



▲9月中國製造業需求有所改善。

經濟觀察家

受內需略有企穩、極端天氣減弱以及「秋周期」等因素影響，9月製造業景氣度有明顯改善，且強於季節性。但服務業和建築業景氣度仍然偏弱，且不及季節性，顯示經濟復甦基礎仍有待鞏固。9月下旬以來，一攬子政策集中出台，政策基調、重點、目標和節奏均有明顯變化，政策一預期一實物工作量的傳導逐漸推進，有望為完成全年經濟社會發展目標任務提供基礎。

政策集中出台 經濟復甦更穩固

經濟探針
溫彬
民生銀行
首席經濟學家

9月份服務業商務活動指數為49.9，按月回落0.3個百分點，今年以來首次低於榮枯線。從分項指數看，服務業新訂單指數按月回落1.8個百分點至45，為2023年初以來最低水平，顯示需求偏弱。業務活動預期指數回落0.8個百分點至54.6，為2023年初以來最低水平，顯示預期偏弱。從業人員指數回落0.4個百分點至45.5，為2023年2月以來最低水平，顯示就業帶動偏弱。

服務業：景氣轉向收縮

從行業看，由於暑期出行旺季結束，以及部分地區受颶風等極端天氣影響，鐵路運輸、水上運輸、文化體育娛樂等行業商務活動指數回落幅度較大，均降至收縮區間。郵政、電信廣播電視及衛星傳輸服務、互聯網軟件及信息技術服務、貨幣金融服務等行業商務活動指數均位於55以上較高景氣區間，業務總量保持較快增長。

從佐證指標看，9月國內航班執行率、四大一線城市地鐵客運量以及全國電影票房均出現按月下降，符合季節性規律。生活性服務業走弱的同時，生產性服務業仍然相對低迷，新訂單、業務活動預期以及就業指標均指向降溫，導致9月服務業景氣度明顯弱於季節性。

建築業：景氣度微升

9月建築業商務活動指數為50.7，按月回升0.1個百分點，僅好於8月，為2020年3月以來的次低水平。從分項指數看，新訂單指數下降4.0個百分點至39.5，業務活動預期指數下降1.6個百分點至53.1，從業人員指數下降1.0個百分點至40，需求、預期和就業情況均出現回落。建築業景氣度之所以小幅回升，主要由於投入品價格上升2.4個百分點至50。

基建方面，9月瀝青裝置開工率均值較上月小幅回落，繼續處於歷史同期最低水平。據企業預警通顯示，9月城投債淨融資額-1644億元（人民幣，下同），為年內最低水平；地方政府淨融資11056億元，為年內最高水平。資金來源總體高於8月，但部分地方政府將化債作為第一要務，拉基建托底增長的意願下降，導致建築業景氣度仍處於低位。

房地產方面，截至9月29日，30大中城市商品房成交面積按月跌幅收窄至7.8%，但按年降幅擴大至37.3%。5·17政策效果逐漸減弱，疊加預期偏弱、供應縮量等因素影響，多數城市新房銷售較為低迷，金九成色不足。

製造業：景氣度回升

9月製造業PMI（採購經理指數）回升0.7個百分點至49.8，為今年5月以來最高水平。近10年同期平均按月上漲0.2個百分點，9月表現明顯強於季節性。

五大分項指數四升一降。其中，

生產指數為51.2，按月上升1.4個百分點；新訂單指數為49.9，上升1.0個百分點；原材料庫存指數為47.7，上升0.1個百分點；從業人員指數為48.2，上升0.1個百分點。供應商配送時間指數為49.5，下降0.1個百分點。

具體來看，9月製造業運行表現出四個方面特徵：

一是需求有所改善。9月新訂單指數上升1.0個百分點至49.9，而近10年同期平均按月上漲0.4個百分點。新出口訂單指數回落1.2個百分點至47.5，近10年同期平均按月上漲0.3個百分點。

外需繼續萎縮且弱於季節性，內需邊際改善且強於季節性，內需成為支撐製造業景氣改善的主要因素，或同9月大規模設備更新和消費品以舊換新政策持續落地有關。9月高技術製造業、裝備製造業、消費品行業PMI漲幅居前。

