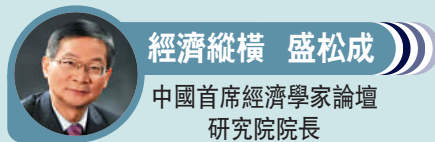


高附加值的生產性服務業，是未來中國服務業支持經濟高質量發展的重要方向。



服務業（尤其是生產性服務業）的發展可以為培育新質生產力提供有力支持，因為促進新質生產力發展不僅要提升科技創新能力，也要為科研成果轉化提供更好的市場基礎、更加高效的要素配置和更為全面的人才支撐。而服務業本身的高質量發展也將成為新質生產力的一部分。

先進服務業增強新質生產力



經濟縱橫 盛松成
中國首席經濟學家論壇
研究院院長

大家對待服務業發展要避免一個誤區，就是將服務業佔比的提高與製造業發展對立起來。事實上，沒有先進和優質的服務業，就很難有先進的製造業。製造業中的高端部分，如研發、設計、專利、品牌等，都屬於生產性服務業的範疇。

隨着經濟數字化程度不斷加深，服務業中直接支持先進製造業發展的部分愈來愈多，服務業和製造業之間的界限也日漸模糊，不少屬於服務的部分，其價值被包含在製造品的價格之中。

2023年，中國服務業（第三產業）增加值佔GDP的54.6%。而早在20世紀40年代，美國第三產業在GDP中佔比就已接近60%，目前佔比達81.6%。除了總量差距，中美服務業結構的差異更值得關注。中美近30個百分點的服務業佔比差距中，近60%來源於生產性服務業。

根據國家統計局的標準，生產性服務業可以理解為一種中間服務部門，主要為各類市場主體的生活活動提供服務；而生活性服務業提供的服務主要用於居民最終消費。根據最新數據，中美兩國生產性服務業分別佔各自GDP的31.4%和47.7%。中國較美國低16.3個百分點。中美生活性服務業佔比差異主要來自醫療健康和房地產領域，這兩個細分行業可以解釋中美生活性服務業佔比差異的80%以上。

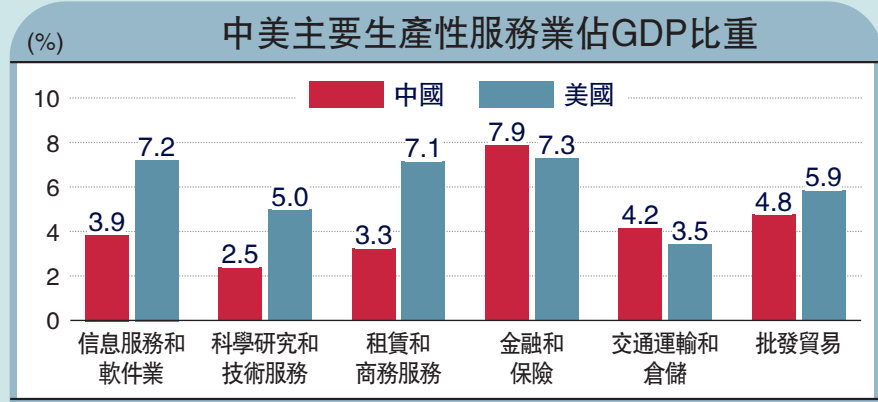
值得一提的是，生產性服務業和生活性服務業很難完全清晰劃分，因為部分行業小類既屬於生產性服務業，又屬於生活性服務業。例如帶有公共服務性質的行業（氣象、地震、海洋、測繪等專業技術服務業、教育、衛生和社會工作等），又比如部分行業具有同時為生產、生活提供服務的特點（交通運輸、移動電信服務、職業教育培訓服務等）。

根據國家統計局的分類標準，有76個行業小類兼具生產性和生活性服務的特徵，而中國生產性服務業涉及348個行業小類、生活性服務業包括288個行業小類，上述交叉領域僅佔所有行業小類的11.9%，並不影響我們觀察中美服務業整體結構特徵。

支持高端製造業升級

一般來說，服務業的勞動生產率低於製造業。但美國在服務業佔比提高的同時，也保持了較高勞動生產率。目前美國人均GDP已突破8萬美元，同時美國84%的就業人口從事第三產業。其他發達國家的數據也表明，愈是高收入國家，服務業勞動生產率愈高，且其服務業勞動生產率與第二產業勞動生產率愈接近。通過縱向分析美國服務業在經濟中佔比提升的過程，我們發現，生產性服務業的發展是推升服務業在美國GDP中佔比的主要動力之一。

