

中國需要大力發展服務業，從擴大就業和增加居民收入這一角度來推動供需平衡。



中國經濟暢通國內大循環，需要由「政府+企業」主導的投資拉動模式，逐步向「政府+企業+居民」的消費拉動模式轉型。做大服務業最終可以讓製造業，以及中國經濟實現高質量發展，邁向更加穩健和可持續的未來。

製造強國須做大服務業

察股觀經 李迅雷
中泰證券
首席經濟學家

世界銀行對全球所有經濟體的人均國民收入水平進行排名，並進行劃分，定義低收入、中低收入、中高收入、高收入四個等級。有人以為高收入國家這條橫槓一成不變，一旦跨越就成為高收入國家，實際上這是不對的，因為世界銀行一直在把這個橫槓往上移。2021年，世界銀行設定的高收入門檻是人均國民收入為1.2695萬美元，2023年又把標準提高到了1.3845萬美元了，今後還會不斷提高，這就意味着你很難去達到。

高收入國家的定位是囊括全球人均GDP前25%的人口。現在全球80億人口裏面，25%的比例意味着只有20億人口可以成為高收入人口，中國人口本身已經14億了。因此，未來十年中國可以成為高收入群體嗎？很難！除非美國成為中等收入國家。

你再去看看現在已有的高收入國家和地區的人均收入是多少？雖然高收入國家的門檻只有1.3845萬美元，但平均收入已經達到5.1萬美元了。中國如果到2035年達到2.5萬美元水平，還是現在人家平均國民收入的一半。

所以，筆者的建議是不要片面追求GDP，還是要關注高質量增長。二十大報告提出要「統籌質的有效提升和量的合理增長」，通過提高發展效率，解決結構性問題。

不應依賴資本投入

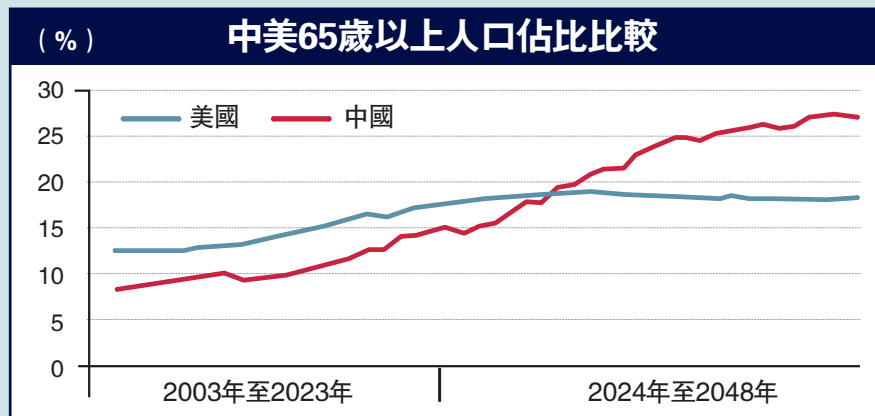
人均GDP的增長是一場馬拉松比賽，像日本、韓國上世紀50年代就開始跑了，中國到1977年後才開始跑，已經落後那麼多了，所以要拚盡全力去跑，等你拚盡全力去跑，發現跑不動了，為什麼呢？人口已經老齡化了。

中國當前的經濟特徵除了各種優勢之外，劣勢就是未富先老、未富先債。日本雖然現在失去30年，GDP還是全球第三，說明前面的基數高，後面發展慢了也不要緊，但如果前面基數低，為了趕超拚命地追的話，動作要變形的。

現在GDP增速慢一點，把結構性問題解決了、或緩解了，那麼後面增長就會更好。按照購買力平價來計算，中國已經是全球第一了，這是因為物價低、勞動力成本低。比如說中國清潔工一小時工資，也就是40塊錢人民幣，美國的話大概一小時相當於200塊錢人民幣，所以算GDP肯定是美國高。

如果中國能夠不斷提高最低工資水平，那麼，用收入法計算的GDP就會顯著提高，這比投資拉動的模式更能提高增長質量。因為投資拉動模式的核心是降低資金成本和人力成本，以便供給的產品能夠低成本出售。但勞動力同時也是消費者，如果薪酬低，消費能力不足，則供給大於消費，就會導致產能過剩。

