



▲在政策的刺激下，內地的消費表現成為了最大的經濟亮點。

經濟觀察家

當前內地經濟運行大致可以分為三條主線：一是關稅戰下的出口，二是政策刺激下的投資和消費，三是經濟增長的內生動能。從5月份情況來看，政策刺激下的消費成為最大亮點，其增速達到2024年初以來最高水平，但出口增速繼續放緩，並導致製造業投資增速回落；民間投資降幅擴大，房地產市場繼續降溫，均顯示經濟內生動能有待提振。

不過，從第二季各項指標走勢來看，國內生產總值（GDP）實現5%以上的增長問題不大，短期內出台增量政策的必要性不強。因此，政策並未着急加碼，而是仍然按照4·25中央政治局會議的部署穩定推出。隨着中美倫敦會議取得進展，預計政策將以落實現有舉措為主，並繼續保持觀望態勢。7月底中央政治局會議將是下一個調整節點。

政策發力 消費顯著回升



經濟探針 溫彬

一、工業：增速回落

5月規模以上工業增加值按年增長5.8%，較4月放緩0.3個百分點，降至年內最低水平。按月增長0.61%，大體符合季節性規律。

從需求端看，5月規模以上工業出口交貨值按年名義增長0.6%，較上月的0.9%繼續放緩，為去年3月以來最低。與出口增速放緩趨勢一致，中美日內瓦談判成功，對出口的提振並不明顯。5月工業企業產銷率為95.9%，為有統計以來同期最低水平，按年下降0.8%，降幅擴大至去年10月以來最低，需求端整體表現疲弱。

二、消費：超預期加快

5月社會消費品零售按年增長6.4%，達到2024年初以來最高水平，大幅超出市場預期。季調後按月增長0.93%，是近5年同期最高水平。

服務消費和商品消費均有加快。5月餐飲收入按年增長5.9%，高於4月的5.2%；商品零售按年增長6.5%，高於4月的5.1%。後者的上升幅度更為明顯。從累計增速看，1月至5月服務零售額累計按年增長5.2%，較1月至4月加快0.1個百分點；商品零售累計按年增長5.1%，較1月至4月加快0.4個百分點，同樣表現出商品快於服務。

總體來看，5月消費表現好於預期，得益於多方面因素支撐。一是政策推動下，居民消費能力和意願有所改善。5月城鎮調查失業率由5.1%降至5%，4月消費者信心指數由87.5升至87.8。二是節日需求釋放帶動相關服務業表現良好。五一期間全國國內出遊人數按年增長6.4%，國內遊客出遊總花費增長8%，均為今年以來最高增速。三是以舊換新政策繼續發揮作用。由於相關需求火熱，部分地方出現以舊換新「國補」暫停或者調整的消息。但隨着國補資金撥付到位，相關產品消費有望繼續加速。

往後看，促消費政策成效持續顯現，疊加「6·18」購物節消費場景帶動，6月居民消費需求有望進一步釋放，推動消費加快增長。

三、投資：增速刷新年內低點

1月至5月固定資產投資按年增長3.7%，低於1月至4月的4%，刷新今年以來最低水平。我們測算的5月當月按年增速為2.9%，同樣為年內最慢。5月按月增長0.05%，為去年8月以來最低水平。基建投資、製造業投

資和房地產開發投資增速均出現回落。

（一）基建投資：增速回落

1月至5月狹義基建投資（不含電力、熱力、燃氣及水生產和供應業）按年增長5.6%，低於1月至4月的5.8%。我們測算的當月按年增速為5.1%，為去年12月以來最慢增速。

1月至5月廣義基建投資增速按年增長10.4%，低於1月至4月的10.9%，我們測算的當月增速為9.2%，同樣為去年12月以來最慢。

（二）製造業投資：增速放緩

1月至5月製造業投資累計增長8.5%，較1月至4月放緩0.3個百分點。我們測算的5月單月同比增速為7.8%，較4月放緩0.4個百分點，兩項增速均放緩至2024年初以來最低水平。

製造業投資增速之所以回落，一方面由於「出口—製造業投資」鏈條出現阻滯。受全球需求放緩、對美出口低迷等因素拖累，5月出口未如預期好轉，一定程度上加劇了內地市場「內捲式競爭」的壓力，加上產能利用率仍處低位，製造業企業擴大投資的意願有所回落。

與此同時，政策的拉動力度有所減弱。1月至5月設備工器具購置按年增17.3%，低於1月至4月的18.2%，回落至年內最低水平；拉動全部投資增長2.3個百分點，較1月至4月低0.3個百分點。1月至5月設備工器具購置對投資增長的貢獻率達到63.6%，也在一定程度上顯示內生動能有待提振。

（三）民間投資：下滑加劇

1月至5月民間投資按年增速為0%，較1月至4月放緩0.2個百分點。扣除房地產開發投資之後，1月至5月民間投資按年增長5.8%，與1月至4月增速持平，顯示出房地產對民企投資的拖累幅度加劇。

