

美聯儲降息時間未有定數

中金點晴
肖捷文、張文明

中金公司研究員

美國資產價格上周全線大漲，一個重要催化劑是美聯儲理事沃勒談及降息的條件，引發市場對提前降息的定價。從情景分析角度看，其講話具有合理性，即如果通脹能夠大幅放緩，根據貨幣政策的泰勒規則（Taylor Rule），實際利率不需要那麼高。

通脹未見大幅走弱

但關鍵問題在於，通脹能否如期大幅放緩？如果供給修復力度邊際減弱，那麼給定同樣的需求，通脹韌性將更強，利率在高位停留時間將更久。而從需求看，目前也尚未看到大幅走弱的跡象。

沃勒說了什麼？

首先，沃勒稱其越來越相信，當前美聯儲貨幣政策位置良好，有利於經濟放緩和通脹回歸2%。這一表態顯示，美聯儲進一步加息的門檻已大幅提高，不僅不會在12月FOMC會議上加息，還會在此後的會議上繼續保持耐心。如果沒有超預期的數據，美聯儲會在較長時間內暫停加息。從另一個角度理解，美聯儲本輪加息周期或已結束。

其次，沃勒稱如果通脹回落能夠持續數月，如三個月、四個月、五個月，美聯儲或可以降息。這句話被市場解讀為美聯儲為降息開出了「條件」，儘管這種條件尚未得到滿足，但對於市場來說至少是一種可能性。沃勒是美聯儲最「鷹派」的官員之一，其影響不言而喻。

沃勒講話後，投資者大幅增加對美聯儲降息的押注。根據CME聯邦基金期貨隱含加息預期，明年3月降息的概率已超過50%，明年全年降息次數上升至5次，累計降息幅度高達125個基點。

從情景分析角度看，沃勒的講話具有合理性。這是因為根據貨幣政策的泰勒規則，如果通脹大幅放緩，通脹缺口收窄，那麼實際利率也不需要那麼高。此外，為防止過度緊縮、實現經濟軟著陸，貨幣政策需要在適當時候轉向寬鬆，歷史上美國經濟成功軟著陸也大都伴隨降息，比如1995年和2019年都是在加息後轉向降息。

關鍵在於，通脹能否如期大幅放緩？回答這個問題需要回到供給與需求的框架。

過去一年，美國通脹放緩更多受益於供給改善，如供應鏈的修復、勞動力參與率的提高以及能源價格的下降。舊金山聯儲的一項研究顯示，美國總體核心個人消費支出（PCE）物價指數從去年6月的7%下降至今年10月的3%，累

計下降4個百分點。其中，供給因素貢獻了2.2個百分點，需求因素貢獻1.3個百分點，另有0.5個百分點不明確。這些變化表明，總供給正從疫情後的「混亂」向疫情前回歸，而過去一年是邊際變化最大的階段，因此帶來的反通脹作用最明顯。

展望明年，尚不清楚這些供給因素能否進一步改善，對後續通脹的降低作用能否像過去一年那麼大。如果供給修復力度邊際減弱，那麼給定同樣的需求，通脹韌性將更強，利率在高位停留的時間將更久。

從需求看，目前也尚未看到大幅走弱的跡象。上周公布的美國GDP數據修正值顯示，三季度季調後實際GDP環比折年增速為5.2%，較首次預估的4.9%上調了0.3個百分點。

四季度以來，受金融條件收緊、地緣政治衝突、汽車工人罷工等衝擊影響，美國10月的多項經濟數據出現走弱跡象，但上述衝擊似乎不具有持續性，比如金融條件已經回落至9月初的水平，全球油價沒有進一步上漲，汽車工人罷工的影響也在逐漸減弱。

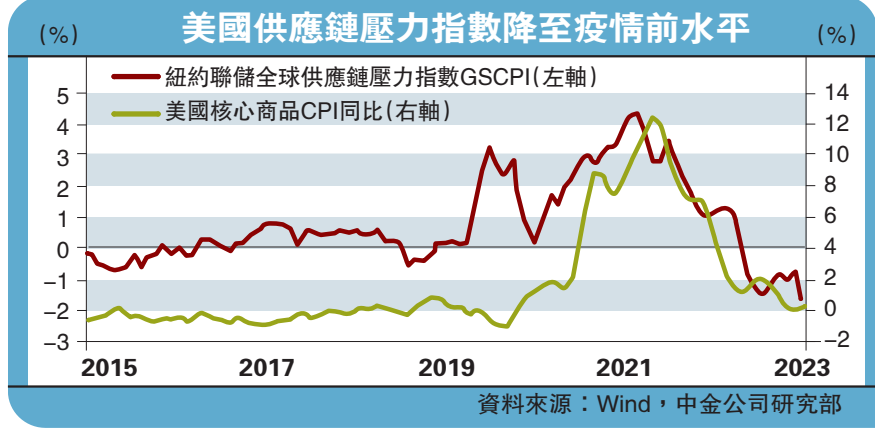
此外，過去一個月美國股票、債券、房價、黃金、加密貨幣等資產價格普漲，由此帶來的財富效應有望支撐消費，部分對沖掉高利率對總需求的抑制作用。

