

加快新質生產力發展 提振製造業



東吳宏觀 陶川

東吳證券首席宏觀分析師

時隔一年後，二季度PMI（製造業採購經理指數）乍暖還寒的情景再次浮現。2023年5月48.8的PMI刷新了歷史同期新低，而2024年5月PMI降幅達0.9個百分點，降幅為近十年來最大。

值得注意的是，當前高技術製造業一直引領着PMI的前行，包括去年和今年二季度PMI整體的調降都伴隨着高技術製造業PMI的下降，因此加快「新質生產力」的發展，或許是促使PMI重回景氣區間的「破冰」之法。

5月PMI各細項指標均有不同程度的調降，而導致PMI降幅如此明顯的「導火索」在於需求和生產的明顯弱化。需求端，5月PMI新訂單指數降幅達1.5個百分點、PMI新出口訂單指數降幅達2.3個百分點，說明有效需求的復甦動能依舊不足。企業調查顯示反映市場需求不足的製造業企業比重為60.6%（環比增1.2個百分點），需求端尚未企穩也將對製造業形成制約。

生產端方面，5月PMI生產指數降幅為2.1個百分點，為近十年來同期最大調降幅度，因此生產的邊際下降或是導致5月PMI下行的「最後一根稻草」。

從價格方面來看，目前價格傳導鏈並不利於企業盈利。受大宗商品價格整體上漲的影響，5月PMI原材料購進價格指數升高2.9個百分點、錄得56.9，已連續三個月保持上行的原材料價格指數顯示，當前製造業企業成本處於加快上升態勢。然而，原材料價格的上行並未成功傳導至產成品端，5月PMI產成品價格指數環比上升1.3個百分點，與購進價格指數差距擴大，不利於企業效益持續恢復向好。

大、中、小型企業運行再迎分化。5月各規模的工業企業景氣度再次出現「背道而馳」的現象，其中大型企業PMI上升（從4月的50.3升至50.7）、而中、小型企業PMI下降（中型企業PMI從4月的50.7降至49.4，小型企業PMI從4月的50.3降至46.7）。在製造業PMI整體偏弱的情况下，中小型企業PMI也沒有「太好過」，主要原因在於當前PMI整體主要受高技術製造業引領，而高技術製造業主要集中在中小企業，因此與PMI整體表現掛鉤。

如何「扭轉乾坤」？對於製造業來

說「新質」的含量是關鍵。當前科技發展的重要性，不僅僅體現在各大場合上領導人對「新質生產力」一詞的反覆提及，還體現在近期製造業整體PMI與高技術製造業PMI總是「同升同降」——高技術製造業PMI與製造業整體PMI往往呈正相關關係，尤其在2023年之後，兩大指標的相關係數和擬合優度都有了進一步的提升，這說明「科技」對於製造業發展來說愈發重要。而5月製造業PMI的「調頭」下降，恰好與高技術製造業PMI的大幅調降相關（從4月的53.0降至50.7）。

新質行業投資提速

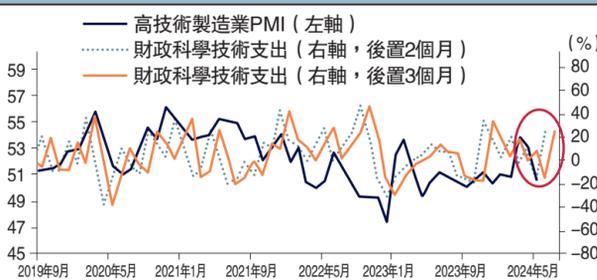
那麼「新質」框架下的PMI，5月為何降溫？主因或在於財政科技支出的短暫「掉線」。在當前「新質生產力」的政策主旨之下，財政端的科學技術支出成為了觀測科技激勵政策力度的最佳指標之一。根據歷史走勢來看，財政科學技術支出同比增速往往領先於高技術製造業PMI兩至三個月。而5月高技術製造業PMI的下降，恰逢與前期科技支出短暫「掉線」相呼應。但科技支出的轉弱並非是延續性的，在短期內支出強度又迅速彈升，因此筆者認為高技術製造業PMI仍有上行空間，屆時也會對製造業PMI形成支撐。