反過來，由於勞動力成本上升，企業為了賺錢，只有生產高附加值、有獨特技術優勢的產品才能盈利，那麼，這就迫使企業增加研發投入，提高產品質量。看看目前全球的製造業強國，哪個國家的產業工人薪酬不比



中國高出幾倍？

不少人擔心中國製造業佔GDP的比重下降，會影響到「製造強國」目標的實現，但中國製造業佔全球的比重卻從20年的8.6%上升到如今的30%。不過，製造業的就業人口則不斷下降，畢竟自動化程度提高了。過去是機器替代人力，現在是機器替代腦力。

製造業越發達、越高端，就業人數就越少，所以必須發展服務業。中國服務業佔GDP比重53%左右，但就業人口不足50%，在目前大學生就業難、年輕人失業問題突出的背景下，發展服務業尤其顯得重要。

美國作為全球第一大經濟體，服務業貢獻了GDP的80%，美國總就業人口中的84%從事服務業，其從業人員的薪酬大約是中國五倍左右。如果中國的服務業的薪資價格與美國的差距縮小一倍，佔GDP的比重提高到65%，估計中國的GDP總量就可以趕上美國了。

最近大家都在提新質生產力，但是從目前數據來看，今年中國經濟增長主要還是靠投資拉動，因為1、2月份的製造業投資增長有9%，製造業投資也有9%，還是很高的。但勞動生產力的提升主要是靠勞動力素質和技術進步，包括全要素生產率，還有資本的投入。近年來經濟增長貢獻越來越多地依靠資本密度，全要素生產率在下降，勞動力素質相對穩定，所以過度依賴資本投入是中國現在面臨的問題。

人口流向出現分化

為什麼外資不太願意來中國投資，因為投資回報率太低了，這是核心問題。所以最終還要看勞動生產率增長的貢獻來自於哪裏，不是說想技術進步就能馬上進步的，需要有一個很漫長的過程，包括人工智能。人工智能，理論上來說，對於勞動生產率提升是非常有意義的，但它也不是一蹴而就，就像前三次工業革命，最終到應用層面還是很長時間的。

所以現在需要大力發展服務業，從擴大就業和增加居民收入這一角度來推動供需平衡。為什麼要大力發展服務業？原因在於我們人口老齡化在加速。中國老齡化的加速度比日本更快，跟韓國差不多。有統計顯示，全球人口每晚十年出生，平均預期壽命將增加3歲。按照這個結論推測，1987年出生的人，預期壽命將達到97歲，而1997年出生人預期壽命為100歲。這是好事，大家見證歷史的時間越來越長了，但是對於一個國家來講，出生人口在減少、預期壽命在提高，老齡化率也越來越高。

中央經濟工作會議提出，推動消費從疫後恢復轉向持續擴大，培育壯

大新型消費，大力發展數字消費、綠色消費、健康消費，積極培育智能家居、文娛旅遊、體育賽事、國貨「潮品」等新的消費增長點，這些大多與服務業有關。所以，只要國家政策支持，服務業的發展空間很大。

人口的流動今後會更加集中於新一線城市，過去五年成都已經成為中國人口流入最多的城市。之前中國人口流入最多的是北上廣深，現在這些地方的人口增速放緩。國內的人口流向其實還是挺有意思的，人口老齡化的加速，多個層面都會產生巨大的分化。

分化可以體現在GDP創造的區域分布上，如中國GDP未來貢獻最多的地方就在長三角，整個人口流向是從北往南流，這是一個大趨勢。2023年作為人口小省的浙江人口淨流量（剔除自然增長人口後）仍然超過人口大省廣東，這應該是連續第四年了，就是因為浙江服務業的比重高於廣東。

大城市化的競爭還會持續。中國一直倡導要發展製造業，要成為製造業強國，筆者認為，發展服務業才能夠讓中國成為製造業強國，發展製造業反而會讓製造業很落後。為什麼？因為發展製造業就需要降低成本，然後產品賣不掉、產能過剩，製造業怎麼能起來呢？

服務業起來了，大家收入增加了，就業增加了。相反，中國近年來製造業的就業人口一直在減少，進入到AI時代的話，就業人口會更少。服務業增加一個點的GDP可以帶來200萬人的就業，製造業增加一個點的GDP只能帶來50萬人的就業，所以中國發展服務業的理論空間很大。中國這幾年服務業佔GDP的比重在上升，製造業的比重在下降，所以就認為不能讓服務業再發展，應該要發展製造業？但製造業越發展、供給越多，產能過剩越嚴重，中國結構性問題越扭曲。發展服務業的話可以帶動方方面面的就業，社會大循環才能夠暢通。

