

## 海外PMI改善 提振中國出口



前沿思潮 郭磊

廣發證券  
首席經濟學家

以美元計價，8月份中國出口按年跌8.8%，好於前值的跌14.5%，也優於季節性表現。從按月來看，8月出口按月升1.2%，亦較歷史上同期均值偏高。出口有所好轉的特徵與同期海外主要經濟體PMI（製造業採購經理指數）的回升匹配。摩根大通全球製造業PMI為49.0，高於前值的48.6。中國、美國、歐洲製造業PMI在8月同步反彈，形成一定的需求共振。

筆者此前指出，海外經濟節奏與景氣周期位置相似。全球此前均經歷過「經濟危機—政策擴張—政策退出—景氣下行」。上一輪是全球金融危機、歐債危機連續出現引發量化寬鬆(QE)，QE退出帶來歐美PMI下行，美國PMI大約下行一年半左右時間，至2016年初觸底；本輪是全球疫情帶來海外財政貨幣擴張，財政貨幣政策退出帶來歐美PMI下行，大約一年半左右時間，至2023年年中至經驗低位區域。

從主要出口區域來看，中國對美出口、對東盟出口、對印度出口、對拉美出口、對中國香港地區出口按年增速均有明顯改善；對日本、俄羅斯等區域出口增速下降。

從主要出口產品看，按年表觀增速上升的主要是自動數據處理設備，地產後周期產品（家電、傢具、燈具），以及主流的勞動密集型產品（紡織紗線、玩具、服裝、箱包）；下降的主要是手機、汽車、船舶等。不過，上述多數產品按年變化均不同程度包含基數因素影響，並不能完全代表趨勢。

8月汽車包括底盤出口額按年增長35.2%，低於前值的83.3%。船舶出口額按年上升40.9%，低於前值的82.4%。今年首8個月，汽車、船舶出口額累計按年升幅分別為91.2%、20.2%；首7個月鋰離子蓄電池出口額統計按年增長49%。

從年內累計增速來看，保持快速增長的品類主要集中在汽車、船舶、石油製品（成品油、柴油、航空煤油）、電氣機械（鋰電池、高壓開關及控制裝置、變壓器、電工器材）、專用和通用機械（機床、分離設備、拖拉機、食品

加工機械）、文化及娛樂用品（遊戲機、筆）、建築用陶瓷、部分食品、部分化工產品。在出口整體負增長的環境下，這些領域有些代表海外市場短期較為集中的產業鏈需求，有些是中國製造業的傳統和新興優勢所在。

今年首7個月，出口金額增速較快的商品包括：磷酸氫二鉍(20.1%)、柴油(195%)、航空煤油(53.4%)、玉米(500.7%)、捲煙(86%)、酒類及飲料(21.7%)、新鮮及冷藏蔬菜(10.6%)、洗衣機(17.7%)、散貨船(19.9%)、集裝箱船(99.6%)、貨車(40.9%)、電動載人汽車(150.9%)、橡膠輪胎(10.3%)、鋰離子蓄電池(49%)、電工器材(14.2%)、高壓開關及控制裝置(37.3%)、變壓器(16.8%)、機床(12.9%)、分離設備(26%)、拖拉機(56.5%)、筆及其零件(18.9%)、遊戲機及其零件(44.2%)、建築用陶瓷(20%)。

## 進口按月增速反彈

8月進口增速有所反彈，而且還是在較7月更高的基數之上，按月上升7.6%。這一點似乎對應着內需有所好轉。基於製造業經濟體的特徵，中國主要是出口工業製成品，進口原材料和大宗品。從主要進口額來看，按年明顯增加的包括農產品、鐵礦砂、原油、機床、集成電路等。

8月進口額為2165億美元，按年下跌7.3%；較前值的2012億美元，按年下跌12.4%有所好轉。從去年基數看，2022年7月和8月進口額分別為2295億美元、2336億美元。其中農產品進口額按年跌7.9%，高於前值的跌10.5%；鐵礦砂進口額按年上升6.3%，高於前值的跌14.9%；原油進口額按年上揚0.5%，高於前值的跌20.8%；機床進口額按年減少5.5%，高於前值的跌29.1%；集成電路進口額按年下跌10.3%，高於前值的跌16.7%。

筆者此前曾判斷7月是本輪出口周期的谷底，8月數據的好轉初步驗證了一點；同時外需並沒有好轉到不需要政策，整體仍在低位。近期地產政策連續調整，經濟最顯著的一塊短板邊際改善；疊加存量房貸利率調整、後續CPI周期上行等因素對於消費的影響，商品價格觸底帶動部分製造業行業的補庫存，實際增長底部應該已經形成。