除了政策支持，「新質」行業的投資增速是高技術製造業PMI的「顯微鏡」。「新質」行業的製造業投資增速可以作為高技術製造業發展動能的觀測指標，走勢通常領先於高技術製造業PMI約一至四個月。5月高技術製造業PMI的下降也與前期「新質」行業投資增速短暫下滑「不謀而合」。但受益於推進製造業升級的政策利好，今年以來「新質」行業的投資增速其實明顯快於「舊質」行業，因此相較於其他行業而言，高技術製造業PMI的位置並不會過低。

再看非製造業，建築業也緊跟製造業步「乏」。除了製造業PMI，5月建築業PMI也經歷了回調（從4月的56.3降至5月的54.4）。雖然5月新增專項債發行進度斜率有小幅提升，但整體發行規模仍不及往年同期，基建的發力不足也解釋了當前建築業PMI的相對低位。

服務業是5月的「一抹春色」。不同於製造業PMI和建築業PMI的下降，5月服務業PMI反而有所回升（從4月的50.3小幅升至5月的50.5）。筆者認為主要原因是今年的五一假期較長，居民出行消費的「底氣」也會更足一些。

財政科學技術支出同比增速領先高技術製造業PMI



數據來源：Wind

入學旺季將至 租金延續升勢



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁

日前差餉物業估價署公布，4月私人住宅售價指數按月升約0.3%，連升兩個月。至於4月私人住宅租金指數亦同步上升，按月升約0.9%，連升兩個月，創逾四年新高；若以今年首四個月計，則上升約0.48%。

至於美聯「租金走勢圖」與差估署數據表現大致相若，4月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約35.94元，按月升約0.31%，同樣連升兩個月、創逾四年新高。

租金節節上升的主因，自然與特區政府近年積極「搶人才」有莫大關係。其實除「投資移民」以外，其他入境「專才」計劃，如「高才通」等對於帶動樓市租賃表現亦相當「給力」。

據筆者與前線同事交流所得，發現不少「專才」到港後，相對是較喜歡選擇「睇定啲」先行租樓，待較為熟悉香港的生活環境後再買樓。隨着愈來愈多「人才」到港，衍生更多租賃需求，假設當中有一至兩成人考慮租樓或買樓，對樓市的正面作用已屬非同小可，致令近期租金水平一直居高不下。

除了「人才」湧入以外，本港即將踏入新一年的暑假租務旺季，一批由內地赴港的大專生，有力進一步「撈起」租務市場。根據香港考試及評核局公布資料，在2014至2023年期間，持有非香港身份證報考香港中文憑考試（DSE）的人數介乎41人至402人之間，佔總考生數的比例不超過0.7%。

可是今年初，考評局首次公布內地DSE考生人數達到1400人，約佔總考生人數的2.7%。內地考生數量激增，相信與考評局分別於廣州和深圳開設考場有關，這一類考生勢必愈來愈多，繼而有望成為本港樓市未來新一批租客，甚至是買家。

根據美聯升學的統計數據，自從全面撤辣後，大量家長查詢赴港插班事宜，「全撤辣」後的平均每月查詢量，較之前大幅增加約40%，反映內地家長及學子，對本港教育環境趨之若鶩。

最後值得一提，普遍「專才」們喜愛租住的地區，大多數是樓齡相對較新，以及鄰近各大學地區的屋苑，當中啟德區、將軍澳日出康城、黃竹坑、大埔白石角，以及紅磡區等，所以如果有意買樓收租者，上述地區的屋苑可考慮多加注意，租金水平相對較穩定之餘，物業保值力及升值潛力亦可望看高一線。



隨着地產成交量觸底，內地一線及準一線城市房價同比率先拐頭向上的可能性較大。

近期，穩地產、去庫存政策頻出，包括一線城市在內的省市也都積極響應，然而，有關地產周期走勢的分歧仍然很大。按照目前數據推算，樓市成交量可能在一年內趨近我們測算的需求區間的下限、即12億平米的水平。