不要覺得人家發展服務業就不是製造業強國了，美國依然是全球最強的製造業強國，它的服務業的比重恰恰是最大的。具有工匠精神的日本和德國也是如此，他們的GDP中服務業佔比都在70%以上，就業也是接近於70%。我們對當下中國經濟所面臨的結構性不平衡問題的思考還是不夠的，總想着通過投資來拉動GDP，因為投資是最容易的抓手，但是結果卻並不理想。

宏觀經濟跟產業研究不一樣，是一個更大的系統。有句話說「按下葫蘆浮起瓢」，系統思考的邏輯鏈太短，就會覺得什麼不行就應該發展什麼，頭痛醫頭腳痛醫腳，這樣的話最終效果未必會好。

內外需強勁 支撐PMI超預期

天風視野 宋雪濤
天風證券首席宏觀分析師

3月製造業PMI（採購經理指數）環比上升1.7個百分點至50.8，創下過去十一個月以來新高。其中，新訂單指數和生產指數分別上行4個、2.4個百分點，拉動PMI上行1.2個、0.6個百分點，是製造業PMI超預期的主要原因。

季節性因素只能夠解釋PMI的部分反彈。此前2月春節年份的3月PMI新訂單指數平均環比上行1.6個百分點，最高上行2.8個百分點，均低於今年4個百分點的上行幅度。

超季節性因素的核心在需求。3月製造業新訂單、出口新訂單、在手訂單指數分別上行4個、5個、4.1個百分點至53、51.3、47.6。

目前需求最確定的方向依然是外需。去年三季度開始，美國製造業已經開啟了新一輪的景氣循環。當前美國各口徑下薪資增速難以實質性跌破4%，居民消費和GDP增速將繼續保持較強增長，聯儲也將今年GDP增速預測值從1.4%上調至2.1%。

去年在美國經濟韌性和出口份額韌性的雙重支撐下，中國出口已經超出市場預期。今年在美國經濟開始補庫存的帶動下，中國出口將繼續受益。1至2月出口同比增長7.1%，不過去年3月是出口的高點，今年3月出口同比讀數可能回落，但可以期待環比表現。

小企業更受益於出口高景氣，3月份小型企業新出口訂單環比上行11.9個百分點，高於大型企業和中型企業的2.7個和6.9個百分點，帶動3月小型企業新訂單指數上行8.1個百分點。

內需的確定性在製造業轉型升級拉動的投資需求和供給創造的新需求，比如新能源、半導體、計算機通信設備、醫療設備、船舶飛機等。

3月份裝備製造業和高技術製造業PMI分別提高2.1個和3.1個百分點至51.6和53.9。高頻數據對高技術製造業的跟蹤不足，可能會造成高頻數據與統計局數據的偏差。

裝備製造業的需求來自設備投資。1至2月，固定資產投資中設備及工器具購置累計同比增長17%，大幅高於4.2%的固定資產投資，帶動1至2月規模以上裝備製造業增加值同比增長8.6%，高於工業增加值同比1.6個百分點。

高技術製造業依然維持高景氣。一方面，2023年中國航天航空器（HS88）、計算機集成製造技術出口同比增長46.2%和13.8%，2024年1-2月增長14.1%和23.7%。另一方面，智能化升級、數字化轉型是製造業轉型升級的主要方向，對高技術製造業（醫藥製造，航空、航天器及設備製造，電子及通信設備製造，計算機及辦公設備製造，醫療儀器設備及儀器儀錶製造，信息化學品製造）具有直接的拉動效益。

經濟結構性特徵仍顯著

儘管3月PMI超季節性反彈，但經濟的結構性特徵依然明顯。製造業的產需情況明顯強於和基建地產相關的建築業；高技術製造業和裝備製造業的景氣度明顯高於消費品製造業和基礎原材料製造業。

今年春節後建築業復產復工速度偏弱。截至3月12日，工地開復工率僅75.4%，同比農曆低10.7個百分點；勞務上工率72.4%，同比農曆低11.5個百分點；資金到位率僅47.7%。

