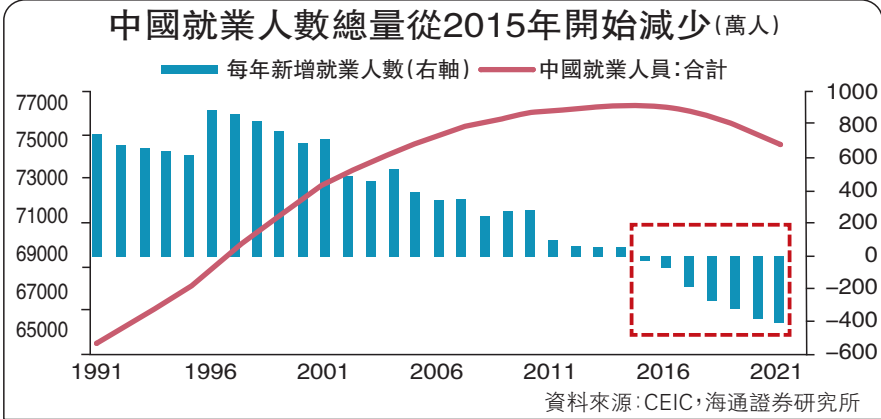
此外，製造業採購經理人指數(PMI)景氣指數的統計中，也會調查就業指標，可以作為觀察就業狀況的參考。為了更好的觀察趨勢，我們將PMI就業分項指標取六個月平均。結果顯示，從去年下半年以來，製造業和非製造業的就業壓力都有所增加，製造業就業分項從去年8月的49.5降至今年6月的48.4，降幅超過1個百分點；非製造業就業分項從去年7月的48.7降至46.6，降幅超過2個百分點，這說明非製造業的就業壓力要更大一些。

## 就業總人數趨降

如何緩解就業壓力？在回答這個問題之前，我們要先看下，過去這些年，中國的新增就業崗位主要來自哪裏。也就是說，哪些領域能夠創造就業，哪些領域就業在不斷減少？

我們需要先了解下中國就業總人數的變化。其實在2014年達到最高點後，中國的總就業人口就開始減少，從最高點的7.635億降至去年底的7.465億，在7年時間裏減少了接近1700萬。總的就業人數的下降，主要是由於中國人口年齡結構的變化導致的。隨着人口老齡化程度的加深，中國15至64歲人口總數在2013年就已經達到了最高點，而且在之後的八年時間裏減少了4560萬。

從就業結構上來說，第二產業創造就業的能力在不斷下降，而第三產業創造就業的能力大幅提升。中國第二產業就業人數從2013年就已經開始負增長，自2013年到2019年新冠疫情



爆發之前，總共減少了接近2000萬的就業崗位。這說明隨着中國工業部門勞動生產率的提高。在此期間，第三產業的就業人數增加了超過8000萬。所以，第三產業不僅吸納了大量新進入到勞動力市場的人口，而且吸納了從農業、工業部門轉移來的勞動力。

在新冠疫情影響下的2020年和2021年，中國第二產業的就業小幅增加了480萬，這或許是因為海外供應鏈受限的情況下，外需對中國製造業生產的依賴程度臨時提高，但從產業趨勢來看，第二產業就業後續或繼續負增長。而中國第三產業就業在過去2年只增加了307萬，甚至連2019年三產新增就業的一半都不到，更是遠遠低於疫情之前年均840萬的平均水平。

由於城鎮就業數據的披露相比較農村地區更為全面，而且新增就業主要集中在城鎮地區，所以我們可以通過分析城鎮分行業的就業數據來觀察新增就業的結構特徵。在城鎮就業數據中，部分行業公布了全部的就業人數，但部分只公布了非私營單位的就業人數，所以我們在分析時，將行業分為兩部分來看。

在公布了全部就業人數的行業中，製造業、建築業在2014至2019年間的就業人數是減少的，這和前面提到的第二產業就業人數下降的結論保持一致。而服務業就業人數普遍增加，其中批發零售行業在2014至2019年間增加就業接近3360萬，租賃和商務服務行業增加就業接近1400萬，住宿和餐飲行業增加1200萬，居民服務、修理等服務業增加730萬，交運倉儲郵政行業增加176萬。

在沒有公布全部單位就業的行業中，我們可以參考非私營單位就業數據來分析就業的增加量。綜合來看，在2014至2019年間，公共管理、社會保障和社會組織行業增加就業最多，其次是金融業，再之後是衛生、教育、互聯網、房地產等行業。而公用事業和水利環境行業的非私營單位就業，在此期間出現了負增長。

