

► 新
能源
汽車
等
新
興
產
業
，
有
力
形
成
綠
色
產
業
發
展
的
良
性
循
環。



近期中央財經委員會第四次會議研究部署的「推動新一輪大規模設備更新和消費品以舊換新」引發了市場的廣泛討論。傳統的需求刺激政策通常直接作用於增量，而設備更新和以舊換新呈現出「從存量中挖掘增量」的政策思路調整。這在財政盤活存量資產、金融盤活存量資金、房地產加快推進城中村改造等政策中也均有體現，背後是經濟發展階段和條件變化導致的宏觀調控難度上升和傳統政策效果減弱。

擴需求政策 增量存量並重

宏觀漫談 羅志恒
粵開證券研究院
副院長

中國經濟已由高速增長階段轉向高質量發展階段，經濟發展的內涵和特徵發生了重大變化：一是增速換檔，經濟增速從高速轉向中高速；二是模式轉變，發展方式從規模速度型轉向質量效率型；三是動能切換，發展動力從主要依靠資源和低成本勞動等要素投入轉向創新驅動。

從存量中挖掘增量

隨之而來的是宏觀調控難度的上升和傳統政策效果的減弱，繼而促使政策思路發生轉變，由「增量為主」轉向「增量與存量並重」，從存量中挖掘增量。

一是財政政策，盤活存量資產，擴大有效投資。地方政府曾經依靠大量土地出讓收入和債務融資來進行基建投資和城市建設，但當前房地產市場低迷導致土地出讓收入大幅下滑，防範化解地方政府債務風險要求嚴控新增債務，制約了地方政府發展當地經濟的能力。與西方國家不同，中國的政府債務和基建投資形成了大量的存量資產，為降低政府債務風險及合理擴大有效投資提供了騰挪空間。地方政府可以通過基礎設施領域不動產投資信託基金、產權交易、國有資本投資運營、兼併重組等多種方式盤活存量資產，回收資金用於重點領域項目建設，擴大有效投資。

二是貨幣政策，盤活存量資金，提高資金使用效率。2023年中央金融工作會議提出要「盤活被低效佔用的金融資源，提高資金使用效率」。當前人民幣貸款餘額超240萬億元，是每年增量的10倍左右，存量資金低效佔用會帶來殭屍企業和過剩產能遲遲無法出清、金融機構資產質量下降和風險上升、擠佔新興產業和小微企業的信貸資源等問題。政策舉措上，盤活低效存貸款、轉移給高效主體使用，加大不良貸款核銷、促進商業銀行穩健經營，提高直接融資比重、良性替代銀行貸款等，雖然會在數據上壓低信貸增速，但能顯著提升貨幣信貸支持實體經濟恢復發展的質量和效率。

三是房地產政策，更好滿足改善性住房需求，加快推進城中村改造。中國房地產市場供求關係發生重大變化，導致本輪地產放鬆政策的刺激作用顯著弱於前幾輪。當前改善性需求總體好於剛性需求，購房意願和支付能力更強，一線城市「認房不認貸」、地方政府出讓優質地塊、放鬆容積率等限制條件，有效調動了改善性需求群體的積極性。此外，城中村改造有助於促進房地產投資，若採取貨幣化安置方式，也能增加購房需求。

四是需求政策，推動新一輪大規模設備更新和消費品以舊換新。產能利用率較低、企業盈利預期偏弱導致製造業投資動力不足，居民就業和收入預期不穩、房地產銷售低迷導致汽



車和家電等耐用消費品需求不振。此外，受企業槓桿率較高、耐用消費品市場滲透率和家庭保有量較高等因素影響，傳統刺激政策的作用較為有限。然而從產業轉型升級和經濟綠色發展的角度來看，企業和居民的存量設備具有很大的更新換代空間，推動先進產能比重持續提升，高質量耐用消費品更多進入居民生活，廢舊資源得到循環利用，既利當前、更利長遠。