二是生產轉向擴張。9月生產指數回升1.4個百分點至51.2，回升至今年5月以來最高水平。隨著高溫多雨天氣消退，9月生產品明顯回升，且繼續強於需求端。

三是企業補庫存意願略有改善。9月生產品庫存指數回落0.1個百分點至48.4，原材料庫存指數回升0.1個百分點至47.7，採購量指數回落0.2個百分點至47.6，企業生產經營活動預期持平於52。產成品庫存下降但原材料庫存回升，企業有庫存回補意願，但從採購量和生產經營活動預期來看，這一意願並不強。

四是企業景氣度整體回升。大型企業PMI為50.6，按月回升0.2個百分點，今年以來始終位於臨界點以上，持續發揮支撐引領作用。中、小型企業PMI分別為49.2和48.5，按月上漲0.5和2.1個百分點，景氣水平均有改善，小企業改善幅度更為明顯。

價格：持續改善

主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別為45.1和44，按月上漲1.9和2.0個百分點，仍位於較低運行水平，表明受有效需求不足以及部分大宗商品價格波動等因素影響，製造業市場價格總體水平繼續回落，但降幅有所收窄。

隨着內地一系列寬鬆政策出台，9月下旬以來工業品期貨價格開始轉向上升，螺紋鋼、水泥價格均出現明顯反彈。截至9月20日，商務部按周公布的生產資料價格指數月度均值按月下降1%，但降幅較8月有所收窄。

基於PMI指標和高頻數據判斷，預計9月PPI（工業生產者出廠價格指數）按月降幅略有收窄，但由於去年基数抬升，預計按年跌幅為2.3%左右，較上月的跌1.8%有所擴大。

政策：集中出台

整體來看，受內需略有企穩、極端天氣減弱以及「秋周期」等因素影響，9月製造業景氣度有明顯改善，且強於季節性。但服務業和建築業景氣度仍然偏弱，且不及季節性，顯示經濟復甦基礎仍有待鞏固。

9月中國製造業PMI指數

內容	指數	按月變幅(百分點)
製造業PMI	49.8	+0.7
大型企業PMI	50.6	+0.2
中型企業PMI	49.2	+0.5
小型企業PMI	48.5	+2.1
生產指數	51.2	+1.4
新訂單指數	49.9	+1.0
原材料庫存指數	47.7	+0.1
從業人員指數	48.2	+0.1
供應商配送時間指數	49.5	-0.1

在此背景下，9月下旬以來政策基調發生了重大調整。9月24日國新辦發布會宣布了減息、降準、降存量房貸利率等一系列寬鬆政策，9月26日加開了經濟主題的政治局會議，要求「切實增強做好經濟工作的責任感和緊迫感」。整體來看，近期政策導向發生了以下四個方面的調整：

一是基調從「保持定力」轉向「增強責任感和緊迫感」。7月30日政治局會議提的是「保持戰略定力，堅定發展信心，唱響中國經濟光明論」，9月26日政治局會議轉化為「要全面客觀冷靜看待當前經濟形勢，正視困難、堅定信心，切實增強做好經濟工作的責任感和緊迫感」。

二是重點從供給側轉向需求側。之前更多從供給側來進行部署，包括「新質生產力」、「新興產業和未來產業」、「科技創新」等方面，此次會議則強調從需求端加大逆周期調節力度，財政政策、貨幣政策、穩房地產、促消費等，幾乎沒有涉及供給側。

三是目標從化險轉向穩增長。從去年的中央金融工作會議、中央經濟工作會議到今年的三中全會、政治局會議，化解重點領域風險都是重要內容。此次政治局會議認為「防範化解重點領域風險取得積極進展」，未對化險工作進行部署。

四是節奏從「單兵作戰」轉向「一攬子政策集中推出」。7月30日政治局會議之後，相關部委和地方也在出相關政策，但大都是按部就班，缺乏協作，無法有效提振市場主體信心。近期風格明顯變化，政策組合拳集中推出，對市場信心改善也產生了立竿見影的效果。

隨着一攬子政策出台，資本市場已經率先作出反應，A股呈現普漲局面，且已經超出年內高點，賺錢效應提升。房地產市場政策目標轉向「止跌回穩」，一系列支持政策也在積極出台。此外，市場對於後續的財政政策也有較高期待。