## 工業崗位持續收縮

儘管中國就業方面數據相對較少，但依然可以通過官方已經公布的數據，對就業的結構特徵得出一些結論：隨着勞動生產率的提高，工業部

門的就業崗位是不斷減少的，而增量的就業崗位來自服務業，尤其是批發零售、租賃和商務服務、住宿餐飲、居民服務、金融、醫療、教育、互聯網、房地產等領域。

如果我們看下其他經濟體的發展經驗，工業部門的就業佔比也是不斷下降的。美國工業部門的就業佔比在上個世紀六十年代的時候還有36%，而到2021年只有17%；德國的工業就業佔比從1962年的46%降至2021年的28%；日本的工業就業佔比在1973年攀升至最高點時的37%，之後就緩慢下降，90年代中期後降速開始加快，2021年只有23%；韓國的工業就業佔比在1991年達到最高點時的37%，2021年只有25%。

與工業就業佔比下降相對應的是，服務業就業佔比的大幅提升。截至2021年，美國服務業就業佔比為81%，德國為71%，日本為74%，韓國為70%。從全球來看，發達國家的服務業就業佔比普遍在70%以上，而中國當前服務業就業佔比還不到50%，其實還存在一定的提升空間。

在主要經濟體工業部門就業減少的情況下，工業部門的產值並沒有減少，背後其實是勞動生產率的提高。隨着技術的進步、自動化設備的使用，單位勞動力的產出更多了，生產同樣多的產品需要的勞動力數量就減少了，這其實是產業升級的一個體現。就像過去這些年，中國農業就業人口不斷減少，但農業的產值並沒有減少，道理是一樣的。

未來支持中國製造業的產業升級是政策的大勢所趨，新能源、半導體、通信等領域會大力度支持，但在生產率不斷提高的背景下，從總量上看，中國製造業能夠創造的就業崗位或難大幅增加。要創造更多的就業崗位，還是更多需要依賴服務業的發展。

從現實的情況來看，自2020年以來，服務業受到的衝擊較大。在2020年之前，中國第二產業的GDP增速一直遠遠超過第二產業，並且維持高增長。但在過去的兩年多時間裏，第三產業GDP增速落後於第二產業，尤其是房地產、互聯網、租賃和商務服務、住宿餐飲、批發零售等行業，增速出現明顯下降。

# 美經濟最快年底出現衰退

金融熱話  
趙偉  
國金證券  
首席經濟學家

自6月中下旬以來，全球資本市場的反應，似乎已從「滯脹交易」轉向「衰退交易」。「衰退交易」的歷史演繹，本輪又有何異同？本文分析，可供參考。

一問：商品價格普跌，釋放的信號？市場對經濟「衰退」的擔憂

6月中下旬以來，大宗商品普跌、主要經濟體股市震盪調整、長債利率回落等，似乎顯示全球市場定價邏輯轉向對經濟「衰退」的擔憂。6月8日以來，全球大類資產普遍下跌，其中銅、油、金分別下跌20%、11%、6%。7月5日，油價日內一度跌超9%，歷史上同等跌幅極為罕見，往往伴隨有供求大幅擾動、或衰退直接衝擊，顯示了當下市場對衰退風險的高度關注。

「衰退交易」興起的同時，經濟的韌性與通脹的攀高，又帶給市場新的困惑。6月，美國非農新增就業人數37.2萬人，遠超市場預期的26.5萬人，美國零售銷售同比也高達8.94%，仍處高位，美國經濟基本面仍顯現了較強的韌性。與此同時，美國6月消費者物價指數(CPI)高達9.1%、再創近四十年新高。經濟到底處於「過熱」「滯脹」還是「衰退」？近期的市場表現仍存疑惑。