擴大需求提振價格

當前中國宏觀經濟總體處於疫後恢復期，但面臨一些困難和挑戰：一是有效需求不足，居民消費和企業投資意願不強；二是部分行業存在重複布局和內卷式競爭，出現產能過剩；三是物價水平低位運行，尤其是PPI降幅較大，導致企業利潤下降、債務負擔加重、投資意願降低、財政收入放緩。

推動新一輪大規模設備更新和消費品以舊換新，有助於統籌擴大有效需求和供給側結構性改革，夯實經濟回升向好基礎，加快經濟綠色轉型。

一是有力促進投資和消費，提振需求和信心。當前經濟的主要壓力是宏觀總需求不足和微觀主體信心不振，擴大有效投資、刺激耐用消費品是穩增長穩信心的重要抓手。固定資產投資中，按構成分，設備工器具購置佔比在18%左右；按建設性質分，改建投資佔比在14%左右。汽車、家電等耐用消費品佔限額以上企業商品零售總額比重在35%左右。推動各類生產設備、服務設備更新和技術改造，鼓勵耐用消費品以舊換新，有助於加快投資和消費增速，加快經濟恢復步伐。

二是提升先進產能、淘汰落後產能，加快市場出清和物價企穩回升。針對當前部分行業產能過剩、PPI同比連續16個月負增長等問題，有必要進行供給側結構性改革，複製2016年的成功案例。2023年12月，中央經濟工作會議提出「要以提高技術、能耗、排放等標準為牽引，推動大規模設備更新和消費品以舊換新。」企業新建、改擴建項目和獲得中央預算內投資等財政資金支持的項目，應優先使用先進水平的產品設備；對於產能已經飽和的行業，要依法依規淘汰落後產能設備。

三是加快產業轉型升級，推進綠色低碳發展。綠水青山就是金山銀山，要兼顧經濟發展與環境保護，謀求人與自然和諧發展。供給方面，在

鋼鐵、有色、輕工等傳統行業廣泛應用數智技術、綠色技術，推動大規模技術改造和設備更新，深度布局信息通信、生物製造、新能源汽車等新興產業；需求方面，引導企業和居民選購高效節能產品設備和高質量耐用消費品，形成綠色發展的良性循環。

財策幣策協同支持

當前企業和居民對於主動進行設備更新和以舊換新的意願不高，一是設備還能正常使用，二是更新換代需要額外支付費用。因此需要財政貨幣等政策協同支持，通過激勵措施充分調動企業和居民的積極性。當涉及落後設備的淘汰時，地方政府和相關部門應制定科學標準、有序執行，防止因急於求成而挫傷微觀主體預期和信心。

其一，落實好固定資產加速折舊、稅費減免等優惠政策。符合條件的設備更新，允許當年一次性稅前扣除，或採取縮短折舊年限、雙倍餘額遞減、年數總和法；延緩節節專用產品設備和項目企業所得稅、資源綜合利用產品免徵或即徵即退增值稅等優惠政策。

其二，擴大政府綠色採購範圍，加大政府採購支持力度。推動黨政機關、學校、醫院等公共機構和國有企業發揮示範帶動作用，積極落實政府綠色採購政策和企業綠色採購指南。

其三，中央和地方財政共同出資，採用補貼、以舊換新、積分獎勵等多種方式，引導企業和居民選購。針對當前地方財政緊張的問題，中央財政應承擔更大的補貼比例。

其四，通過央行專項再貸款和財政貼息，加大中長期貸款支持力度。2022年9月，央行創設設備更新改造專項再貸款，支持金融機構向製造業、社會服務領域和中小微企業、個體工商戶等設備更新改造以不低於3.2%的利率提供貸款，同時財政部門為貸款提供2.5個百分點的貼息支持。當前可重啟專項再貸款工具。