總體來看，生產性服務的發展對美國服務業佔比提升貢獻更大。在居民基本生活需求得到較為充分的滿足



後，生活性服務業增加值的上升空間也趨於有限。而生產性服務業，尤其是科學研究、專業技術等，可以提供更高的附加值。在信息技術和數字經濟加速發展的時代，後者甚至可能呈指數級增長。

近年來，中國生產性服務業加速發展。自2010至2021年，中國第三產業在GDP中的佔比從44.3%提高至53.5%。其中，信息傳輸、計算機服務和軟件業佔比提升幅度最大，其在GDP中的佔比累計提高了1.79個百分點；租賃和商務服務業、金融業、科研和技術服務業在GDP中的比重累計分別提高了1.37個、1.56個和0.83個百分點。上述行業對中國三產佔比提升的貢獻合計超過60%。

儘管如此，中國生產性服務業與美國的差距依然明顯，尤其是高附加值行業。具體而言，中國信息服務和軟件業佔GDP的3.9%，較美國低3.3個百分點；中國科學研究和技術服務業佔GDP的2.5%，而美國高達5%；中國租賃和商業服務業則比美國同類領域（租賃服務和無形資產出租、法律服務、公司和企業管理服務、行政和支持服務）低3.8個百分點。上述三個行業加總來看，中國低於美國9.6個百分點，這些解釋了中美生產性服務業佔比差異的58.9%。

中國生產性服務業的競爭力亦有較大提升空間。以金融業為例，2023年中國金融業增加值佔GDP的8%，甚至高於美國（7.3%），但「大而不強」。從服務貿易看，2023年中國金融服務貿易順差僅為6.47億美元，而美國金融服務貿易順差為1136億美元，是美國服務貿易順差的首要來源。這表明中國金融行業的競爭力仍有較大提升空間。2023年中央金融工作會議對提升金融服務實體經濟的質效提出了要求。金融業在支持科技創新和產業升級、綠色轉型方面仍有可為。

中國服務貿易逆差也有不少來源於生產性服務業。相比之下，美國在金融、知識產權使用費、其他商業服務等生產性服務領域具有優勢，順差規模分別為1136億、820億和1084.2億美元。目前中國知識產權使用費項下的逆差為317.5億美元；其他商業服務貿易順差380.3億美元，與美國差距仍大。因此，儘管在貨物貿易方面美國有巨大規模逆差，也要看到美國服務貿易的增長在很大程度上促進了其國際收支平衡。2023年美國服務貿易順差規模近2800億美元，而中國逆差規模超過2200億美元。

服務貿易、數字貿易等領域是近年來國際貿易的新增長點，生產性服務業高質量發展將助力中國主動對接

高水平經貿規則，對提高中國在貿易新業態領域的競爭力具有重要意義。世界貿易組織（WTO）發布的《世界貿易報告》預計，到2040年，全球服務貿易佔全球貿易的份額將達50%。目前，全球的服務貿易佔貿易總量的30%，中國佔12%。

提高數字貿易競爭力

而在服務貿易中，數字貿易的佔比不斷攀升，也有廣闊的發展空間。目前高收入國家在數字化交付的服務貿易中，佔據的份額高達82.6%。而中國是全世界生產數據最多的國家之一，有待挖掘、釋放的潛力是巨大的。據國際數據公司（IDC）統計，中國14億多人口創造的數據超過整個世界數據量的20%。

簡單、片面局限於服務業或製造業在GDP中的佔比數據意義不大，而應更加注重經濟高質量發展的內涵。服務業的高質量發展和製造業的高質量發展是緊密相連的。甚至可以說，沒有先進和優質的服務業，就很難有先進的製造業。今年兩會期間發布的《政府工作報告》在談及落實「大力推進現代化產業體系建設，加快發展新質生產力」時，也專門談到「加快發展現代生產性服務業」。