市場預測過於激進

綜上，美聯儲是否提前降息，關鍵還要看通脹放緩的程度。但沃勒的講話傳遞出美聯儲無意過度打壓經濟、希望引導軟著陸的信號，這有利於提振短期風險偏好。明年美聯儲的首要任務是引導經濟軟著陸，這要求貨幣政策既不能過鬆，也不能過緊。為了降低衰退風險，美聯儲需要謹慎行事，必要時提高通脹容忍度。

除沃勒外，上周還有美聯儲主席鮑威爾等諸多官員發聲，其中不乏一些偏鷹派的聲音，但這些聲音大都被市場所忽視。例如，鮑威爾稱目前美聯儲「做得太過」與「做得不夠」的風險已趨於平衡，但如果有需要，仍可能進一步緊縮。鮑威爾還表示，那些認為現在貨幣政策足夠緊縮的觀點是不成熟的，討論降息也言之尚早，這其實是在打壓市場對於降息的激進預期。美聯儲理事鮑曼也表示，如果通脹頑固，她傾向於進一步加息，但市場對此反映較小。

回顧過去兩年，市場在預測降息方面總是過於激進。根據彭博統計，市場曾六次預測降息，但均沒有兌現。當前市場對於降息的定價有可能過於超前，畢竟沃勒拋出的是有條件的「橄欖枝」，並不是一份確定性的承諾。



新盤大收旺場 樓市氣氛轉佳



樓語縱橫 楊永健

世紀21，Q動力總經理

年年難關年年過，還有不足一個月就已經是聖誕節長假。換言之，2023年已進入尾聲。今年快將過去，但無可否認樓市的成績差強人意。

一個多月前，市場觀望心態仍然濃厚，當時無論是業主、準買家、甚或是發展商均在等待特首發表新一份的施政報告，會否「減辣」、甚或是「撤辣」。觀望氣氛影響下，令當時一、二手市場同步淡靜，一手新盤市場半個月只有約一百宗成交。換言之，每日只有零星幾宗成交，二手市場更見淡靜，在過去的周末，十大屋苑同樣只有零星幾宗成交。

一個月過後，市場氣氛明顯逆轉，首先是一手市場，12月首個周末，天水圍大型新盤YOHO WEST首輪開售便大收旺場，單日賣出338伙。

至於二手市場的情況，11月交投已較10月顯著回升。按土地註冊處數據，二手註冊量已達2202宗，較10月整體只有1917宗，按月增加一成半。但需留意的是，土地註冊處統計有滯後，一般在簽訂臨約後的兩至三個星期才註冊，換言之11月的二手成交尚未完全反映施政報告後的市況，相信本月的註冊量勢必重上2500宗以上的水平。

當然，樓市復甦是需要時間，無可否認11月的整體一、二手交投雖然較10月已有所回升，但相對升幅只有一至兩成而已，整體而言樓市仍未暢旺，只是從低位稍稍反彈而已，相對於一年前的市況，目前的樓市仍然相對淡靜。但相信隨着市況逐步回穩，一手交投回升，本月新盤銷售更可望重上1000宗水平，加上施政報告後，計劃來港發展的外來人才、專才的入市個案明顯增加，二手交投逐步回升的同時，樓價亦會開始回穩。聖誕節是近年來樓市相對淡靜的季節，預期聖誕過後，明年初樓市，一、二手交投勢必轉趨熱鬧。



◀上月官方和財新製造業PMI出現顯著背離，主要由於兩者選取的樣本企業存在差異所致。

11月份中國官方製造業PMI（採購經理人指數）延續回落至49.4%，已連續兩個月位於榮枯線之下，而11月財新製造業PMI則上升1.2個百分點至50.7%，重回榮枯線以上。二者為何會出現顯著的背離，製造業景氣度究竟是回落還是回暖，如何更好地利用上述兩種統計數據來幫助我們認識經濟的復甦狀況？本文將就上述問題一一分析。

