

中國經濟穩步邁向復甦



天風視野 宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

大宗商品價格回升、PMI（製造業採購經理人指數）連續兩個月上行、企業去庫放緩，7月以來的諸多數據指標驗證了筆者此前對「經濟不是二次探底」和「復甦進入第三階段」的判斷。筆者依然相信，即使沒有逆周期政策托底，下半年中國經濟大概率也會趨改善，市場對於基本定價可以更有信心一些。

首先，部分大宗商品價格連續兩個月環比增長。大宗商品價格是反映需求邊際變化最敏銳的信號。5月下旬開始，PTA（對苯二甲酸）價格率先回升，7月價格進一步上漲，焦煤、焦炭、化工、黑色金屬、有色金屬等主要大宗商品價格環比均轉正。截至7月末，相比於4月以來低點，焦煤、PTA、螺紋鋼、陰極銅漲幅分別19.8%、16.4%、11.9%、9.8%。筆者預計，7月PPI（生產者物價指數）同比增速有望從6月-5.4%回升至-4.3%左右。

商品價反彈 工業生產修復

其次，工業生產繼續修復，下游表現強於上游。從中下游到上游，工業開工率環比回升。事實上，中下游工業生產對需求變化的反映更加敏銳。7月中下游工業生產開工率數據繼續改善，半鋼胎開工率從6月末69.5%上行至7月末的71.7%，對應乘聯會7月1至23日乘用車零售同比增長2%；江浙地區滌綸長絲開工率和滌綸短纖開工率相比於6月末分別提高0.6和1.1個百分點，對應中國輕紡城成交量7月企穩回升。

上游工業生產受高溫、颱風等天氣影響，建築業施工進度有所放緩，建築業商務活動指數下滑4.5個百分點至51.2%，水泥熟料產能利用率、水泥發運率、高爐開工率等指標在7月有所回落。

再次，庫存去化速度開始放緩。在經過4、5月的快速去庫後，6月名義庫存已經回落9%的歷史分位數水平，6月庫存去化速度開始放緩，工業產成品存貨同比增速相比於5月僅下滑1個百分點，降幅明顯低於4月、5月的3.2個百分點和2.7個百分點。

7月份PMI產成品庫存指數和原材料庫存指數分別回升0.2個和0.8個百分點，也表明工業企業的庫存去化速度進一步放緩。不同行業庫存去化程度不同，部分行業庫存已經接近底部。從庫存分位數上看，紡織服裝服飾業、印刷業、傢具製造業、黑色金屬冶煉及壓延加工業的庫存水平已經處於5%以下的歷史分位數水平。對應7月主要鋼材庫存、樣本鋼廠煉焦煤庫存、滌綸短纖庫存等高頻數據指標開始企穩。

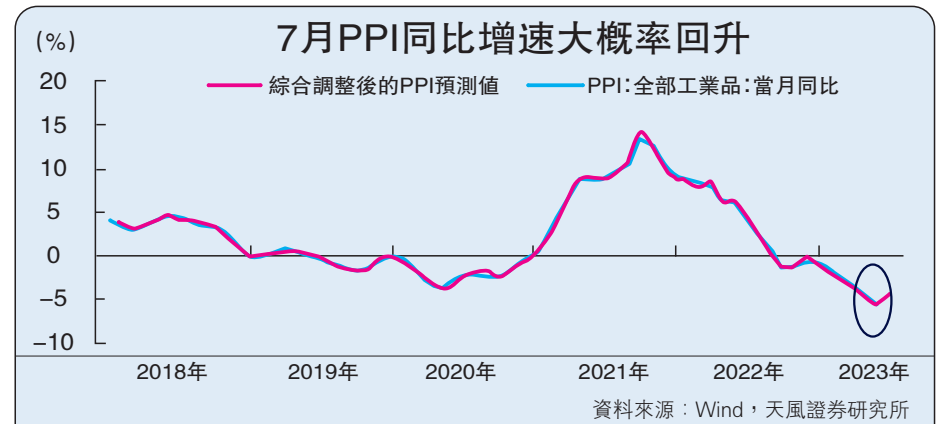
不過，庫存周期的本質是需求周期，只有長期需求穩定，歷史庫存周期的幅度和跨度經驗才具有現實參考意義，因此無論是進入被動去庫還是主動補庫，內需修復或外需拉動是前提條件。

最後，企業預期開始改善。7月中共中央政治局會議後陸續出台了《關於促進民營經濟發展壯大的意見》、《關於恢復和擴大消費的措施》等政策文件，政策的積極態度持續強化。7月份企業部門預期開始改善，其中小型企業和民營企業的改善更加明顯。同期PMI企業生產活動預期上行1.7個百分點，止住了連續數月的下行趨勢，其中PMI小型企業生產經營活動指數上行2.9個百分點，高於中、大型企業1.3個百分點的漲幅。7月BCI銷售前瞻指數、利潤前瞻指數和投資前瞻指數分別上行2.6、1.3和0.4個百分點，依舊位於較高水平。

