

最新PMI數據有何啟示？



金融熱話 李奇霖
紅塔證券研究所所長
首席經濟學家

10月份，官方製造業PMI（採購經理人指數）指數回落至榮枯線以下，錄得49.5，比前一個月下降0.7個百分點；官方非製造業PMI指數較前一個月下降1.1個百分點至50.6。這既有季節性因素的影響，也反映出經濟景氣度有所回落，復甦基礎仍需加強穩固。

經濟基本上有以下幾個特點，我們通過對分項指標的分析來進行解釋：

1) 需求端表現乏力

內需方面，製造業新訂單指數為49.5，較前一個月下降1個百分點，過去五年同期平均下降0.9個百分點，內需主要是季節性的波動。比如「十一」長假過後，前期增長較快的消費品需求放緩，消費品製造業新訂單指數為51.8，較前一個月下降0.9個百分點。

外需方面，製造業新出口訂單指數為46.8，較前一個月下降1個百分點，過去五年同期平均下降0.2個百分點，外需下滑幅度大於季節性水平。

從7月起，美國製造業已開始補庫存，7、8月存貨量指數分別環比上行0.09%和0.33%，10月製造業PMI則擺脫了五個月的收縮，回升至50，三季度GDP數據也表明當前美國居民消費具備韌性。不過，強勁的經濟增速也增強了市場對於美聯儲保持長期高利率的預期，對未來經濟增長的預期也就下調。

2) 生產端採購減少

製造業生產指數錄得50.9，較前一個月下降1.8個百分點。一方面是10月工作日天數少，製造業企業開工生產減少。另一方面是需求偏弱使生產端承壓，可以看到採購量也明顯減少了，採購量指數環比減少0.9個百分點。

但即使已經主動減少了生產，產成品庫存還是大幅增加，這也說明了當前需求偏弱。產成品庫存指數錄得48.5，環比上行1.8個百分點，過去5年同期的環比均值是下滑0.9個百分點。

3) 價格指數大幅回落

主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為52.6和47.7，比前一個月下降6.8和5.8個百分點。

分行業來看，市場價格快速回落的主因是基礎材料帶動的，基礎材料行業的購進價格指數和出廠價格指數分別為57.5和46.7，較前一個月下降10.1和12.1個百分點，進一步帶動中下游行業原材料採購價格下降。石油煤炭及其

他燃料加工、化學原料及化學製品、化學纖維及橡膠塑料製品、黑色金屬冶煉及壓延加工等行業主要原材料購進價格指數和出廠價格指數下降幅度較大。

一方面，市場對於後續長期高利率下海外經濟體經濟增長的擔憂，帶動能源和有色金屬價格震盪下行。另一方面，國內需求偏弱，製造業生產放緩，原材料採購量減少。

4) 裝備製造業供需兩端表現良好

10月裝備製造業新訂單指數為52.2，較前一個月上升0.7個百分點。其中金屬製品、鐵路船舶航空航天運輸設備、電氣機械器材等細分行業市場需求均有上升。從生產端來看，裝備製造業的生產指數也位於53的高位水平。

財政、貨幣、產業等政策的持續支持為裝備製造業提供了良好的發展環境，技術的進步和成熟也為行業產品出口提供了強大的支撐，二者共同推動裝備製造業維持高景氣度。

5) 基建施工維持韌性

10月批發業季節性回調、資本市場波動、房地產低位運行等因素共同帶動非製造業景氣度小幅回落。不過，建築業依舊保持高景氣度，錄得53.5，其中，土木工程建築業商務活動指數為57.2，連續三個月位於57.0以上較高運行水平，基礎設施項目建設保持較快施工進度。

服務業PMI為50.1，高於臨界點，在節日效應帶動下，與居民旅遊出行和消費相關的鐵路運輸、航空運輸、住宿、餐飲、生態保護及公共設施管理等行业商務活動指數均位於55.0以上較高景氣區間。

6) 企業市場預期保持正面

非製造業的業務活動預期指數為58.1，其中建築業和服務業分別為61.4%和57.5%，均位於高景氣度區間。

製造業的生產經營活動預期指數為55.6，較前一個月提高0.1個百分點，是除了產成品庫存之外，唯一環比增加的分項指標，小型企業的生產經營活動預期指數更是環比提高了0.6個百分點，製造業企業對未來有樂觀預期。

最後進行一個總結，10月PMI的多項指標都出現回落，一方面是季節性的波動，但另一方面也反映出當前需求偏弱，經濟修復成果還需穩固。不過，企業對於未來保持樂觀預期是非常積極的信號，後續隨着各項內需、穩外貿政策逐步生效，經濟內生動能將穩步增強。