官方與財新PMI為何背離？



經濟把脈 明明

中信證券
首席經濟學家

11月官方和財新PMI差值達1.3個百分點，且位於榮枯線兩側，為歷史上較為少見的情況。從歷史數據來看，官方PMI和財新PMI基本保持同向性（即多數時間二者保持同步高於50%或同步低於50%），且絕對值相差不大（多數時間二者差值在1個百分點以內）。最新公布的11月數據則顯示，官方製造業PMI延續回落至49.4%，而財新PMI上升1.2個百分點至榮枯線之上，二者間存在1.3個百分點的差值且位於榮枯線兩側，為歷史上較為少見的情況。

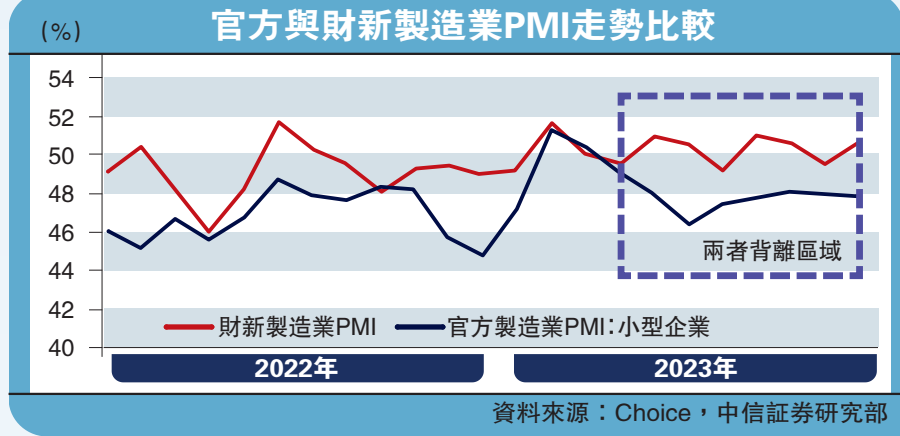
2023年二季度以來，大多數月份官方PMI低於財新PMI，且二者的背離幅度存在顯著的季內規律。自2023年二季度以來，官方和財新PMI的差值在季內不同月份存在顯著差異，即：季初多呈現同步性（如，4月、7月以及10月，二者的差值為0或接近於0），季中呈現顯著的背離（如，5月、8月、11月二者差值分別達到當季最大值2.1、1.3以及1.3個百分點），季末偏離幅度有所收窄（如，6月，9月二者差值分別為1.5以及0.4個百分點），且多數月份官方PMI低於財新PMI。由此可見，11月二者之間1.3個百分點的差值符合2023年二季度以來的規律。

官方PMI和財新PMI指數在編製方法上基本一致。官方PMI是由國家統計局官方發布的PMI指數，財新PMI則由標普全球（S&P Global）旗下的市場調查機構IHS Markit編製發布。編製方法上，二者均採用擴散指數方法進行計算，即先計算五個擴散指數，再對其進行加權平均。擴散指數的計算方法為：擴散指數=1×正向回答的企業個數佔比+0.5×中性回答的企業個數佔比+0×負向回答的企業個數佔比。官方和財新PMI均由五個指標構成，且各分項的權重一致：新訂單權重為0.3，生產（產出）權重為0.25、從業人員（就業人數）權重為0.2、供貨商配送時間為0.15、原材料庫存（採購庫存）為0.1，即：

製造業PMI=新訂單指數×0.3+生產指數×0.25+從業人員指數×0.2+（100-供應商配送時間指數）×0.15+原材料庫存×0.1。

調查樣本有所區別

官方PMI覆蓋的行業範圍廣、樣本數量多，而財新PMI則以沿海地區出口導向型的中小型民營企業為主。國家統計局官網顯示，官方PMI的調查樣本涉及《國民經濟行業分類》（GB/T4754-2017）中製造業的31個行業大類，3200家企業。由於官方PMI選取樣本時會對增加值較高的行業賦以更高的權重，同時也偏向於選取主營業務收入更高的公司，因此在一定程度上使得官方PMI抽樣的企業更多集中於佔經濟比重較大的重工