回顧7月，在大宗商品價格反彈和基礎效應減弱的支撐下，PPI大概率見底回升；工業企業的產能利用率正在從下游到上游逐漸修復；PMI也結束了連續三個月下行，轉為連續兩個月上行。以上證據表明經濟已經進入了N形復甦的第三階段。

另一方面，在房地產長期供求關係發生變化、經濟轉型動能轉換、潛在增速中樞下移的過程中，中國經濟中的諸多結構性問題仍將長期存在，比如青年就業、生育率、老齡化、房地產、城鎮化、政府債、中小銀行風險等等。

不過，長期問題只能在改革和發展的過程中逐漸消解決，很難用短期政策一次性有效解決長期問題，因此在長期問題之外，也應該客觀看待短期經濟變化，當前經濟不是二次探底，N形復甦正在進行中。這也是筆者認為下半年復甦交易將再度回歸的重要理由之一。



人工智能的浪潮推升芯片需求，新一輪科技革命週期的到來已經毋庸置疑。

當前，加大科技創新投入成為全球共識。GPT（生成式預先訓練轉換器）的升級迭代「方興未艾」，智能化不斷刷新市場認知，而以AI（人工智能）為代表的科技創新主線在資本市場「開花」。另一方面，新材料、生物科技等一系列原創性突破正在開闢新前沿新方向。本文試探討，如何看待新一輪科技革命帶來的變化？

全球迎新一輪科技革命



談股論經 李迅雷
中泰證券首席經濟學家

科技革命爆發的標誌就是新一代科技成果開始廣泛應用於生產生活，從而解放、發展生產力，提高勞動生產率。但經歷了蒸汽、電力、信息技術三次科技革命後，全世界生產力的提高已經步入階段性的瓶頸。新一輪科技革命要進一步提升勞動生產率，絕不是單一技術突破能夠實現，而是多個領域、多項技術的持續突破和共同推動。

大國博弈時代，國際競爭重點已發生變化，科技進步成為決定國際地位的關鍵因素之一。面對洶湧而來的新一輪科技革命浪潮，全球各國的科技研發及培育、教育及社會發展戰略均面臨挑戰與挑戰，這就造成了新一輪科技革命的背後藏着科技競賽的「影子」，各國力爭在科技領域形成技術壁壘，以此實現「一家獨大」的優勢，率先享受經濟快速發展的紅利。

2018年以來，中美兩國持續加大對科技創新的支持力度，科技研發相關費用持續快速增長。2018-2020年，美國研發投入總額增速明顯提速，連續三年增速超過6.5%，此前不足5%。2018-2022年，中國全社會研究與試驗發展經費投入強度達到較快增長，22年經費投入強度達到2.55%，較17年提升約0.4個百分點。

大國競爭之中產生的科技革命，在之後的和平時代的應用普及，極大地催生了生產力提高和財富的繁榮。但人性的惰性又決定了，長期和平環境下，人們往往忽視時間周期長、基礎投入大、承擔風險高的基礎領域的科技創新，而更加容易選擇固有路徑的「模式創新」，並不斷吹大資產價格泡沫。這一過程中，科技革命的紅利不斷被消耗，當紅利被消耗殆盡之時，大國競爭激烈程度急劇上升，這種競爭帶來的不安全感，又迫使國家與企業將精力和資源投入到核心技術的研發力圖在競爭中取得優勢。如此循環往復。

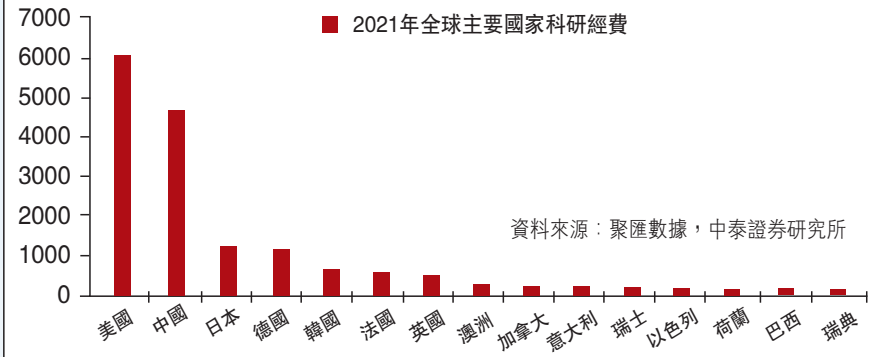
美科研欠連續性

現在的問題在於，二戰過後，世界一直維持了總體和平的局面，在此背景下，世界科技發展創新陷入瓶頸，第三輪科技周期紅利逐漸消散。而造成這一問題的原因，或許能從中美兩國的發展過程窺探一二：

