

▶伴隨大規模設備更新政策落地，鋼材市場預期向好，價格回升帶動鋼鐵行業利潤同比轉正。



今年首5個月，中國工業企業的利潤總額出現了增長回落的情況。本文會以量、價、利潤率三要素分析不同行業的情況；而隨着國家推出多項支持政策，文章亦會展望工業企業的最新發展。

國策拉動工業企業利潤增長



經濟探針 溫彬

民生銀行
首席經濟學家

一、連續兩月實現正增長

1至5月，中國規模以上工業企業實現利潤總額27543.8億元（人民幣，下同），同比增長3.4%，較1至4月增速回落0.9個百分點。5月份，規上工業企業利潤6596.9億元，同比增長0.7%，連續兩個月正增長，但增速較4月下降3.3個百分點。整體而言，工業企業利潤平穩增長，但增速放緩。5月規模以上工業企業營收同比增長3.8%，較4月加快0.5個百分點，為工業企業利潤恢復提供支撐。

從量、價、潤率三要素來看，表現為一升兩降。1至5月PPI（工業生產者出廠價格）同比-2.4%，較1至4月收窄0.3個百分點。但1至5月工業增加值同比6.2%，較1至4月回落0.1個百分點；1至5月規上工業企業營業收入利潤率為5.19%，同比增速持平，較1至4月回落0.1個百分點。因此，量價驅動工業企業營收增速回升，但利潤率增速回落對整體利潤形成拖累。

二、41行業中的32個利潤上升

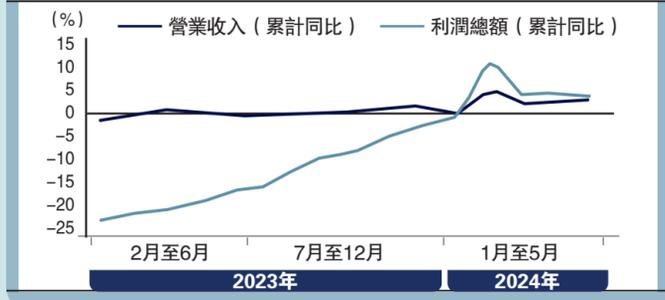
1至5月，在41個工業大類行業中，有32個行業利潤同比增長，佔78.0%，行業增長面比1至4月份擴大2.4個百分點，反映工業景氣度呈擴散狀態。

從三大門類看，1至5月採礦業利潤總額同比下降16.2%，降幅比較1至4月份收窄2.4個百分點。從三要素來看，1至5月採礦業工業增加值同比增速為2%，高於1至4月的1.7%；1至5月營業收入利潤率增速為-10.4%，較1至4月收窄0.7個百分點；價格小幅上升，除黑色金屬礦採選業PPI同比下降0.8個百分點外，煤炭、有色金屬礦、非金屬礦、石油和天然氣採選業PPI同比均有不同程度的上升。量、價、利潤率全面改善下，採礦業降幅縮窄。

1至5月電力熱力燃氣及水生產和供應業利潤增長29.5%，繼續保持較快增長，但增速不及1至4月的36.9%。其中，電力行業利潤增長35%，增速最快。三要素中，1至5月電熱氣水業工業增加值增速為6.2%，較1至4月回落0.4個百分點；1至5月營業收入利潤率同比增長21.1%，較1至4月放緩7.6個百分點；受公用事業領域漲價影響，水電燃價格有所改善，其中電力熱力、燃氣、水生產和供應業1至5月PPI同比分別較1至4月分別上升0.3、0.4、0.4個百分點。可見，生產和利潤率回落是1至4月電熱氣水業利潤增速放緩的主要拖累。

1至5月製造業利潤增長6.3%，增速較1至4月回落1.7個百分點。三要素中，1至5月製造業增加值增速為6.7%，較1至4月減0.2個百分點；營業收入利潤率同比增長1.9%，較1至4月回落1.4個百分點；製造業各細分行業價格漲跌互現，但較1至4月有明顯改善。生產放緩與利潤率下滑導致