2023年中國高技術產品出口規模佔貨物出口總額的25.1%。其中，信息及通訊產品出口額為4985.2億美元，實現順差3358.7億美元。但也應客觀地認識到，這些產品出口金額中也包括了外商投資企業在中國的產能，中國公司要從這些產品銷售中獲得更多的增加值仍須努力，尤其是其中的知識產權、品牌等屬於高附加值服務業的部分。

在勞動力成本提升、國際環境變化、全球價值鏈重構等多重因素驅動下，中國企業邁出了新一輪「出海」的步伐，更需要生產性服務業為其「保駕護航」。出海企業不僅要通過技術創新、產品創新和品牌建设向全球價值鏈高端邁進，也需要商務服務、金融、法律等專業服務的支持。中國從製造大國向創新大國轉變，是一個需要各個行業和領域協調配合的系統工程。

總而言之，服務業在新質生產力的培育和發展中起着不可或缺的作用，尤其是具有高附加值的生產性服務業，是未來中國服務業支持經濟高質量發展的重要方向。

隨着數據要素重要性日益凸顯，疊加信息技術加速發展、能源轉型等重大變革，中國超大规模市場有望發揮更多優勢，為新技術和新產品提供豐富的應用場景，為持續創新營造更好的經濟和社會環境。

美聯儲被動適應二次通脹



天風視野 宋雪濤
天風證券
首席宏觀分析師

美國聯儲局5月議息會議，利率水平如期保持不變。但不減息不是重點，筆者此前已有判斷，聯儲局「沒必要、沒空間、沒動力做實質性減息」；當前的重點是放緩縮表守護美元流動性。

美聯儲看似的「不作為」，並不是主動的「無為而治」，而是對二次通脹的「被動適應」，這一點鮑威爾和上世紀70年代時任聯儲主席伯恩斯類似。

雖然美聯儲在加息減息這個問題上保持「搖擺不定」，但在維護美元流動性這個關係到核心利益的問題上必須反應「快準狠」。今次議息會議決定6月起對縮表減速。其中，國債的縮表上限從每月600億美元，降至每月250億美元，MBS（不動產抵押貸款）的縮表規模不變，仍為每月350億美元。

縮表放緩的基本邏輯是：「當前維護美元流動性的優先級要高於利率水平變化」，無論是金融資產還是實體經濟，如果要在高利率環境下維持健康循環，貨幣流動性是不可或缺的一環。

美聯儲的第一次縮表（QT1）於2017年10月啟動，並於2019年8月結束，其間共持續了99周，資產負債表規模下降了6992億美元，降幅15.5%。恰好本輪縮表周期（QT2）也進行到第99周，目前為止資產負債表下降了1.51萬億美元，降幅16.9%，已經超過上一次縮表時的降幅。

核心通脹持續反彈

聯儲在本次會議聲明中最大的變化是承認「在實現2%的通脹目標方面缺乏進一步進展」，這與去年第三季度起美國各口徑下的通脹動態陸續發生逆轉相對應。鮑威爾在發布會中最有趣的一句話是「3%和滿意兩個詞不可能出現在同一個句子裏」。從這個角度看，鮑威爾也很難對當前核心通脹滿意。

持續反彈的核心消費物價指數（CPI）、超級核心CPI及核心個人消費支出物價指數（PCE），都意味着美國的二次通脹不再是「敘事」，而已成為事實。從現在這個節點看聯儲的下一步動作，需要思考的不僅是時點，還應該是

包括加息在內的方向性問題。

新進公布的ECI（有效關聯收入）再次超出預期，4.2%的ECI增速對應了2.5%左右的通脹預期和1%以上的生產力增速；當前各口徑下的工資增速反彈並維持在4%以上水平是支撐二次通脹的因素之一。

支撐通脹反彈的另一個因素是高基數消失。如果核心CPI保持環比0.3%的水平，核心通脹同比讀數年末將回到3.9%。考慮到當前美國經濟內生動能其實並不弱，尤其是本周公布的ECI及此前核心PCE物價這兩個聯儲最中意的通脹指標均持續上行，筆者認為加息是在框架之內的情形。

加息概率仍然小

當然，加息也需要一系列條件，即服務通脹持續反彈和油價在地緣的擾動下加速上行。當前看，加息依然是小概率事件，但是如果聯儲不往加息方向引導，從而進一步收緊金融條件（尤其是信用利差）的話，通脹溫和反彈的趨勢還會持續。