疫後首個暑期消費需求明顯釋放，這既有去年低基數效應，亦有對上半年消費偏低的補償效應。

討論如何推動居民消費回升，對中國經濟具有重要的理論和實踐意義。從理論上講，主流學術觀點基本都支持進一步提升消費，但在實踐中，政策工具依然偏好投資拉動。因此，如何理解消費在經濟中的作用？該用什麼樣的政策、方法、途徑推動消費？中國學術界仍需構建共識。

內地仍有提振居民消費空間



青年論壇 丁安華

招商銀行首席經濟學家

我們這些年致力於構建一個自上而下的分析模型，以此判斷商業銀行的經營趨勢和發展戰略。作為零售領先的商業銀行，招商銀行特別關注消費增長問題，尤其是信用卡業務。實際上，信用卡收單的數據顆粒度很細，招行信用卡本身也處在國內領先地位，因此招行信用卡數據可以在某種程度上反映居民的消費增長趨勢，也可以印證官方統計數據。近幾年由於消費形勢並不樂觀，國內主要銀行的信用卡業務都面臨經營壓力。

疫後需求集中釋放

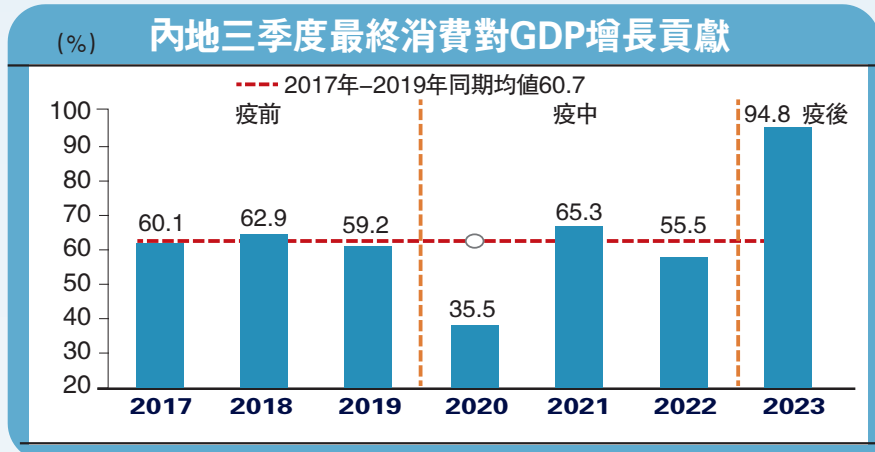
中國三季度經濟數據超市場預期。萬得和彭博一致預測三季度同比增速在4.4%至4.5%，實際增速為4.9%。數據公布後，國內外經濟分析師紛紛上調中國全年經濟增速的預測至5.2%左右。但一般民眾對於經濟增長的「體感溫度」依然偏冷，原因在於GDP平減指數為負，而民眾所感受到的薪資、收入、盈利和股價都是名義值。根據測算，三季度實際GDP增速4.9%，GDP平減指數-0.9%左右，因此三季度名義增速為4%左右。

消費數據方面，表現出兩個顯著特徵：一是最終消費對經濟增長的貢獻率高於疫情前，今年一至三季度最終消費對GDP增長的貢獻率累計達83.2%，其中三季度為94.8%，遠遠高於疫情前同期水平；二是最終消費增長高於社零消費，反映出暑假期間社交、出行等服務消費的補償性釋放。疫後首個暑期消費需求明顯釋放，這既有去年低基數效應，亦有對上半年消費偏低的補償效應，可能存在超調。具體來看：最終消費對GDP增長貢獻率94.8%，超出疫前三年中樞34個百分點；居民消費傾向逆季節性反彈至69.8%，高於疫前三年均值2.5個百分點。

不過，低收入增長背景下，消費高增長的可持續性存疑。三季度人均消費支出環比超季節性轉正至13.2%，高於疫前三年均值6.7個百分點；累計人均消費支出增長8.6%，高於人均可支配收入5.2%的增速。換言之，人均消費支出的高增長，是在可支配收入增長偏低的背景下實現的，這與疫情前人均可支配增長高於消費性支出的歷史慣例不同。問題在於，收入增長放緩背景下，消費支出高增長能否持續？這值得討論。

服務消費方面，相對商品消費而言，服務消費表現相對強勁，尤其是與社交相關的餐飲服務消費表現亮眼，說明社交活動的恢復拉動了餐飲服務的強勁表現。從旅遊消費看，國慶期間人流已經恢復，相比2019年增長4.1%；但人均旅遊消費比2019年下降2.5%，呈現出人流多花錢少，旅遊人次與人均消費背離的情況。今年五一和端午假期也表現出同樣的特徵。

