

# 內地製造業景氣回落 宜加強化解需求不足風險

龐溟 經濟學博士、經濟學家

根據國家統計局的最新數據，5月份內地製造業採購經理指數（PMI）為49.5%，比4月份讀數下降0.9個百分點，顯示製造業景氣水平有所回落。國家統計局指出，製造業PMI在今年3月份和4月份連續位於擴張區間後，5月份重新回到收縮區間，屬於「前期製造業增長較快形成較高基數」的正常現象。在筆者看來，在基數效應和「五一」小長假因素對環比數據的影響之外，5月份製造業PMI超預期回落背後的主要原因，仍是有效國內需求不足和外需疲弱疊加，使製造業景氣水平降至榮枯分界線下，必須高度重視需求不足有可能導致的預期減弱、生產投資活動趨降的潛在風險。

## 來自外貿需求擾動或仍存

特別地，在5月美國標準製造業PMI大幅上揚至50.9%、4月摩根大通全球製造業PMI指數連續4個月處於擴張區間的背景下，新出口訂單指數表現乏力，表明在貿易摩擦持續和歐美經濟增長乏力、需求放緩的背景下，後續來自外貿需求的擾動或仍存，但設備更新和消費品以舊換新行動以及房地產鏈條重啟動能等帶來的內需擴張，有望部分抵消出口訂單方面帶來的壓力。

在產出端，5月份生產指數為50.8%，仍高於50%的臨界點和繼續高於新訂單指數，但與4月份讀數相比也大幅下行2.1個百分點，說明製造業企業生產活動仍受益於消化年初以來基建和製造業投資保持較快增長帶來的積壓訂單，雖然在前期高速增長基礎上略有放緩，但仍保持了較快速擴張的勢頭。紡織、化學纖維及橡膠塑料製品等行業生產指數降至收縮區間，企業生產有所放緩。通用設備、鐵路船舶航空航天設備、計算機通信電子設備等行業生產指數連續三個月位於擴張區間，顯示出大規模設備更新政策落地快、力度足、效果久。

## 高技術新動能增長勢頭未改

綜合來看，製造業需求端的復甦步伐仍滯後於生產供給端。可喜的是，新動能增長勢頭未改，5月份裝備製造業PMI為50.7%，雖較上月下降0.6個百分點，但仍保持在擴張區間，且其生產指數和新訂單指數都保持在52%的左右較高水平；高技術製造業PMI為50.7%，連續7個月保持在擴張區間，其生產指數和新訂單指數也分別保持在52%以上和51%以上。

分企業規模來看，大型企業和中小企業景氣水

平分化程度有所加大，與大型企業PMI今年以來持續處於榮枯分界線以上相比，中小企業PMI本月分別環比下降1.3和3.6個百分點至收縮區間的49.4%和46.7%，說明中小企業發展仍面臨不少困難和挑戰，前期推出的一系列針對性政策措施仍需加快落實執行。同時，持續推進優化營商環境、完善投融資機制和持續加大金融支持、建立問題溝通解決機制、健全有針對性的公共服務體系等方面工作，有利於穩定企業經營預期、增強企業發展信心，今年以來生產經營活動預期指數保持在54%以上的高位運行，專用設備、電氣機械器材等行業生產經營活動預期指數今年以來更是55.0%以上較高景氣區間，就是最好的例證。

在價格指數方面，主要原材料購進價格指數和出廠價格指數分別比4月份上升2.9個百分點和1.3個百分點至56.9%和50.4%，顯示價格水平溫和回升勢頭未減，通脹不足風險逐步化解。其中出廠價格指數自去年9月以來首次回升至擴張區間，有利於改善企業經營水平、盈利和現金流狀況、提高企業投資意願和能力。但筆者發現，主要原材料購進價格指數和出廠價格指數之間的差值在5月份達到6.5個百分點，是自出廠價格指數在去年10月跌入收縮

區間以來的最大差值，且這一差值在過去四個月持續擴大，說明購銷價格「剪刀差」壓力不容忽視，需警惕和有效化解在需求趨弱的背景下部分行業和企業生產成本增加、盈利空間受侵蝕、價格傳導機制不暢順的實際困難。

從國家統計局同日公布的非製造業PMI數來看，目前地產政策組合拳效力暫未體現，基建資金到位後尚需時轉化為實物工作量，居民部門消費能力和消費信心仍有待進一步鞏固。4月底召開的中共中央政治局會議在積極擴大內需方面提出四點舉措，即「落實好大規模設備更新和消費品以舊換新行動方案」、「創造更多消費場景」、「深入推進以人為本的新型城鎮化」和「實施好政府和社會資本合作新機制」。

## 冀藉以舊換新的契機振內需

筆者認為，在內地有效需求仍在爬坡的情況下，應緊抓大規模設備更新和消費品以舊換新行動方案實施的契機，通過汽車換「能」、家電換「智」、家裝廚衛「煥新」等，來加快釋放總規模約1萬億元的內需，並努力將一季度宏觀經濟回升向好、持續向好的發展韌性延續下去，以有效穩定信心和預期。

# 美增長減慢 成投資者共識

百家觀點

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

一直以來，筆者認為，今時今日的投資組合，應該是環球資產配置，跨地域，跨時區，跨市場，跨資產類別，才可以足夠分散風險，並增加回報。與此相關，也經常表達的觀點是，他山之石，可以攻玉。