工業企業營業收入增速回升、利潤增速回落



製造業利潤增速下降。

製造業中，中游的裝備製造業仍然是工業企業利潤增長重要引擎。隨着國家深入推進新質生產力培育壯大及製造業高端化、智能化、綠色化，裝備製造業利潤保持較快增長，1至5月份裝備製造業利潤同比增長11.5%，拉動規上工業利潤增長3.6個百分點，是貢獻最大的行業板塊，但增速較1至4月回落4.8個百分點。其中，受益於產品生產增長，電子、行業鐵路船舶航空航運運輸設備、汽車行業利潤增速較高。1至5月上游原材料製造業利潤同比下降15.1%，降幅較1至4月收窄4.1個百分點。其中，伴隨大規模設備更新政策落地，鋼材市場預期向好，價格回升帶動鋼鐵行業利潤同比轉正，有色冶煉行業因產品價格上漲也實現利潤大幅增長。受工業品出口總體加快的帶動，1至5月下游消費品製造業利潤同比增長10.9%，但國內消費疲弱，導致增速較1至4月回落1.1個百分點。其中，化纖、造紙、紡織、文教工美、食品製造等行業利潤增長較快。

三、企業出現被動補庫存跡象

5月末工業企業產成品存貨名義增速為3.6%，較4月末上升0.5個百分點，經PPI調整之後的實際庫存回落0.6個百分點至5%。

結合5月當月工業企業利潤增速回落、產成品存貨增速持續上升來看，過去的主動補庫存出現反覆，企業出現被動補庫存跡象。一方面，5月出口同比增速由4月的1.4%上升為7.6%，除與外需有所好轉及各國採取貿易保護措施帶來「搶出口」風潮外，去年低基數效應也是重要原因，因此實際外需好轉程度有所縮水。另一方面，內需疲弱，國內消費低迷，工業領域許多細分行業供過於求，導致被動補庫存出現。

從PMI（採購經理指數）的兩個庫存指標看，5月原材料庫存指數為47.8，產成品庫存指數為46.5，分別較4月下降0.3或0.8個百分點。從景氣指數看，企業補庫存缺乏有力支撐，內外部需求仍存變數，需看後期表現。

四、應收賬款回收周期略有拉長

1至5月，工業企業應收賬款平均回收期為66.8天，較1至4月增加0.1天，顯示企業資金周轉狀況有所惡化，主要為內需不足導致產銷環節不暢所致。

分企業類型來看，各類企業應收賬款回收期表現分化。其中，國有企

業增加0.5天至52.3天，股份制企業持平上月的64.6天，外資企業增加0.4天至75.9天；私營企業減少0.3天至68.9天，與外需向好帶動中小企業經營狀況好轉有關。

應注意的是，目前應收賬款回收期處於歷史高位，經濟下行趨勢下許多企業經營面臨困難，拖欠賬款頻繁發生，在通過政策加速企業資金周轉外，提振國內需求、疏通銷售環節同等重要。

五、下一階段展望

5月規上工業企業利潤仍保持正增長，但增速有較大幅度回落。目前宏觀組合政策實施力度不斷加大，加上外需有力支撐，工業生產實現平穩增長。

展望下一階段，預計工業企業利潤仍有望持續向好，但空間亦會受到制約。

一方面，國家出台的宏觀刺激政策將有助於工業企業利潤的持續恢復。4月30日召開的政治局會議強調，「要積極擴大國內需求，落實好大規模設備更新和消費品以舊換新行動方案」、「因地制宜發展新質生產力」。目前，各地依據「推動大規模設備更新，促進消費品以舊換新」行動方案穩步推進，6月21日財政部發布設備更新貸款財政貼息政策，伴隨專項再貸款加快使用，將刺激投資與耐用消費。10000億超長期特別國債與專項債的加快發行與使用，對提振工業企業信心、鞏固工業經濟基礎起到積極作用，或將推動未來工業經濟利潤增速持續改善。5月17日房地產新政出台，涵蓋降低首付與房貸利率、取消或者放寬限購條件等，得到各地積極跟進，疊加政府加大收儲力度、降低房地產庫存，或將提振後期房市發展，帶動房地產相關工業企業利潤持續增長。