內房交投有望一年內見底



持之以恆易恒

華泰證券首席宏觀經濟學家

本輪地產去槓桿周期已持續三年有餘，其間商品房住宅成交、房地產投資、土地出讓等房地產相關指標均已明顯回落。從統計局公布的全國商品房住宅年化銷售數據來看，季調後的全國新房年化成交額則從2021年2月高點的17.4萬億元（人民幣，下同），累計下跌53%至今年4月的8.2萬億元。

樓市調整「賽程過半」

二手房方面，根據中國指數研究院數據，二手房交易於2020年四季度觸頂，之後經歷了五至六個季度的調整，底部接近2018年年中的低點。隨着二手房房價調整、疊加新房交付擔憂加劇，二手房市場於2022年二季度企穩回升，目前已回到2018年至2020年的中樞水平。據國家統計局披露，2023年二手房網簽交易面積約7.09億平米，約佔（新房+二手房）成交的38.8%。基於2023年上述主要城市二手房成交面積佔全國的比例簡單推算，今年4月季調後的全國二手房成交量可能在6.7億平米左右。

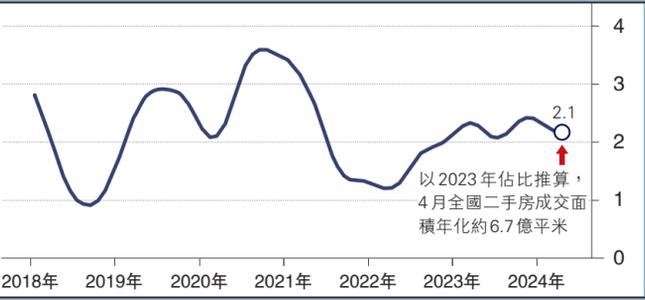
次貸危機前後，美國房地產市場經歷了長達五年的下行周期，其間新屋、成屋銷售分別從高點累計下跌81%、52%，房價指數亦累計回調27%。在房地產泡沫破裂後，日本住宅價格經過了長達十八年的下行周期，累計跌幅達47%。而在亞洲金融危機期間，中國香港地區的房地產交易量的調整周期僅十四個月，但累計跌幅達66%。反觀本輪中國內地房地產市場的調整，經歷了超過三年的下行周期，60城和百強房企口徑的新房成交量分別較高點下降了近七成和八成，已接近美國在次貸危機前後，以及香港在亞洲金融危機期間的房地產成交量的跌幅。同時，統計局口徑的全國商品房銷售面積的降幅也已超過四成，也顯示「賽程」已過半。

我們基於居民換房率簡單推算，國內地產（新房+二手房）成交量中樞可能在12億至18億平米，隱含存量換手率4%至6%、一手房成交量中樞在9億平米附近。基於七普數據估算，截至2023年底，中國城鎮存量房面積可能已超過300億平米。結合2021-23年商品房住宅竣工面積，以及各建成時間段的拆除比例假設，我們估算到2023年底，中國城鎮所有存量房面積約為305億平米，其中包括居民自建的小產權房。

按照美、韓國4%至6%的居民換房率簡單推算，如果未來居民收入預期不再快速下跌、且不存在其他疫情等較大結構性擾動的情况下，國內城鎮地產成交面積中樞可能在12億至18億平米。考慮二手房佔比可能在25%至45%之間波動，一手房成交面積中樞可能在9億平米，底部區間可能在6億平米左右。

考慮目前地產去槓桿周期可能已經進入下半場，本輪政策「組合拳」

內地主要城市二手房成交面積在2022年次季後回升



資料來源：中國指數研究院、華泰研究

的邊際效果有望優於此前數輪，或有助於邊際改善市場預期。我們推算，城鎮住宅成交量可能在一年內趨近6億至7億平米水平，或將找到支撐。

由於開發商面臨較大的現金流壓力，短期拖累新房供給，加劇區域錯配。2022、2023年，地產開發商資金來源的同比降幅分別為26%、14%；2021年下半年以來，A股地產企業現金持有量同比持續下降，2024年一季度同比降幅為26%。隨着開發商現金流壓力加劇，商品房建設速度明顯放緩。2020年季調後商品房完工面積的年化均值为9億平米，2022年下滑至6.9億平米，2023年在「保交樓」的推動下回升至10億平米，但2024年完工面積再次大幅下降。若以目前的變化趨勢測算，今年商品房完工面積或將降至7.2億平米，低於今年4月8.3億平米的全國新房季調後年化銷售面積。