由於統計時間通常截至當月25日，9月PMI尚未反映出最新的政策效果。從近幾日情況來看，政策效應已經持續發酵，市場預期正在得到修正，風險情緒有望得到激發。隨着政策一預期一實物工作量的傳導逐漸推進，將會為完成全年經濟社會發展目標任務提供基礎。

美國經濟實現「軟著陸」不容易

集思廣益
管濤
中銀證券
全球首席經濟學家

美國聯儲局9月將聯邦基金利率目標區間下調0.5厘，降到4.75至5厘，這是美聯儲時隔四年半的首次減息，也是非危機時期首次減息0.5厘。如何看待美聯儲此次減息的時點和幅度？美聯儲減息0.5厘能否確保美國經濟實現「軟著陸」？

基於美國通脹和就業風險趨於平衡的現實考慮，8月23日，美聯儲主席鮑威爾在傑克遜霍爾全球央行年會上釋放了減息信號。此次聯邦公開市場委員會（FOMC）會議之前，市場認為9月份美聯儲減息是板上釘釘，但由於近期美國經濟數據喜憂參半，市場對於此次減息幅度存在分歧，9月15日之後，主流預期由減息0.25厘迅速轉為0.5厘。

支持美聯儲減息0.25厘的理由包括，美國經濟並未急劇惡化，減息0.5厘可能加劇通脹反彈風險，而且歷史上如1995年7月、2019年8月預防式減息幅度均為0.25厘。支持美聯儲減息0.5厘的觀點則認為，美國勞動力市場惡化速度快於預期，美國就業下行風險已經大於通脹上行風險，減息0.5厘將增加美國經濟「軟著陸」的可能性。從9月份的FOMC會議聲明看，美聯儲內部同樣對減息幅度存在分歧，12位美聯儲票委中，有1位就降息0.5厘投了反對票，這也是19年來首度有美聯儲理事在會議上投下反對票。

此次減息前，美聯儲在2022年3月至2023年7月累計加息11次，合共5.25厘，將聯邦基金利率目標區間從0至0.25厘上調到5.25至5.5厘。

高利率環境下，美國去通脹進程取得明顯進展，與此同時，經濟韌性遠超市場預期，勞動力市場總體表現強勁，逐步接近實現「軟著陸」目標。此次美聯儲罕見減息0.5厘，試圖增加經濟「軟著陸」的可能性，但這仍然是一件不容易完成的任務。

從歷史經驗看，美聯儲通過減息以避免經濟衰退的表現並不盡如人意。由1984年以來，美聯儲共經歷六輪減息周期，首次減息時間分別為1984年9月、1989年6月、1995年7月、2001年1月、2007年9月和2019年8月，其中，紓困式減息和預防式減息各3輪。紓困式減息期間美國經濟均已陷入衰退，預防式減息期間雖然伴隨經濟「軟著陸」，但「軟著陸」的盡頭仍有可能是衰退。比如，上世紀90年代中期，由於美國經濟由「軟著陸」逐漸轉向「不着陸」，美聯儲在1995年7月開啟預防式減息之後，於1997年3月重啟加息，隨後亞洲金融危機爆發，美聯儲短暫減息，但在1999年6月至2000年5月繼續加息。高利率最終刺破了互聯網泡

沫，導致美國經濟在2001年3月至11月期間陷入衰退。

資產價格偏離基本面

從潛在風險看，美國經濟「軟著陸」前景仍然面臨不確定性。一是資產價格超調風險。2020年初疫情爆發以來，美股和美國房價均大幅上漲，2020年3月至2024年6月，標普500指數、20個大中城市標普CS房價指數累計分別上漲85%、53%。受股價和房價上漲推動，2024年第二季，美國家庭資產淨值升至163.8萬億美元，刷新歷史紀錄，這成為支撐居民消費韌性的重要因素。但資產價格具有偏離基本面過度漲跌的超調屬性，給美聯儲調控帶來很大挑戰，稍有不慎就可能引發資產價格的劇烈調整。