◀中國貨幣政策在「以我為主」的同時，也需要兼顧內外平衡。

中美貨幣政策調控往往相異。除了經濟周期不同步造成中美貨幣政策方向往往不一致外，在貨幣政策工具運用上，中美兩大經濟體也各具特點。近年來，中國貨幣政策運用以調整法定存款準備金率為主，並且越來越多使用結構性貨幣政策工具，美聯儲總體上仍以調節聯邦基金利率為主。

## 中國多元化幣策 應對逆周期



經濟縱橫 盛松成

中國首席經濟學家論壇  
研究院院長

法定存款準備金率是法律規定的商業銀行準備金與商業銀行吸收存款的比率。商業銀行吸收的存款不能全部放貸出去，必須按照法定比率留存一部分在中央銀行。2016年以來，中國法定存款準備金率調整過20次，均為向下調整（降準）。其中，有8次下調了0.5個百分點，4次下調了1個百分點。而同期中國政策利率（如中期借貸便利MLF利率）調整過12次，其中，加息4次，降息8次，每次以調整5到10個基點為主，最多的一次性下調幅度為15個基點。

相比之下，美國貨幣政策運用以調節利率為主。自上世紀80年代以來，美聯儲主要採用調節短期利率（聯邦基金利率）來達到就業和通脹的雙重任務目標。所謂聯邦基金利率，就是商業銀行借入或融出準備金的利率。2016年至2023年8月底，聯邦基金利率調整過24次，其中加息19次，降息5次，每次以調整25個基點為主，疫情以來，調整幅度較大，以50個基點為主，甚至高達75個基點。目前聯邦基金利率目標區間為5.25%至5.5%。

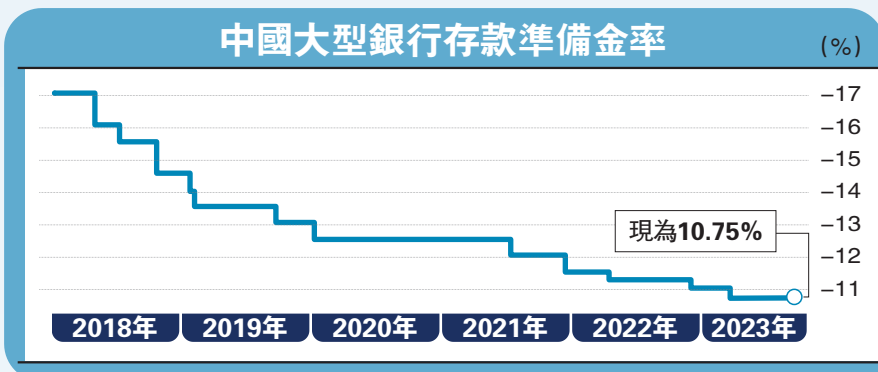
在決策程序上，美聯儲進行利率調控的便利性遠高於準備金率的調整。在每年在華盛頓召開8次的議息會議，聯邦公開市場委員會(FOMC)的成員投票決定聯邦基金利率升降。美國調節法定準備金率則更為複雜，需要對美聯儲法案Regulation D進行修改，該法案修改需由聯邦儲備委員會批准同意。雖然美聯儲調節法定準備金率並不需要國會的直接同意，但仍要經過內部一系列的分析討論後，依照法定程序進行審批。由於法定準備金率直接關係到商業銀行利潤，美國自由主義傳統、選舉壓力，以及強調市場機制在資源配置中發揮基礎性作用，也使得美聯儲在使用這一工具時比較慎重。

## 銀行在幣策調節中具關鍵作用

自20世紀90年代，美聯儲幾乎不再使用存款準備金工具。與中國的「三檔」準備金率不同，美聯儲是對不同賬戶（淨交易賬戶、非個人定期存款、歐洲美元存款）、不同金額（針對淨交易賬戶）設置不同的準備金率，機構之間的規定是同樣的。1990年12月27日，美聯儲將非個人定期存款、歐洲美元存款的法定準備金率設為0，且一直保持不變。2020年3月26日，美聯儲將淨交易賬戶的法定準備金率設為0。