另一方面，外需不確定與內需低迷性將是工業企業利潤增長的制約因素。開年以來，出口向好成為經濟增長的主要動力，但是目前國際關係偏緊，美國、歐盟等均計劃對中國加徵關稅，帶來了當前「搶出口」的短期好轉。伴隨各種貿易保護措施生效期到來以及更多國家加入，中國貿易環境將更為複雜嚴峻，外需將受到衝擊。此外，國內有效需求仍然不足，消費需求低迷，房地產市場疲弱，內生動力偏弱，仍將對工業企業利潤增長帶來負面影響，工業企業效益恢復基礎仍需築牢。疊加去年基數先低後高，可能會限制後續工業企業利潤回升空間。

人口減少或令經濟收縮



宏觀經濟 周天勇

東財大國民經濟
工程實驗室主任

有了人口，才有消費需求。生產為了什麼，就是為了人的消費。如果沒有了人口，也就談不上消費，這是一個最淺顯的經濟學道理。人口出現嬰兒潮，還是對生育進行管制，其對經濟的影響出現在20年以後，因為這時一是人口達到勞動年齡，進入生產領域，提供投入的勞動力要素；二是獲得收入，成為有支付能力的需求，進而擴張生產增長的需求邊界。中國20世紀八十年代實行了減少新生人口的政策，時間長達35年多，原則上一孩制，多生要交納高額的社會撫養費，使得今天的人口老齡化比例快速上升，形成了低生育文化，人口進入了負增長時代。

人口不足 需求供應同受損

一些學者提出，人口減少和規模小一點，國民經濟不會有大的問題。觀點一是，人力資本會提高生產率，有新技術特別是智能製造，會替代勞動力不足，生產方面的經濟增長不會出現問題。這是不成立的，因為生產的增長要有需求的可能性邊界。問題就是消費需求不足，特別是人口收縮的消費需求不足，新生產力創造的財富銷售給誰？

觀點二是，人口少子化和人口減少，一是技術進步和人力資本創造的財富，可以通過出口賣給外國人，二是還有銀髮消費，不會影響經濟增長。這也是不成立的，即使技術進步可以創造無限的生產力，但是勞動力不再工作，養老成本仍然要由勞動者和企業支出，養老金在整個產品中的成本上升，出口競爭力就受到影響。

從人口數量和結構的長周期變動規律來看，一個國家或者一個地區的人口總和生育率高於2.1，人口總規模會愈來愈大，其處在一個人口經濟文化等迭代擴張型社會的階段；如果總和生育率能夠在長周期中不變，等於2.1，則人口自然增長率等於零，人均壽命不變，未來其人口的規模不變；但如果其總和生育率在一個很長的周期中低於2.1，人均壽命不變，人口自然增長率為負增長，人口規模也進入迭代收縮型社會階段。其整個就業、生產、收入、消費、投資、建設、住宅、廠房、基礎設施、文化等，都會進入迭代收縮的狀態。

生育與撫養成本高企

從一些主要經濟體國家的人口增長轉型看，到工業化和城市化中期，總和生育率很快從2.1下降，這主要是由市場化生育撫養直接成本和機會成本愈來愈高造成的。特別是後工業和後城市化社會，生育和撫養成本昂貴，導致低生

育慣性，市場機制很嚴重地造成了人口再生產失去平衡，即世代更替中，下一代人口不斷地少於上一代人口。如果20年前生育率小於2.1，當人口增長率下行時，人口與國民經濟總需求及增長的互動內在過程為：20年後，新參加工作人口增長率繼續下行，新進入工作的人口負增長，使下一年的總需求總是小於上一年的供給能力。

需要指出是，20世紀最後10年，中國人口總和生育率，已從1991年略低但接近於人口平衡迭代2.1水平，進入了動態收縮迭代趨勢，2000年降到1.22水平。因此，每年減少深度影響後20年「勞動人口—創業就業—收入分配—有支付消費能力」的邏輯鏈，生育管制下居民消費需求收縮規模也發生相應的擴張和收縮。

與資本不一樣的是，今年資本減少了，明年資本可以增加；與土地不一樣的是，自然土地既不會增加，也不會磨損減少。然而，由於人口從出生到形成經濟主力人口，需要20年，上一年經濟主力人口的減少，在20年中無法被下一年新生人口所恢復。因此，從存量看，經濟主力人口減少在20年內每年是一個累積性的收縮。從當年流量數據看，2010到2022年，因前20年計劃生育造成的居民收入從212億元（人民幣，下同）擴大到3053億元，但2022年時累積的收縮為25463億元。