其五，應避免一刀切、運動式的行政性調控。中央經濟工作會議強調「要堅持穩中求進、以進促穩、先立後破，多出有利於穩預期、穩增長、穩就業的政策」，中央財經委員會第四次會議要求「堅持市場為主、政府引導，堅持標準引領、有序提升」。各地各部門在實施大規模設備更新和消費品以舊換新的過程中，要注意方式方法，吸取2021年「能耗雙控」和「拉開限電」的經驗教訓，避免對經濟形成不利衝擊。

PMI數據印證 中國經濟平穩修復

宏觀透視 李奇霖
紅塔證券研究所所長
首席經濟學家

2024年2月中國官方製造業採購經理人指數（PMI）錄得49.1，環比下降0.1個百分點。從計算方法來看，數據表現較好是因為國內需求的拖累程度小於歷史同期，生產景氣度的跌幅符合淡季的規律，以及供貨商配送時間放慢對數據形成支撐。

具體來看，本次製造業PMI數據具有以下幾個特點：

一是國內需求相對平穩。新訂單指數為49，與上月持平。2016、2018、2019、2021年同期平均環比下降0.6個百分點。分行業來看，受節日帶動，消費品製造業需求較好釋放，新訂單為52.3，環比上升2個百分點；受政策帶動，高技術製造業繼續保持擴張，新訂單指數為51.3，較上月上升1.1個百分點。

二是出口需要進一步觀察。新出口訂單指數為46.3，環比下滑0.9個百分點。從出口型國家來看，全球貿易景氣度回調。不過，中國出口情況還是需要進一步觀察，以確定到底是節假日導致的出口時滯，還是全球貿易回暖趨勢回踩的影響。

三是生產指數環比下滑的幅度符合季節性規律。生產指數為49.8，比上月下降1.5個百分點，受員工休假、返鄉影響，企業生產活動有所放緩。2016、2018、2019年同期分別環比下降了1.2、2.8、1.4個百分點，本次環比下行幅度亦在季節性區間內。

四是剔除季節性因素之外，國內經濟基本保持平穩修復態勢，製造業企業對市場預期回暖。生產經營活動預期指數錄得54.2，環比提高了0.2個百分點。分行業看，木材加工及傢具、汽車、鐵路船舶航空航天設備、電氣機械器材等行業生產經營活動預期指數均位於58%以上較高景氣區間。

五是國內需求修復對製造業產品價格回暖形成支撐，同時原材料價格出現小幅回落。由於國內需求較好，而生產速度又受節日影響而放緩，產成品庫存去化速度加快，產成品庫存指標錄得47.9，較上月下降1.5個百分點。這也就進一步帶動產品價格回升。出廠價格指數為48.1，環比提高1.1個百分點。同時，主要原材料購進價格指數環比回落了0.3個百分點，這有助於企業盈利能力修復。



◀ 春節假日等因素帶動，促使出行和消費密切相關的行業生產經營較為活躍。

六是供貨商配送時間放慢，對合成製造業PMI形成支撐。2月供貨商配送時間指數為48.8，環比下降了2個百分點。疫情防控制平穩轉段後，春節假期企業員工假期返鄉增多，導致物流運輸速度大幅放緩。由於供貨商配送時間指數為逆指數，需要進行反向運算，所以數據環比回落也就對合成製造業PMI形成明顯支撐，基本抵銷了生產指數帶來的拖累。

七是大中型企業景氣度較好，小型企業偏弱。大型企業PMI為50.4，與上月持平。中型企業也趨穩運行，PMI為49.1，較上月上升0.2個百分點。小型企業景氣度偏低，PMI為46.4，較上月下降0.8個百分點。不過，當前小企業產成品庫存指數低至41.5，處在歷史區間的下游水平，後續隨着市場需求的全面回暖，小型企業的生產採購有望快速回暖。

服務業景氣度持續向好

非製造業方面，2月非製造業PMI錄得51.4，環比提高了0.7個百分點。其中，由於春節期間工人返鄉，疊加寒潮影響，建築施工行業步入淡季，建築業PMI指數較上月下滑了0.4個百分點至53.5，下滑幅度符合季節性規律。