我們測算5月民間固定資產投資增速為-0.6%，弱於4月的-0.2%，連續第2個月出現負增長且降幅擴大。從佐證指標來看，5月中型企業PMI（採購經理指數）為47.5，比4月下降1.3個百分點；小型企業PMI為49.3，比4月上升0.6個百分點。中小企業景氣度整體仍處於榮枯線之下，經營狀況有待進一步改善。

四、房地產：市場繼續降溫

1月至5月房地產開發投資按年下跌10.7%，跌幅較1月至4月擴大0.4個百分點。我們測算的5月當月按年下跌12%，累計和當月表現均為年內最差表現。

5月以來，房地產市場繼續降溫，樓價下降速度加快。5月份70個大中城市新建住宅銷售價格按月下跌0.2%，僅13個城市新房價格按月上

漲，為去年11月以來最差表現。70個大中城市二手住宅價格按月下跌0.5%，為去年10月以來的最大降幅，僅3個城市二手房按月上漲。

1月至5月銷售面積按年跌2.9%，較1月至4月的跌2.8%擴大；銷售額按年跌3.8%，較1月至4月的跌3.2%擴大。銷售額降幅大於銷售面積，同樣可以折射出房價的下滑。

新開工、施工略有改善。1月至5月新開工面積按年跌22.8%，施工面積跌9.2%，降幅分別較1月至4月收窄1和0.5個百分點；但竣工面積下跌17.3%，降幅較1月至4月擴大0.4個百分點。從100個大中城市土地成交情況來看，5月成交溢價率降至年內最低水平，顯示出房企拿地的意願並不高。

五、政策：落實為主

5月數據顯示，雖然中美在日內瓦談判後大幅削減報復性關稅，但由於全球經濟已受到擾動，且美國對中國關稅絕對水平仍然較高，5月中國出口增速仍在慣性回落，並帶動製造業投資增速放緩。內需中，基建投資仍在蓄力，房地產市場繼續降溫，但以舊換新支持下的商品消費，與居民出行意願高漲帶動的服務消費成為最大亮點。

綜合來看，1月至5月工業增加值增速累計按年增長6.3%，較第一季度的6.5%有所回落，1月至5月服務業生產指數累計按年增長5.9%，較第一季度的5.8%加快。第二產業走弱但第三產業加快，預計第二季度GDP增速會略低於第一季度的5.4%，但仍能維持在5%以上增長水平。上半年的較快增長，將為實現全年經濟社會發展目標任務打下堅實基礎。

在這情況下，政策短期內繼續加碼的必要性並不大，各方仍按照4·25中央政治局會議的相關部署繼續推進。財政政策集中於加快政府債發行，並盡快轉化為實物工作量；貨幣政策集中於向市場提供流動性，確保降準降息政策效應顯現；穩就業政策集中於解決高校畢業生的就業壓力。

與此同時，《保障中小企業款項支付條例》於2025年6月1日起正式施行，着重清理企業賬款問題；兩辦印發《關於進一步保障和改善民生、着力解決群眾急難愁盼的意見》，主要着眼於緩解民生問題。

展望下半年，由於中美貿易戰不確定性仍存，房地產市場尚未企穩，市場主體信心有待提振，以及物價下行壓力繼續緩解，預計下半年政策將圍繞這些領域着重發力。7月底的中央政治局會議將是下一個政策調整節點。

（作者為民生銀行首席經濟學家）

資金流入 港股今非昔比



熱點把脈 皮海洲

AH股溢價指數跌破128點，這是讓每一個關注港股走勢的投資者都非常關心的一件事情。

今年以來，港股走勢強勁，不僅強於同期全球主要股指，同時也明顯強於A股走勢，這就導致了恒生AH股溢價指數不斷回落。至6月12日，該指數盤中創下126.91點，創2020年6月以來新低。

AH股溢價指數跌破128點，這是讓每一個關注港股走勢的投資者都非常關心的一件事情。因此在港股的歷史上，多次出現「128魔咒」，當恒生AH股溢價指數跌到128點附近或跌破128點時，港股就會出現下跌的走勢，有時A股也會因此而上漲，甚至出現港股跌A股漲同時出現的狀況。如今，AH股溢價指數再次跌到128附近，甚至跌破128點，這難免會讓投資港股的投資者擔心，擔心「128魔咒」再次顯靈。

本次「128魔咒」會否顯靈，當下顯然難以準確判斷，但本人判斷「128魔咒」顯靈的可能性較小。從長遠來看，「128魔咒」被打破將是一種必然。因為如今的港股終究不是曾經的港股，在大量內地資金的參與下，AH股溢價指數走低是必然趨勢。

北水逐步掌握定價權

首先，AH股溢價指數走低是香港與內地互聯互通的必然結果。在過去相當長一個時期，AH股溢價指數之所以長期存在，是因為在香港市場上，來自內地的資金力量甚微，香港股市的話語權長期被外資所掌控，以至內地企業在香港上市後，股價長期被低估，大幅低於內地A股市場的股價。