業，樣本企業也多為大型企業。與之相對，財新製造業PMI統計樣本為650家企業，以沿海地區出口導向型的中小型民營企業及輕工業為主。

此外，二者在數據的調查和季調方法上也存在一定不同。調查實施方面，官方製造業PMI由國家統計局直屬調查隊具體落實，利用國家統計聯網直報系統對企業採購經理進行月度問卷調查，具有一定的官方性和強制性，相比較而言數據更加完整、準確。而財新PMI由商業公司Markit實施調查，企業填報信息屬於自願行為，存在漏報的可能性。季節調整方法上看，官方PMI數據運用X-13方法進行季節調整；而財新PMI則是基於Markit開發的內部方法進行季調，具備跨國可比性。

2023年二季度以來，官方小型企業PMI和財新PMI走勢出現背離。考慮到官方和財新PMI樣本企業的規模不同，對官方和財新PMI背離的一個合理猜測是出自企業規模差異。但值得注意的是，自2023年二季度以來，財新PMI圍繞着榮枯線起起落落，而官方小型企業PMI指數在6月觸及46.4%的年內低點後大體上行，即官方小型企業PMI和財新PMI之間也存在着顯著背離，意味着官方PMI與財新PMI的背離並非完全是由於樣本企業的規模差異。

可能原因一：財新PMI對外需的邊際變化更為敏感。2022年全年，財新PMI和官方新出口訂單指數基本保持同向變化，2023年尤其是下半年以來，二者之間依舊具有較強相關性，且財新PMI領先於官方新出口訂單1、2個月。從中國出口集裝箱運價指數（CCFI）來看，11月環比上月迎來顯著提升，考慮到CCFI指數和出口表現的同向性，11月出口或將有所回升，體現為財新PMI回升至榮枯線之上，反映財新PMI對外需的邊際變化更為敏感，這是其走勢顯著背離官方PMI的關鍵原因之一。

可能原因二：財新PMI樣本企業相關度較高的輕工業產品價格降幅小於重工業價格降幅。觀察2023年二季度以來的PPI數據可以發現，生產資料（主要為重工業產品）價格的降幅要大於生活資料（主要為輕工業產品）價格的降幅，不同類型產品價格的走勢影響着不同行業企業對經營前景的預期。由於財新PMI的樣本企業多屬於輕工業，而官方PMI的樣本覆蓋範圍更廣、重工業比重高，因

此，價格端的分化一定程度上加劇了二者間的背離，也使得2023年二季度以來，財新PMI在大多數時間內要高於官方PMI。

需求回暖有賴投資

在分析中國整體製造業發展現狀時，由於其統計範圍更廣且更全面，因此官方製造業PMI是更為準確、清晰的指標選擇。對於服務業而言，財新服務業PMI在同向性以及前瞻性上更有優勢。

官方PMI數據顯示，製造業生產保持擴張但步伐有所放緩，需求指標連續兩月有所回落。11月官方PMI生產指數環比下降0.2百分點至50.7%，連續6個月位於擴張區間，生產經營活動預期指數上升0.2百分點至55.8%，隨着一系列穩增長政策的出台落地，企業信心有所增強，製造業生產保持擴張，但修復斜率有所放緩，主要受需求仍未充分恢復的影響。11月新訂單指數環比下降0.1個百分點至49.4%，連續兩月有所回落，反映現階段需求仍未得到實質性恢復，對企業生產形成了一定制約，製造業基本面的持續改善仍需等待需求的實質性回升。

展望未來，需求的新暖進程將取決於多空因素的影響：1）化債背景下，地方政府的投資空間有多大；2）房地產投資的恢復狀況；3）增發的1萬億特別國債使用節奏及力度，明年的財政支出力度及重點方向。

財新服務業PMI可以作為重要參考，用以預測服務業生產狀況。從歷史數據來看，財新服務業PMI對服務業生產指數的擬合效果較好，尤其是在2022年二季度至當年年底期間，二者基本保持同向性和一致性，考慮到PMI數據公布早於經濟數據，因此以財新PMI作為參考可以較好地預測當月的服務業生產狀況。2023年二季度以來，財新服務業PMI對服務業生產指數具有1、2個月的領先性。

11月官方和財新製造業PMI出現了顯著的背離且二者分別位於榮枯線兩側，主要由於二者選取的樣本企業的差異。11月官方製造業PMI延續回落，一方面反映了需求偏弱格局尚未明顯好轉，另一方面則蘊含了後續穩增長訴求抬升的可能性。考慮到中央政治局會議和中央經濟工作會議召開時點臨近，債市主線或將逐步轉向對後續穩增長政策力度的博弈，短期內長債利率或難以擺脫震盪格局。