亮眼的是服務業PMI錄得51，較上月提高了0.9個百分點，超出了季節性趨勢。統計局指出，受春節假日等因素帶動，與節日出行和消費密切相關的行業生產經營較為活躍。其中，零售、鐵路運輸、道路運輸、餐飲、生態保護及公共設施管理等行業商務活動指數位於53以上；航空運輸、貨幣金融服務、文化體育娛樂等行業商務活動指數位於60以上高位景氣區間。

不過，由於房價下跌趨勢未改、收入預期不穩定等因素，購房者觀望情緒濃厚，房屋銷售繼續呈現低迷態勢，房地產服務的商務活動指數繼續處在收縮區間。據中指研究院統計，2024年1月至2月，TOP 100房企銷售總額為4762.4億元（人民幣，下同），同比下降51.6%。其中TOP 100房企2月單月銷售額環比下降29.3%。

總的來看，2月份製造業PMI的環比變化好於季節性，服務業PMI則超季節性出現環比提高，建築業波動也符合季節性規律。結合1月份的PMI和社融，以及近期的高頻數據來看，國內經濟正在平穩修復。這一信號有助於投資者市場風險偏好進一步企穩。

後續來看，可重點關注即將召開的全國兩會，在化債背景下，財政貨幣政

策在推動「三大工程」建設、化解地方政府債務壓力、緩解房地產企業流動性壓力、擴大消費和投資等方面發力的方式。

撤辣即時改善樓市氣氛

主樓布陣 布少明
美聯物業住宅部
行政總裁（港澳）

新財政預算案公布刺激樓市「大招」。首先是全面撤辣，即日起所有住宅物業交易毋須再繳付額外印花稅、買家印花稅和新住宅印花稅。其次是金管局暫停壓測，以及放寬住宅物業與非住宅物業的按揭成數。

於財案後，美聯晉登APP收集客戶意見，即日錄得近千位客戶回覆。當中有逾六成受訪者表示有意財案後入市。同時，撤辣公布後首兩天，美聯官網及手機程式的訪客量立即升近43%，查詢量亦升近42%，雙雙升逾四成。更值得注意的是，官網放盤量增加34%，至於反價盤的數量亦較2月平均增加96%，減價盤數量則較2月平均增加31%。此外，因應壓測暫停，按揭計算機使用量更爆升逾2.3倍。

預約睇樓量近一年最旺

回說樓市方面，根據美聯物業分行統計，在財政預算案公布後首周末（3月2日至3日），15個指標屋苑預約睇樓量

錄約479組，連升3周，按周大升約77.4%，更創出自去年3月中以來的51周新高。同時，綜合市場消息，撤辣後首兩天新盤市場交投亦已大升近4.7倍，反映買家積極在市場尋寶。

筆者預測，樓市呈現向好勢頭，預料撤辣即時刺激住宅物業交投，未來四個月整體住宅物業成交有望彈升至2萬宗水平，較此前約1.17萬宗，大升約七成。當中一手成交可望跑贏大市，未來四個月新盤成交有望錄得約6000宗，較撤辣前錄得僅約2500宗，激升1.4倍；至於二手交投亦有望增加至1.4萬宗，亦升約五成。

個別板塊方面，特別看好數個物業類別，首先是逾500萬元至2000萬元的上車及換樓類別物業，因為全面撤辣，加上特區政府暫停壓測有助降低入市門檻，消息可帶動上車、換樓以致投資需要。同時，撤辣及調整按揭成數，預料有助提振豪宅交投，估計逾億元住宅註冊量有望創出紀錄新高。

總括而言，撤辣對樓市帶來全方面刺激，只是仍需要留意的是，現時息口仍然高企，美國減息仍存變數，雖則樓價勢必回穩，估計撤辣的真正威力，要待息口回落後才會真正的顯現。