與財政政策可以直接介入經濟活動不同，貨幣政策一般是間接發揮作用的，需要商業銀行，甚至整個金融體系的配合，其實施效果在相當程度上受市場反饋的影響。

一般而言，緊縮的貨幣政策更容易對經濟產生影響，而當經濟面臨下行壓力、需要通過流動性寬鬆鼓勵信



貸擴張時，商業銀行往往「惜貸」，央行寬鬆性貨幣政策向實體經濟傳導的過程就會受阻，商業銀行的超額準備金則大量增加。例如2008年金融危機後，美國商業銀行超額存款準備金率大幅提升。直到現在，美國商業銀行的超準率仍高達15.3%（2023年7月）。這樣的情形下，準備金率政策的實施效果就會大打折扣。以提高法定存款準備金率為例，由於商業銀行超額率很高，一部分超額存款準備金轉化為法定存款準備金，銀行的流動性約束幾乎沒有變化。

目前中國金融機構超額存款準備金率僅有1.6%（2023年6月），較3月下降0.1個百分點，並為2022年以來最低。此時降低法定存款準備金率對商業銀行流動性改善是比較有效。

中國金融體系的一個重要特徵是以間接融資為主，因而商業銀行在中國貨幣政策調控中的作用就更為關鍵。目前中國商業銀行的資本補充途徑少、資本壓力較高。在此背景下，將商業銀行的淨息差與利潤維持在一定水平，能夠有效幫助銀行補充核心資本，增強其服務實體經濟的能力。

從LPR（貸款市場報價利率）看，1年期LPR為3.45%，5年及以上LPR為4.2%，均已處於2019年8月LPR改革以來的最低值。這體現了目前中國逆周期調控政策中，金融部門向企業部門讓利。今年上半年，商業銀行累計實現淨利潤1.3萬億元人民幣，按年增長2.6%，增速較去年同期下降4.5個百分點。目前中國商業銀行淨息差處於歷史低位。截至6月末，中國商業銀行淨息差為1.74%，為2010年有統計數據以來的最低值。相比之下，海外銀行在近期連續加息的背景下，淨息差已經大幅恢復，美國銀行的平均淨息差已經達到3.3%以上。淨息差高於不良貸款率將是防範銀行風險的重要保證。

## 降準釋流動性 支持專項債發行

目前中國國債中69%左右由商業銀行持有，地方政府債中86%左右由商業銀行持有。今年7月24日中央政治局會議提出，要加快地方政府專項債券發行和使用。截至8月末，地方政府新增專項債已發行全年額度的82.5%，去年同期為96.4%。財政部表示，今年新增專項債券力爭在9月底前基本發行完畢。而降準將增加商業銀行可以自由使用的資金，從而更好地支持國債和地方債發行。從這一點看，中國降準的可能性仍然存在。

而美國國債持有者更加多元化。截至2022年末，美國國債的29.7%由

海外投資者持有，在國內持債者中，美聯儲、商業銀行、政府基金和其他機構分別持有美國國債的20.7%、7.3%、6.1%和36.2%。與商業銀行相比，美聯儲是美國國債更重要的持有者。儘管美聯儲已經啟動了持續性的縮表，但目前其持有美國國債仍超過5萬億美元，佔美聯儲資產負債表總規模的61.6%。

美聯儲成為美國國債的重要持有者，與應對新冠疫情衝擊期間，美聯儲大量增持美國國債不無關係。當時美聯儲通過大量購買美國國債向市場注入流動性，同時推動美債收益率下降，可使新發美債票面利率降低，減輕美債利息負擔。這是從宏觀政策協調配合的視角下，中美貨幣政策調控的又一個不同。

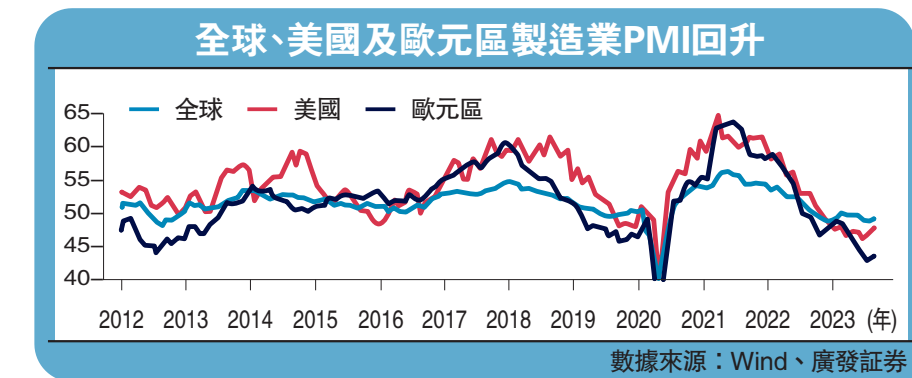
作為國際金融體系的主導貨幣，美元流動性遍布全球，美聯儲貨幣政策外溢效應也很明顯。早在上世紀70年代，尼克松任總統時期的美國財政部長康納利就曾說「美元是我們的貨幣，卻是你們的麻煩！」一語道出了美聯儲貨幣政策對本國和海外影響的不對稱性。本輪美聯儲加息的激進程度是罕見的，同樣產生了很強的外溢效應。歐元兌美元一度大幅貶值，甚至於2022年7月跌破了歐元兌美元的平價（1:1），為2002年以來首次。