二問：「衰退交易」，歷史如何演繹？通常，股價更早反應、商品有所分化

通常情況下，股價市場對經濟的二階導數較為敏感，會領先經濟三個季度左右給出信號，「衰退交易」亦不例外。「衰退交易」初期，股票市場往往

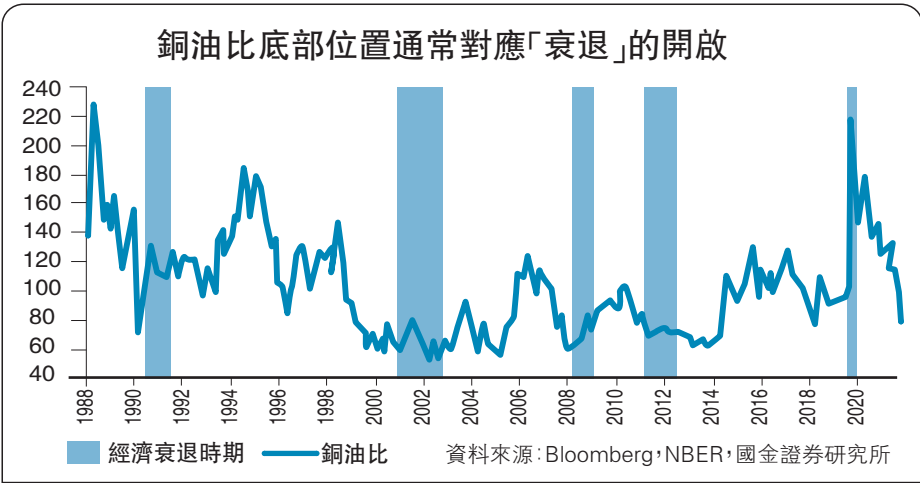
表現為指數見頂回落，強周期股票調整、弱周期股票強勢；債券市場，往往會表現為國債長端利率的見頂回落、期限利差倒掛、信用利差快速走闊等。「衰退交易」後期，股市則會續殺盈利後、率先反彈，市場底領先盈利底出現。

商品市場通常由供需決定，對經濟的一階導數更為敏感；供需結構不同，決定不同商品價格表現的差異。銅為代表的基本金屬，價格往往見頂於「滯脹」階段；油為代表的能源價格更晚見頂。「銅油比」對輔助預判經濟有良好效果，該指標「滯脹」階段會快速走低，底部位置對應「衰退」開啟。「衰退交易」中，商品價格往往大幅調整，僅避險資產黃金市場表現良好。

三問：本輪周期的異同，可能的演進？市場更早反應，預期或有反覆

油價為代表的能源價格，與實際供需的「脫鉤」，以及韌性的經濟數據、高漲的通脹指標，顯示「衰退交易」似乎操之過急。當前原油市場對衰退預期的定價，隱含對接下來出行旺季出行需求的預期，較5月下降或超6%，這與出行監測大幅背離。與過往衰退交易中油價走勢相比，本輪市場更為「糾結」；近期油價隱含波動率的攀升，同樣顯現了市場對於衰退交易的疑慮。

本輪經濟「滯脹」到「衰退」的切換，或始於冬春之交；短期，市場預期或仍有反覆。領先指標指向，美國步入「衰退」的時點或在今年底至明年初，且「硬著陸」風險顯著抬升，市場影響不容忽視。結合全球大通脹的背景，未來一段時期，海外經濟、市場預期的穩定性依然較差，預期反覆在所難免。這一過程中，美股或將維持弱勢，而美元的強勢表現則可能得到延續。



# 租盤跑贏賣盤之謎

樓按明曉  
張穎穎  
經絡按揭轉介營運總監

近日樓市焦點集中於一手市場，多個新盤傾巢而出，銷售成績更是不俗。反之，由於新盤定價貼近二手市場，搶吸部分二手購買力，加上經濟仍未完全明朗、加息又將至，交投明顯較一手淡靜。不過，近月租賃市場卻悄悄起了「革命」，難道現時是「轉買為租」的好時機？

一般來說，暑假是傳統的租賃旺季，隨着香港逐步放寬防疫措施，加之新一學年將至，不少內地生都來港升學，並租住大學附近單位。近日報道指出，7月上半月租賃市場交易量及租金都上升，更拋離買賣宗數。鄰近中文大學的沙田市中心一帶，7月上半月已有50宗租賃成交，按月升超過一倍；大圍名城也有20宗成交，內地生佔一成；而將軍澳及荃灣區僅約半個月，租務交投已突破百宗。

筆者認為，租賃市場除了有學生「生力軍」支撐外，仍有兩個因素帶動

上升。首先，近日樓價出現回調，令部分有意入市的買家暫時擱置買樓計劃及對後市抱觀望態度，期望未來樓價進一步下調，因此由買轉租的人增多。其次，部分業主於一段時間內仍未沽出手上單位，考慮將單位轉賣為租，租盤增多從而帶動交投。

若你是業主，並趁機打算將物業出租，以下幾項注意事項務必知道：

(1) 按保業主只能自住不可出租。根據按揭保險公司的規定，有申請按揭保險計劃的業主，只限自住用途。因此若打算將物業出租，必須先剔除按揭保險人的身份，方可將單位出租。

(2) 出租單位前應先取得承人同意。即使沒有申請按揭保險計劃，如將單位由自住改為出租，應先通知銀行，並取得銀行的同意並簽署「出租同意書」，而出租單位按揭成數最高為五成。

(3) 小心「職業租客」。業主最擔心，就是遇到不交租的租霸，如遇到急租客或公司客要額外留神。建議業主盡量經地產代理尋找租客，簽定租約及要求租客提供身份證、工作及入息證明等保障自己。



近日香港樓價出現回調，導致由買轉租的人增多。