商品消費方面，必選生活品的消費恢復趨勢較好，如食品、日用品、藥品等；服裝、珠寶消費增速企穩。問題主要存在於房地產相關行業和汽



車、通訊器材行業。家電、家居、裝修等疫後後期消費深陷收縮，剔除基數效應後的兩年複合增速仍然處在低位；汽車銷售受補貼和促銷政策提振，走勢相對較好；通信器械低位企穩。

總體來看，與發達國家的疫後修復進程相比，中國實際消費與疫前趨勢水平仍有缺口。今年社零名義增速要達到近9%才能彌補這一缺口。目前看來，這一假設偏樂觀。從美國個人消費支出情況看，美國個人名義消費遠高於疫前趨勢水平。即使剔除通脹因素，美國實際消費也實現了強勢的趨勢回歸。

完善轉移支付體系

我們討論提振消費，並非僅是回歸趨勢水平，而是在討論中國經濟面臨的長期、根本性的問題，即在雙循環格局下如何改變中國的儲蓄消費結構，進而調整投資與消費的關係，重構中國經濟宏觀恆等式。這就需要構建系統性支持居民消費的轉移支付政策工具箱。

現有直達居民部門的轉移支付工具需要反思。在中國特定語境下，財政轉移支付主要指中央財政與地方財政的轉移支付。但廣義上講，轉移支付其實也包括對企業和居民部門的轉移支付，筆者今天討論兩種類型。

首先，從數量上看，相比直達企業部門的產業政策、企業補貼、減稅降費等，直達居民部門的政策工具種類較少。梳理一下，針對居民部門的轉移支付政策大體上可分為三類：一是減稅退稅、社保補貼等政策；二是消費刺激政策，比如家電下鄉、減免新能源車輛購置稅等；三是部分地方政府發放了消費券。上述三類政策都有一定的效果，但總體來講政策工具仍不夠豐富。比如家電下鄉、新能源車輛銷售等政策，本質上是針對特定行業、特定商品的促銷政策。長期來看，因為針對的是典型的耐用消費品，政策效果只是消費前置而非真正的消費提振；政策退出後，這部分消費可能難以持續。

其次，從規模上看，疫情期間中國對企業部門的轉移支付規模超過4萬億元（人民幣，下同），對居民部門的轉移支付規模相對幾乎可以忽略。從轉移支付效果看，直達居民部門的轉移支付具有較高的財政乘數，這點在學術界早已有共識，因此發達國家的轉移支付工具主要圍繞居民部門設計。亞洲情況也是如此，疫情期間，日本、新加坡均啟動了直接現金發放，中國香港特區政府也發放電子消費券。

從刺激規模來看，上述的刺激力度遠大於中國，財政刺激佔GDP的比重也更大。從經濟效果來看，大規模

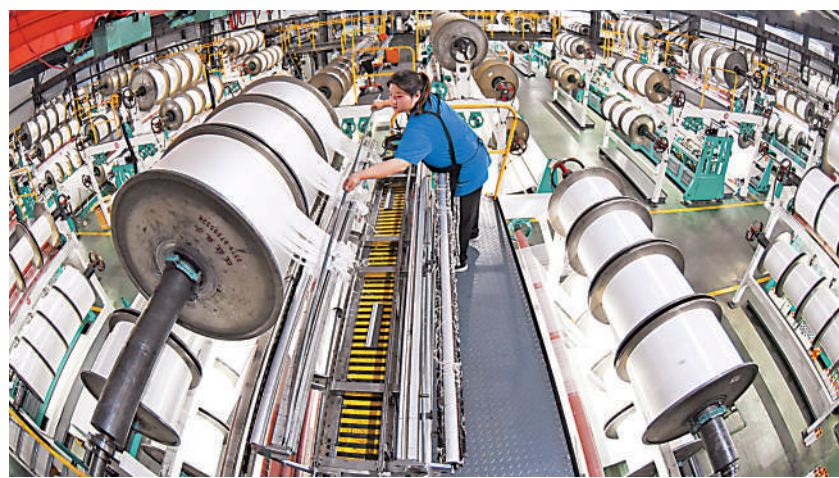
刺激拉動了消費開支迅速實現趨勢回歸。比如香港特區政府發放的四輪消費券，就是一項相當成功的直達居民部門的轉移支付工具，一方面極大地提高了香港數字經濟和移動支付水平，另一方面也較好地避開了現金發放可能導致的儲蓄傾向，通過附加時限要求達到短期內刺激消費的效果。實踐中，香港發放消費券使得廣大中小企業、零售商戶在極端困難的時期得以生存下來，保證了社會就業和經濟穩定。目前來看，香港失業率只有2.8%，比一般認為的自然失業率水平還略低。