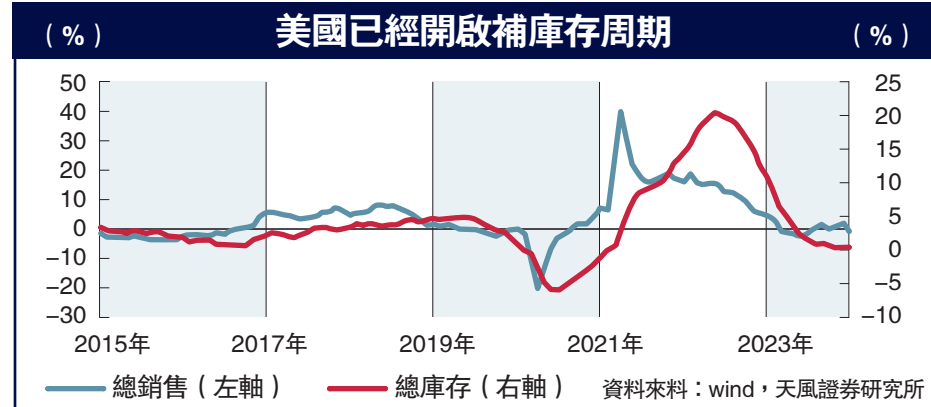
3月建築業PMI季節性回升2.7個百分點至56.2，建築業新訂單指數僅回升0.9個百分點至48.2，整體弱於季節性，2月春節年份建築業新訂單平均回升3.8個百分點。基礎原材料製造業PMI僅回升了1.2個百分點至49.1，和建築業復工復產偏弱有關。

總的來看，3月PMI表明當前經濟的兩大確定性是出口和高技術製造業，這與去年的經濟規律基本一致。

根據1至2月統計局數據計算，一季度GDP同比增速將在5%左右，有望實現開門紅，這也意味着當前政策重心依然是存量政策落地（如大規模設備更新），而不是推出更多的增量政策。



▲今年在美國經濟開始補庫存的帶動下，中國出口將繼續受益。



撤辣滿月 資金重新流入樓市

樓語縱橫 楊永健
世紀21·Q動力總經理

2月28日，特區政府宣布實施多年的辣招措施全面撤銷，令原先一直較為觀望的樓市氣氛，起了翻天覆地的改變，對整體交投的刺激作用更是超乎預期。以下是撤辣一個月對整體樓市所起的四項變化：

1) 一手交投急速上升。撤辣過後，整體新盤銷售急速上升。在市場觀望心態下，今年2月整體新盤銷售只有約270伙，當中更有近三成多的成交是撤辣後首兩天的銷量。撤辣效應下，3月份的新盤銷售大幅增加近15倍，是自2013年4月《一手新例》實施以來，單月新盤銷售的新高紀錄，創近十多年的最暢旺的新盤市場。

2) 業主反價封盤。過去一個月中，整體二手交投亦有顯著的增加，隨着過去已放盤一段時間的「筍盤」買少見少，部分業主亦自然會趁機反價封盤。如果大家有留意，部分二手地區的成交價已稍為回升，不急于出貨的業主亦自己趁機反價，這是正常現象，因為大家對後市的前景已轉趨樂觀了。

3) 短炒重現。相信大家亦明白，在辣招實施下，特別是額外印花稅的徵收，基本上短炒個案已絕跡一段長時間。但隨着樓市撤辣，加上成交回升，售價亦見底回升，樓市短炒情況勢必重現，特別是樓價僅300萬元內的細價樓物業，因應300萬元以下的成交釐印費（從價印花稅）僅100元。不過，相信有關短炒個案只是市場上的少數，因為市場上仍有一定的盤源。

4) 收租客回歸。過去兩、三年的加息周期，市場處於相對高息的陰影下，定期存款息率隨時達4至5厘，買樓收租自然變「不算吸引」，不少投資客將資金轉投定期存款。但減息周期即將重臨，本地銀行同業拆息亦已回落，近月定期存款息率已有所回落，個別銀行已重返4厘以下的水平。過去一年樓價回落，租金卻持續微升，個別收租回報率重返3.5厘水平，回報率接近定存水平，加上撤辣效應，近月已有收租客回歸市場，趁低買樓作收租用途。

總結來說，香港的銀行存款總額仍超越17萬億元，其中4萬億元是過去兩年在市場轉投定期存款。換言之，減息臨近，而相關定期存款亦逐步「解凍」，資金將逐漸重新流入香港樓市，後市不容小覷。