## 加強逆周期調控 穩定經濟

中國貨幣政策在「以我為主」的同時，也需要兼顧內外平衡。目前處於經濟恢復的關鍵期，還應該繼續加強逆周期調控，這有助於夯實經濟企穩回升的基礎，但加力逆周期調控可能持續加劇中美貨幣政策的分化。從海外看，前不久在傑克遜羅爾召開的全球央行年會上，美聯儲主席鮑威爾、歐洲央行行長拉加德都表達了對於通脹的擔憂遠超對於經濟下行的顧慮，傳遞了超過市場預期的「鷹派」信號。

中國利率調整的信號效應比較顯著，貨幣政策更倚重準備金率的調節。目前，中國金融機構加權平均存款準備金率約為7.6%，仍有一定的政策空間。

總而言之，造成中美貨幣政策調控差異的原因有很多。除了貨幣政策決策機制不同，一個重要的因素是中國以間接融資為主，商業銀行體系在貨幣政策實施中起到關鍵作用，中國存款準備金率政策的效率也相對更高。目前中國投資和消費的利率彈性較低，貨幣政策目標多元化，以及兼顧內外平衡的需要，也造成中美貨幣政策調控方式的差異。



## 降稅減辣 刺激經濟



主樓布陣 布少明

美聯物業住宅部  
行政總裁（港澳）

近期特區政府提出搞旺香港夜市，推出「香港夜繽紛」活動，引起社會各界熱烈討論。勿論活動實際內容及操作情況如何，其終極目的亦顯而易見，就是希望藉活動刺激本港經濟表現，提振港人消費信心。筆者認為，特區政府何需絞盡腦汁？皆因已有最強「武器」在手：特區政府只需透過不同政策，如「減印花稅」提振港股表現，以及「減辣」激活樓市交投即可。此話何解？

眾所周知，香港的樓市及股市，向來與經濟關係密切，可惜兩者當下表現均未如理想。股市上升動力欠奉，甚至有部分人士認為有機會步入熊市。另一邊廂，雖則本港樓市首季曾一度出現旺市，同時近期新盤當旺，但目前二手樓市交投依然不振，反映買家入市取態相當謹慎，樓市前景有隱憂。

## 銀行加按息 樓市氣氛受影響

有大型銀行由本月中起，上調新造拆息按揭計劃（H按）的鎖息上限，實際封頂息率由3.625厘，大幅增加0.5厘，至4.125厘，同時現金回贈亦會大幅下調。筆者認為，調高鎖息上限等同於直接加按息，不單增加每月供款，壓力測試的每月入息要求亦會因此而有所上升，短期內或刺激個別已經物色到

心水單位的準買家出手，在實施新按揭前趕搭尾班車，以免即將會增加的供款及壓門門檻。又料實行後將增添有意入市者的考慮，打擊他們因為近月樓價回落而「趁低吸納」的意欲，令本已低迷的樓市氣氛「雪上加霜」。

在未加按息之前，樓價已經持續不振。「美聯樓價指數」最新報149.7點，按周下跌0.56%，連跌三周，比起年內高位下跌3.57%，重返今年2月中旬後的水平，本年迄今升幅收窄至約2.5%。是次調整按息上限對成交價的中長線影響，關鍵是其他銀行會否跟加，或待本月聯儲局公布議息結果後才會浮現。

現時樓市股市大有失去動力之虞，一方面港股不振，市民身家「縮水」，消費意欲自然下降；另一方面，二手樓市交投不佳，市民套現或換樓艱難，導致樓市每況愈下，間接對各行各業表現構成一定影響，窒礙經濟整體表現及復甦力度。

故此，現時特區政府對此難題的最佳解決辦法，就是仿效內地，果斷地在下月「施政報告」中調整股市及樓市政策，例如減免股市印花稅，以及樓市「減辣」等，此舉有助提振樓市，衍生財富效應。市民有錢在「荷包」，自己有心消費，有心情消費亦自然形成新一輪消費乘數效應，從而帶動整體經濟表現。希望特區政府可順應民意，盡快在施政報告中「出招」，即可既快捷又有效率地支持本港經濟復甦。