而且，美聯儲貨幣政策調控本身還面臨中性利率估計不確定性帶來的挑戰。鮑威爾表示，政策立場調整方向是朝着中性利率前進，但中性利率無法直接觀測，利率估計結果準確與否會直接影響貨幣政策效果。今年3月，國際清算銀行利用多種方法估計了美國的中性利率，發現大多數估計值在疫情之後出現顯著抬升，但不同估計值之間差距較大，且個別估計值存在高度不確定性。日前，美聯儲理事沃勒在演講中坦言，如果美聯儲選擇較慢的減息速度，可以有足夠時間逐步評估中性利率是否確實上升，但此舉可能會給勞動力市場帶來風險，而選擇較快的減息速度意味「軟著陸」的可能性更大，但如果中性利率實際上已經高於疫情前水平，則可能會出現降息幅度過大的風險。

貨幣政策有滯後風險

二是貨幣政策滯後風險。歷任美聯儲主席如馬丁·沃爾克和格林斯潘主要採取先發制人策略，鮑威爾則放棄前瞻性指引，轉為後發制人，決策依靠數據驅動、相機抉擇，這表明了其在不確定性環境下的審慎態度。但不可避免也會帶來貨幣政策滯後性問題。如通脹上行時期，因落後於市場曲線，美聯儲不得不自2022年3月起實施激進緊縮的政策，累計加息幅度達5.25厘，略高於其他主要發達經濟體央行，如歐洲央行、加拿大央行和英國央行加息幅度分別為4.5、4.75和5.15厘。但相對於這些經濟體，前期美聯儲的緊縮政策使得向私人部門的借貸成本以及經濟活動的傳導程度明顯偏低。

對此，美聯儲研究人員的解釋是：美國固定利率的抵押貸款和公司債務比例更高。由此推論，如果美聯儲將政策利率在高位維持較長時間，前期鎖定低利率成本的私人部門未來可能會面臨更強的再融資壓力，貨幣緊縮效果或進一步顯現。

減息兼股市大升 港樓旺市重臨

樓語縱橫
楊永健
世紀21動力總經理

今天是中華人民共和國成立75周年的大日子，今年國慶氣氛特別熱鬧，因本港銀行9月「突如其來」的減息，市場氣氛明顯較以往好轉，久違的「金九銀十」亦有重現跡象，近日無論股市、樓市均出現遲來的「金九銀十」，9月最後一個星期，恒生指數由18000點急升至21000點以上，升幅逾16%，與此同時，新盤市場亦明顯轉趨活躍，踏入第四季，一手旺市勢必重臨。

多盤齊發 今季成交料4000伙

不過今次一手旺市，卻完全是遲來的「金九銀十」，剛過去的9月份，整體新盤銷售約710伙，較8月的510伙急升近四成，踏入10月新盤市場肯定更旺，並出現「多盤齊發」的現象，單單是地已有三個樓盤，分別是元朗The YOHO Hub II、北角海璇II及焦點盤啟德天璽，天，長實黃竹坑站上蓋Blue Coast II的推售部署亦步亦趨，10月份的新盤銷售基本上肯定重

上1000伙以上，相信11月的新盤市場仍會暢旺。

回想去年9月和10月，新盤市場極淡靜，兩個月合計的銷售僅600伙，去年11月雖稍為回升，但亦只得560伙，去年新盤旺市是12月，單月銷售超越1400伙，單計去年第四季，整體新盤銷售只有2325伙，較去年第三季稍靜回升而已。當然，去年新盤市場是淡靜的一年，全年只有約1.07萬伙。

今年的新盤市場卻截然不同，上半年在全面撒辣效應下，新盤銷售已超越8500伙，但隨着撒辣的熱潮過去，第三季新盤銷售顯著減少，只有約2300伙，隨着遲來的「金九銀十」，今年或出現「金十銀十一」，理想估算在減息效應下，今年第四季的新盤銷售或會增至3000伙以上，假若再有大型新盤陸續推售，全季新盤銷售可達4000伙之多。

換言之，相信今年全年新盤銷售可達14000至15000伙水平，最值得留意，由於今年新盤以市區盤佔多數，令總銷售金額料可達至2000億元高位，較去年的1100億元大增逾八成。



▲踏入10月新盤市場暢旺，出現「多盤齊發」的現象。