內地也做了有益的嘗試，不少地方政府發放了消費券。從杭州的試點情況看，消費券對總消費的拉動作用顯著，乘數效應明顯。問題在於規模過小，僅發放了350萬套、總價值2.5億元的消費券，並且附加特定要求，比如需要上網抽籤，覆蓋面較低，使用不便。但即使如此，消費券發放也起到了一定效果，並且拉動效果穩健，事後消費並未下滑，對本身消費水平較低的人群拉動效應更顯著。

政策需直達居民部門

總結一下，從財政或宏觀經濟管理角度，拉動消費要更加關注居民部門。構建一套直達居民部門的轉移支付工具，可能是當前提振消費的重要途徑。從經濟動能而言，在出口下行、政府過緊日子的背景下，擴大內需有兩條路：一是老路子擴大投資，結果將是生產過剩、回報下降；二是提升居民消費。刺激居民消費，可以改善企業經營管理，增加企業收入，進而轉化為勞動收入，從而增加就業、穩定經濟。更重要的是，直達居民部門的轉移支付政策，本質上是「以人為本」，體現了黨和國家對人民群眾的關懷。

構建直達居民部門的轉移支付工具箱，包括稅收、補貼、救濟等，應該成為大國理財的重中之重。此外，直達居民的轉移支付，也與人口發展政策密切相關。隨着中國老齡化水平不斷提高，鼓勵生育也需要通過財政轉移支付來實現。過去中國理財方向過於集中在企業部門，通過產業政策、拉動特定投資來實現，如果未來仍是如此，可能陷入產能不斷擴張、消費能力不足的循環。在外需無法消化過剩產能的情況下，這條老路是不可持續的。中央經濟工作會議以及今年的《政府工作報告》均將「着力擴大國內需求」列為今年重點工作之首，提出「把恢復和擴大消費擺在優先位置」。因此，宏觀經濟管理部門亟需構建以家庭部門為第一攔子轉移支付工具箱，致力於推動居民消費回升。



內地企業對未來保持樂觀預期是非常積極的信號。

房策方向清晰 市場信心轉強



樓市新態 汪敦敬

祥益地產總裁

筆者早前撰文「房策不能語焉不詳」，希望特區政府說得更清楚，讓市民有根據去支持及團結正能量。其實大多數市民都很支持特區政府的政策，但是面對市場上眾說紛紜的歪理，如果特區政府可以將政策解釋得更清楚的話，就不會那麼容易被人抹黑或誣蔑了。

近期特首李家超評論「軟對抗」也十分重要，「軟對抗時常通過包裝，假借例如民生等議題，借題發揮，製造矛盾，蠱惑人心。」其實，樓市一直都有類似情況，市場評論樓市當然可說淡也可說旺，但中間亦有不少被別有用心地製造悲情，筆者覺得，的而且確施政報告發布之後，樓市政策比以前清楚很多，例如報告中說明「改善資產市場的流動性和投資市場氣氛，帶動財富效應，刺激經濟增長」，反映特區政府過去十三年的逆周期措施，主要是想減少成交及冷卻樓市，如今開始進入到增加成交階段了，這個定性對市民的資產配

置來說十分重要。

特首於日前接受訪問時亦指出，「宣布減辣是希望創造市場流動性，樓價要由市場決定。」而財爺陳茂波亦於10月29日曾表示，「樓價上落受很多因素影響，只要不造成金融安全隱患，其實由市場調節比較合適。」筆者本人較欣賞特首的講法，高官不應該超越市場去評論樓價的平貴或起跌，正因為官員擁有左右市場的權力，如果評論市場的高低容易引起市場不安。可以想一想，如果高官都說樓價貴，你說發展商投不投地好？用多少錢投地？本來是簡單的市場計成本的工作，就變得要揣摩人心。

當然，特區政府亦應該提倡多些進取的奮鬥精神及服務精神，確保社會向正能量發展。無論如何，特區政府在土地發展上的作為是值得嘉許的。北部都會區亦看到大基建向好的進展，開始給到人們很多信心，未來香港人口一定會增加。在人口增加的趨勢之下，入息亦有上升潮，租金亦已經連升了八個月了，累計增加7.3%，可以想像到去年的通脹及GDP都會上升，樓市低迷不會走得太遠。我們對樓市有危機感之餘，不應該過分悲觀。