隨着美蘇冷戰步入終局，美國降低了對科研和重大基礎設施的經費投入。美蘇三十年互相制霸的伊始，主要在洲際導彈等領域展開競爭，比拼的是兩國武器的實際打擊和摧毀能力，美蘇如同兩個封閉的陣營，互相敵視、暗自較勁。

1957年10月4日，蘇聯發射了第一顆人造地球衛星「斯普特尼克」號，美國受到巨大震動，隨後緊接着開啟了「阿波羅」等偉大計劃趕超蘇聯步伐，太空活動變得火藥味十足。1962年至1974年是美蘇太空爭霸的白熱化階段，此時NASA（美國國家航空航天局）的經費預算佔聯邦預算的比例達到歷史峰值。1991年蘇聯解體後，美國失去了唯一可以與之抗衡的對手，世界格局從「兩極相爭」變

中國科研經費投入規模正迅速追趕美國



為「一起多強」，這一佔比也出現了明顯回落。

除了NASA，其他軍備競賽項目和基礎設施建設的預算也一起遭到了削減。1983年，為了遏制蘇聯的發展和擴張，美國能源部批准了SCC（Superconducting Super Collider）超導超級對撞機的初步研究計劃，1986年美國科學家完成了對撞機的設計方案並在第二年開始實施。但在蘇聯解體後，對撞機工程對於美國顯得不再緊迫，1993年底美國國會也投票終止了對撞機工程的建造。

雖然美國將削減的支出投入到了公共服務和國防領域，但並未用於相關技術的研發和創新。美蘇爭霸結束後，美國公共服務支出佔GDP（國內生產總值）比重不斷提高，尤其是老年保健醫療（Medicare）和公費醫療補助（Medicaid）的支出比例逐年上漲。這部分支出並沒有用於研發和技術創新，整個醫療系統的設計目的更像是最大限度提高保險公司及相關利益集團的利潤，這造成了醫療行業管理人員薪酬極高，但是整體醫療系統卻無法確保美國人民必需的醫療保障。

不僅醫療行業，美國國防軍事領域也存在相同的問題。軍費支出一直都是美國財政支出的大頭，但隨着美國軍方、負責預算的國會議員和軍工企業形成了龐大的利益集團，軍費支出發展到了「沒有條件、創造條件也要花」的地步。美國布朗大學國際與公共事務高級研究員斯蒂芬妮·薩維爾曾指出，美國每年接近一半的軍費開支都被私營軍事承包商收入囊中，在美國製造大量戰爭和衝突的過程中，只有利益集團——美國軍工複合體才是唯一贏家。

同時，美國科技研發投入成為了兩黨的重要分歧之一，對美國科技研發的持續性和穩定性造成影響。冷戰後美國兩黨分別代表了新自由主義和新保守主義，在政治、經濟、國際事務乃至對於科技的研發投入均持有不同態度：共和黨持保守態度，更支持鋼鐵、石油、煤炭等傳統本土企業，不支持大量的科技投入；民主黨則更傾向高科技的全球化公司，肯定對科技技術的投入。在這種制度下，兩黨經常因競爭而互相排擠，並且兩黨競選均需要花費巨額資金，這種制度也不利於科技政策的連續性，阻礙了美國科學技術的創新。

中國關鍵技術發展需提速

就中國而言，改革開放以來，中國經濟總量取得了巨大躍升，但從經濟結構來看，過去支撐中國經濟快速發展的仍為科技屬性較低的房地產業。房地產業的發展，能帶動的只是煤炭、鋼鐵、土地等相關產業，並不能擔負起「支柱產業」讓一個國家走

上現代化、科技化道路的責任。反觀，能夠起到推動中國式現代化決定性作用的製造業，仍然呈現「大而不強」的特徵。同為製造業大國，2018年中國製造業規模比位居第二的美國高近一倍，但利潤率僅佔全球的2.6%，而美國佔比卻高達12.2%。

雖然中國對於研發經費的投入支出正在迅速追趕美國、歐洲等發達國家，但類似芯片等關鍵性技術的發展仍與美國有較大差距。2019年中國智能手機出貨量佔全球市場份額已達46%，但其中的主芯片、射頻前端芯片、存儲芯片對西方國家依賴度仍比較高。美國公司設計的芯片佔了全球54%的市場份額，中國公司僅佔3%。縱觀全球，芯片業頂尖公司不斷實現平層技術突破，將先進製程推到7nm（納米）、5nm。