累積計算，2010-2022年間造成的居民消費能力損失從170億元擴大到314億元，到2022年時累積收縮性損失為16940億元。生育管制使中國經濟年平均損失了0.73個百分點的經濟增長率。這種經濟主力人口迭代式減少的消費需求收縮性，由於中國二元體制扭曲，即生產主體不能及時退出，生產能力不能及時出清，除了其他原因，也是導致產能過剩的一個重要因素。

總之，未來的11年中，人口收縮在供給和需求側給經濟增長帶來的下行壓力大體在1到1.5個百分點左右。需要通過供給側生產要素市場化配置、城鄉土地資產化增值、提高居民收入、增強其消費能力，包括千方百計擴大出口，對其進行替補。其實就是，居民和國家都趕快富裕起來，先進入富裕社會，再平穩地令老年化浪潮過去，並強力鼓勵生育，引來一個保持一定規模和人口結構合理的新時代。

資金流入 有利樓市



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部行政總裁

最近樓市交投相對平穩，惟樓價卻持續整固，經歷前2個月一輪小反彈後再呈回落之勢。根據差估署最新資料，5月樓價指數報305.9點，按月跌約1.2%，似乎反映樓價連升2個月後「後勁不繼」。留意差估署的為滯後數據，最新的「美聯樓價指數」表現亦與其同步，最新報133.98點，按周跌約0.46%，本年迄今樓價跌約2.6%，較高峯期已跌近四分之一。

樓價回落是因為現時業主惜售，加上準買家入市趨於審慎，導致買賣陷入膠着。另一原因是一眾發展商以「保守價」賣新盤，所以預期要待高企的一手貨尾顯著回落，樓價才有望企穩回穩。此外，美聯儲息口走勢未定，樓市前景未明朗，所以近期樓市買轉租的情況有所增加，令租賃市場轉旺。同時，隨着第二季租務旺季季臨，內地生和專才高才來港，私人住宅租金持續攀升。美聯「租金走勢圖」5月份以實用面積計算的私人住宅平均呎租報約36.37元，按月升約1.2%，創出53個月新高，而今年首5個月亦升約1.54%。筆者認為，「租金升、樓價跌」背馳情況正在擴大，今年租金走勢料將繼續跑贏樓價。

對於樓市前景，個人依然感到審慎樂觀，除了因為「全撤辣」已令樓市渡過最艱難時刻之外，利好本港經濟的消

息與日俱增，加上愈來愈多資金正湧入香港，有助帶動樓市向上。早前政府統計處公布，今年第一季本地生產總值（GDP）按年升約2.7%，遠超預期的0.9%，反映本港經濟正在重新加速。

港財管規模勢超瑞士

此外，有傳媒引述國際大行發表的報告指出，在2022年，瑞士金融中心管理多達2.4萬億美元的境外資產，至於香港則以2.2萬億美元緊隨其後，管理規模屬全球第2。報告又指出，隨着財富和權力正向東方轉移，目前香港財富管理業務正以每年7.6%的高速增長，相信直到2027年時，香港將以3.1萬億美元管理資產規模，超越瑞士成為環球最頂尖的財富管理中心。

上述數據充分顯示，香港在背靠祖國之下，對全球投資者依然極具吸引力，而且「國際金融中心」的地位仍然相當穩健。

其實無論從安全性、穩定性及長遠回報去考量，香港樓市絕對是最適合各地資金「停泊」、「進可攻退可守」的最佳投資選擇之一，原因是香港樓市一向抗跌力強，兼具抗通脹及收租自住功能，並有長期資產增值的憧憬，近月樓價由高位回調，正好為投資者提供入市的契機，只要資金加快流入香港樓市，屆時樓市有望回穩。

總括而言，當下樓市市底絕對不弱，只要一手買家漸漸回流二手，美國正式步入減息周期，再配合資金湧港的因素，相信樓市有望在近日的整固後再度爆發購買力，助樓市重拾升勢。