雖然美國一季度實際國內生產總值（GDP）月增速明顯低於預期，但除庫存投資、政府支出和淨出口的國內最終私人需求依然強勁增長3.1%，體現出美國經濟依然處於相對高位水平。

鮑威爾也認為對於美國當前短期「滯脹」的擔憂有些多餘，並拋出了「未來美國經濟三條路」的表述：第一條路：通脹持續高於政策目標，就業熱、經濟不着陸，那就無法獲得更大的信心，也就不會減息。第二條路：通脹持續朝着2%前進。第三條路：勞動力市場超預期放緩。

對於後兩條路，鮑威爾認為可以隨時觸發減息，尤其是他個人依然對通脹回落相對樂觀。

總的來說，鮑威爾依然嘗試保持一種「風險平衡」的表達：既明確表示聯儲下一步行動不太可能（unlikely）是加息，又在當前數據不支持減息的背景下，對當前通脹動態的逆轉展現了更多的「容忍度」。

整個市場對於鮑威爾的鴿派態度十分買賬，美債利率小幅下行，期貨市場定價的全年減息預期為0.36厘，且減息預期並沒有集中在任何一次會議，而只是模糊地認為今年遲早會減息一次。

港樓市向好 新盤加速去庫存



主樓布陣 布少明
美聯物業
住宅部行政總裁

美國聯儲局公布最新一次議息結果，息率維持不變，符合市場預期，是連續第六次維持不變。香港方面，本港大型銀行同樣維持最優惠利率不變。事實上，自從2月底全面撤辣後，樓市氣氛明顯好轉，交投比起撤辣前明顯增加，樓價亦見企穩。現時影響樓市的最主要因素是息口走勢及經濟環境。

如果仔細分析聯儲局主席鮑威爾的發言，不難發現息口走勢的一點端倪。他於發言時表示：「下次政策利率調整不太可能是加息。」此番說話基本已決定了美國今年不會再加息，當再有利率變化時，就是減息期的來臨。因此在其發言後，美股和港股齊齊飆升，已反映了市場對減息的憧憬。

另一邊廂，近期本港經濟正在好轉。政府統計處公布，受惠訪港旅客進一步回升，首季GDP料按年增長高達2.7%，遠好過市場預期的增長0.8%；香港股市更連升9日，累漲2251點，重返「牛熊分界線」。種種跡象顯示，香港市場的整體基調正逐步改善。

分析樓市時，除了留意息口走勢，亦需留意新盤定價。現時發展商推盤是「重量」多於「重價」，令新盤持續「低開」，更導致連續七個季度出現「負溢價」，即新盤價錢較同區二手價為低。單以九龍區計算，今年首季新盤

「負溢價」更高達7.5%，新盤開價折扣較「大市」更大。但自從全撤辣後，樓價正在回穩，當中新盤「負溢價」由去年第三季度的7.4%，收窄至5.2%，某程度上反映樓價已有止跌跡象。

今季樓價料維持平穩

說起新盤，最近一手貨尾量多寡及供應情況，同樣受到市場關注。根據美聯物業研究中心綜合《一手住宅物業銷售資訊網》及市場資料，若單以2023年或之前推出項目的貨尾計算，截至2024年3月底止錄約18668個貨尾單位，較2023年12月底的21886個按季大減約3218個，減幅近15%，反映撤辣後貨尾的減少速度明顯加快。

但由於市場氣氛好轉，發展商加快推售單位，積極推出新盤，同時亦令貨尾的數量增加。若以在「舊貨尾」及「新貨尾」一同計算，截至2024年3月底，累積貨尾仍然有20486伙。但整體計，首季累積貨尾量按季亦減6.4%，創三年半最大季度跌幅，表現不俗。累積貨尾始終需時慢慢消化，樓市呈現穩中向好的趨勢。

總括而言，在經濟及樓市同步向好的背景下，個人認為第二季度樓市有望承接首季火熱旺勢，估計次季一手交投將升約14%至5500宗，創5年的季度新高；期內二手交投料增加15%至1.2萬宗，升至逾一年高位。樓價方面，由於一手依然低價搶攻，而且減息時機仍存在不少變數，因此估計第二季度樓價將維持平穩發展。



樓市向好，今季新盤交投料升至5500宗，創5年的季度新高。