當前，大國博弈將由「戰場」轉向「實驗室」，未來東西各國對於科技的比拼將進入白熱化階段。在此過程中，新一輪科技革命週期的到來已經毋庸置疑，重點產業技術的突破，以及技術從軍用到商用的演繹，將對世界經濟、生產體系、國際格局造成深遠影響。對於國內外資本市場而言，建議關注：

（1）大國博弈中全球科技革命帶來的技術創新，疊加美國歷史百年鐵律——連任「選舉年」的鷹鴿轉換，導致美國貨幣政策或開啟降息周期，美國科技企業近兩年裁員縮減成本後的業績釋放，納斯達克代表的科技股仍受益於科技創新紅利。建議在納斯達克市場中優先選擇科研費用投入高、技術壁壘優勢明顯的科技產業龍頭。

（2）圍繞貿易聯盟形成，西方或出更多科技領域的打壓或封鎖措施，尤其是美國掌握優勢技術的半導體芯片、人工智能等領域。為了解決核心技術「卡脖子」「受制於人」等問題，中國自主可控戰略及國家安全問題的重要性顯著提升，持續看好「卡脖子」領域的自主可控進程。在政策發力突破「卡脖子」的戰略目標下，A股TMT板塊中圍繞核心科技在內的科技股將是市場的重要主線。建議甄選具有「卡脖子」關鍵環節、核心研發能力強的國產替代的科技企業。

（3）展望中長期，在全球科技競爭的背景之下，生物科學、航空航天等各關鍵領域都將迎來歷史性發展機遇，新一輪科技革命是擁有核心科技企業驅動的「科技革命+」，而非資本為中心的「類互聯網+」。其中，在全球或國內擁有領先技術的企業，即便當前距離業績兌現仍需時間（生物科技、創新藥），或者當前應用前景相對有限（軍工），資本市場均有提前反映的機會，具有較好研發動力的安全屬性，建議長期關注。

新盤低價推售 激活樓市交投



主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

大型地產發展商日前投下「震撼彈」，說的正是油塘新盤以「時光倒流」價開售，較同區新盤低出約20%，有指是近7年來首批批實價最低的市區盤，更有媒體形容開價有如「炸彈」般震撼。由於開價極具競爭力，相信此盤有望掀起入票熱潮，問鼎今年「票王」寶座。

事實上，面對美國聯儲局加息浪潮影響，近月市民入市意欲明顯下降，是次發展商為求刺激市場反應，主動以「平爆價」開售絕對可以理解。而今次大型發展商帶頭「劈價」賣盤，有可能成為樓市重拾升軌的「分水嶺」。

翻查過往資料，一手暢旺有助帶動整體樓市表現。例如特區政府於2016年為樓市「加辣」，之後在2017年農曆新年前，不乏大型矚目新盤推售並錄得理想反應，樓市也在該年春節出現小陽春，樓價在短短3個月內累升逾6%。此外，2018年底亦有大型發展商以低於市價約兩成開售觀塘區新盤，猶記得當時售樓處萬人空巷，銷情亮麗，同時帶動樓市擺脫中美貿易戰的陰霾，重振交投氣氛。若以此作「前車之鑒」，相信今次再有發展商帶頭以震撼價開賣新盤，

勢有助樓市加快轉勢，提早完成樓市整固過程。

居屋申請反應佳 剛需強勁

當下二手交投表現平平，樓價持續整固。美聯樓價指數最新報151.77點，按周跌約0.22%，連跌5周，較年內高位跌逾2.2%；本年迄今升幅進一步收窄至3.9%，不足4%。而美聯信心指數最新報57.2點，按周跌3.7%，亦連跌兩周。樓市氣氛持續偏淡，但其購買力並未消失。根據房委會截至8月3日的資料，「居屋2023」及「白居2023」短短數日內已累計收到約5.1萬份與2.5萬份網上申請，表現依然相當不俗，反映市場購買力未減，剛需仍然強勁。

歸根究底，近期香港樓市表現差強人意，除了加息的陰霾外，主要是買家入市時趨向審慎。其實不少買家有足夠入市「彈藥」，但由於與業主「傾唔啱價」，所以暫時按兵不動，選擇觀望後市。

今次地產商以低價推盤，有助為激活樓市埋下契機。觀乎媒體報道，在該新盤開價後，不乏二手業主即日減價最多約5%沽貨，相信將會對市場形成一段時間的壓價影響力。至於這重「炸彈」能否擊穿二手業主心理防線，擴闊議價空間促成二手，從而加速樓市見底回升的進程？且拭目以待。