然而，兩地互聯互通的推出，逐步改變了過去港股曾經的局面。隨着互聯互通的推出，同時也隨着時間的推移，從內地流向港股的資金愈來愈多，而且來自內地的南向資金多以投資內地上市企業為主，也即以投資H股為主。慢慢地，來自內地的資金就逐步掌握了

內地上市公司的定價權。這顯然是有利於H股股價上升的。

其次，在香港與內地開展互聯互通的同時，在內地投資者愈來愈多地將目光投向港股的同時，港股的低價同樣也吸引了愈來愈多的內地機構的參與，這些來自內地的機構，不僅有眾多的規模不大的中小機構，同時還有保險公司這樣的大機構，甚至還有來自內地的公募基金參與。這些來自內地的機構投資者的參與，進一步增強了H股投資者的力量。如來自內地的保險公司，在港股市場不斷地掃貨五大行的H股，導致舉牌事件經常發生。這些來自內地的機構投資者，成為推動H股股價上漲的重要力量。

外資拓中國市場 首選H股

此外，多年來，以美國股市為代表的境外股市長期處於上漲狀態，其投資風險也愈來愈大。在這種情況下，股價相對便宜的香港股市與內地A股市場就受到了國際投資者的關注。所以近年來，國際投資者一再看多唱多中國資產，建議買進中國資產。而香港股市的H股就是國際投資者購買內地優質資產的首選。

畢竟香港股市是一個國際化市場，一些國際性的投資者原本就是香港股市的客戶，並且香港股市的H股品質總體優於A股，能夠同時發行AH股的公司，基本上也都是A股的優秀公司。加上H股的股價又普遍低於A股股價，較A股更有投資價值。因此，H股更值得國際投資者來投資。如此一來，看好中國資產的國際投資者，同樣成為夯實H股股價的重要力量。

這也正是在上述力量的共同參與下，H股的股價被逐步提高。雖然這些H股的股價也會有起伏的時候，但股價很難再回到過去被嚴重低估的時候。而且隨着內地愈來愈多的資金流向香港股市，AH股溢價指數只會愈來愈低，並最終出現AH股股價接軌的情況，所以從長遠來看，港股「128魔咒」被打破是一種必然，且毫無懸念可言。

（作者為財經評論家）

AH股溢價指數走勢



利好因素增多 樓市料企穩



樓市強心針 廖偉強

銀行同業拆息近期維持低位，大量定期存款資金急需尋找更高回報的出路。筆者近日接到不少朋友及客戶查詢，問題多圍繞樓價是否已見底。在當前市況下，許多有意入市的投資者顯得進退維谷，亟需專業意見指引。特別是傳媒頻繁報道業主及投資者大幅減價沽貨，這些消息持續影響市場情緒，令部分人士質疑現時是否入市良機。然而，手持資金卻不甘於低回報的定期存款，尋求投資機會無疑是正確選擇。問題在於，應否將資金投向樓市，抑或探索其他投資選項？

自2018年中美貿易戰開始，隨後又受到疫情衝擊，重創大型投資者及發展商，許多陷入高息借貸的困境。發展商早年高價投地時，普遍預期樓價會隨市場上升，帶來豐厚回報，惟現實大相逕庭。樓價下滑同時借貸成本急升，構成「雙重壓力」，迫使發展商大幅減價出售物業，以緩解資金壓力。

過去在工商舖市場表現優異的投

資者，持有大量工商舖及少量住宅物業，壓力同樣沉重。經濟疲弱導致需求萎縮，疫後商業及消費環境劇變，工商舖物業價值大幅縮水。銀行要求每年重估還款能力，迫使投資者加快出售物業以減輕負擔，無論是工商舖還是住宅物業，皆不惜大幅減價。部分工商舖物業成交價較購入價下跌六至七成，傳媒報道這些大幅減價案例後，常令不熟悉市場的市民誤以為住宅市場同樣低迷，導致潛在買家更為猶豫，甚至誤判市場走勢。

工商舖跌價 非市場風向標

買家在決定入市前，必須了解住宅與工商舖市場的根本差異。工商舖市場的買家多為企業或專業投資者，交易受商業環境、租賃需求及經濟周期影響，價格波動劇烈，流動性較低。住宅市場則以自住及長線投資需求為主，受宏觀經濟、利率及政策影響較大，需求相對穩定。一般投資者鮮有涉足工商舖市場，更不應將其市況視為整體物業市場的風向標。

近期利好因素浮現，包括市場信心回暖、租金回報率企及拆息回落，顯示住宅市場在下跌約三成後已大致企穩，絕非部分人危言聳聽的「再跌三成」。

（作者為利嘉閣地產總裁）

◀工商舖的價格波動劇烈，不應視為整體物業市場的風向標。