作為未來住房供給最為領先的指標，土地供給在過去兩年也經歷了大幅收縮。年初至今，季調後300城住宅土地成交年化建面僅2.4億平米，相較於2020-2021年的均值9.8億平米下滑了76%，降幅超過統計局公布的全國商品住宅銷售面積（-48%），以及60城新房銷售面積（-68%）。住宅用地供給的大幅收縮對應未來一至兩年住宅供給將大幅減少，如果未來住宅銷售復甦，可能會出現供需錯配的問題。

近兩年，一二線城市的土地供應出現明顯下滑。考慮到一線和準一線城市面臨持續的人口流入、且有較大的更新改造需求，未來出現住房供需錯配的可能性更大。一方面，一線城市的土地出讓金收入明顯下滑，如2023年北京和上海的出讓金收入分別同比下降了7.3%和15.9%，2022年廣州的出讓金收入同比下降65.6%，也反映了一線城市土地供給明顯下降。另一方面，一二線城市的住房需求具有較強的韌性。從2010年和2020年人口普查數據來看，人口向重點城市聚集的特徵日益凸顯，對應一二線城市持續增加的住房剛性需求。而由於一二線城市的住房建造時間較早，2000年之前居住體驗不佳的住房佔比可能更高，對應更大的更新改造需求。

參照我們的測算，如果一手房成交量一年內趨近低點，全國房價走勢可能在兩至三個季度後轉向，其中一線及準一線城市有望先行。歷史數據顯示，全國新房成交同比通常領先70城新房價格同比約兩至三個季度，

如全國新房成交同比分別於2012年1月、2014年7月、2022年4月觸底回升，而70城新房價格同比則分別於2012年6月、2015年4月、2022年10月見底。

在前幾輪地產周期中，全國房價走勢大體一致，其中一線城市新房價格同比走勢通常領先70城一個月左右。但在本輪周期中，隨着居民對未來房價預期轉變，一線城市房價相比二、三線城市更為堅挺，隨着地產成交量觸底，一線及準一線城市房價同比率先拐頭向上的可能性較大。

此外，考慮未來人口可能繼續向大城市群集聚，人口流入較多城市的房價也可能與其他城市延續分化走勢。參考日本在總人口見頂後的人口流動趨勢，未來數十年間國內人口可能繼續向大城市群集聚，其中能夠持續錄得人口淨流入的城市，其房價走勢可能更為堅挺。2023年，常住人口新增前五的城市分別是合肥、鄭州、杭州、成都和上海，均是所在城市群的中心城市。

人行降準減息可期

短期內，地產對增長及融資的直接拖累邊際緩解，但可能對總需求、通脹、預期有抑制作用。隨着地產相關產業鏈佔GDP，以及新增社融的比例下降，疊加地產成交接近底部區域，短期內地產周期偏弱對增長以及信貸周期的直接拖累均有望下降。

然而，在明年下半年房價轉向前，房價預期偏弱可能仍將影響居民消費和企業投資，對通脹可能有一定的抑制作用。中長期，在加速構建房地產發展新模式的背景下，地產相關產業鏈對未來經濟增長的拉動作用可能趨於下降。

宏觀政策層面，仍需保持積極的財政政策以對沖地方政府收入壓力，並維持寬鬆的貨幣政策助力通脹預期企穩回升。隨着房地產發展新模式的建立，地方土地出讓收入可能難以回到之前的高速增長。在地方政府尋找新的財政收入增長點之前，財政政策可能需要保持積極，以緩解土地出讓收入下降可能造成的財政收支壓力。

考慮短期內地產周期對通脹的潛在抑制作用，貨幣政策亦需保持寬鬆，以推動價格溫和回升。隨着政府債供給上升，央行可能通過降準來補充流動性，並通過推動存款利率下調來帶動社會綜合融資成本下行。中長期，隨着美聯儲開啟降息周期，央行可能通過下調政策利率來帶動LPR（貸款市場報價利率）報價下行。