比方說，可以透過金價的變化，以此對於貨幣政策的敏感度，預知其他市場的變化。是的，過去十多年，金融海嘯後，造就了人類歷史上暫時最誇張的寬和超低息環境，不是個別地方短暫時間，而是全球性，為時甚久的一場自然實驗。

由於金價獨有的歷史背景，雖然如今已非正式貨幣，無貨幣之名，但不少時候卻有貨幣之實，尤其投資者明白，打從金本位制取消後，任發甚至濫發的美元的實質價值根本時刻都在縮減。這樣一來，自然對於黃金有好感，因為拿着同等數量的黃金，當年可以在某個地區買的物業，一般來說，多年後的今天，仍然可以，美元卻肯定不行。

## 類似數據邊際效用遞減

無論如何，基於黃金無息可收，在分析效果上，其實類似於零息債，結果是，假如大家明白投資要看債市孳息變化，則其實另一個看似規模較細小的金市，其實同樣可以有類似，甚至更佳的參考。之所以更佳，是因為出於管治的理由，多國對於債市變化都看得很緊，尤其關乎本身發債的條件，相反，對於金市，卻任由它反映市場人士的真正看法。

有趣的是，近幾天金價變化顯然，經過上周的大量數據，已經足夠印證放緩，再多的數據，已不能產生同樣的刺激效果，說明投資者已心裏有數，放緩的故事，以至減息憧憬重臨，都在其中。

有關於同樣或類似足以印證經濟放緩的數據，



◆ 環球經濟及央行貨幣政策紛處於轉變當中，有關轉變是一步一步來，但投資者往往期望一步到位，故此投資預期經常翻來覆去。圖為紐約證券交易所。資料圖片

已不能產生同等程度的刺激效果，可以說是邊際效用遞減又一例證。君不見，周三公布的ADP私人企業新增職位，以至標普公布的採購經理指數（PMI），又或者供應管理協會公布的四個指標，嚴格來說，並無形成一個一致的方向。

## 放緩步伐與通脹回落一致

心水清的投資者都明白，不能單憑某一個數據，便認為別的數據不對，反而應該通盤地看，彼此之間是否存在某程度上的共識，又或者因為個別的度量計算方式，令其有差異。

值得留意，短期所見，打從上周開始，一連串重量級數據，例如褐皮書、國內生產總值（GDP）、個人消費支出物價指數（PCE）等，基本上與外界估算差不多為主，而及至本周，一眾經濟數據，亦與市場估計的差別甚少，而且沒有壓倒性的方向，比較可以見到的，只是經濟放緩趨勢出現，但速度不算快。

這一點其實與通脹回落亦一致，事實上，美國當地通脹的回落速度，亦為不少人詬病可能太慢，但其實，配合起經濟放緩，而物價增長速度亦放慢，假設其他因素不變，其實是很合理的情況。

## 經濟轉變慢 市場「轉軟」快

無論如何，起碼近來又再轉的風向是，早前甚囂塵上的加息言論，短期又缺乏支持。更何況，加拿大央行亦已開始減息之旅！

從來經濟轉變是一步一步來，但投資者往往期望一步到位，故此經常翻來覆去，打倒昨日的我，然後又再尋回昨日的我。筆者維持去年底至今的估算，2024年底前，美聯儲將減息一至兩次，這一點不變。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

# 2024年下半年全球策略展望：一步之遙

姜越、趙文利 建銀國際

2024年以來，世界的走勢讓我們有一種「似曾相識」的感覺，似乎2023的故事在2024年重演，一些懸而未決的問題仍然得不到解決。美國方面，降息似乎是「一步之遙」卻難以達到；隨着經濟強於預期，降通脹持續受阻，市場對於美聯儲貨幣政策的走勢判斷不斷分化，最激進的觀點認為可能在2024年不會出現降息。

美國房價和現房租金堅挺，住房成為通脹下降的「最後一公里」；就業市場過熱得到緩解，但醫療保障支持了許多就業。但我們認為在超額儲蓄即將耗盡的情境下，美國消費邊際走弱可能有利於緩和通脹。美聯儲宣布調整量化的緊縮節奏，財政部宣布回購美國國債，我們認為這有利於美債的流動性。

其他經濟體的貨幣政策轉向拐點似乎比美聯儲來得更早。主要發達經濟體中，瑞士和瑞典相繼降息，而歐洲央行的降息時間點預估最早在2024年6月。2023年行業的主要故事在2024年仍然繼續：AIGC（生成式人工智能）的熱潮讓大企業擔憂泡沫，但我們認為全面崩盤可能性很小。最後，2024年的下半年宏觀方面有許多來自國際政治的不確定性。

預計基準情景下，美聯儲年內有兩次減息。日本：過快貶值的日圓對於經濟和市場的負面影響正在顯現，可能會迫使日本央行提早加息。預計日經225未來區間在38000-42000，美元兌日圓短期內可能在155-160之間波動，十年日本國債收益率年內高點可能會達到1.3%。歐洲：比美國更好的通脹控制意味着更早降息的可能，預計從6月開始降息，年內至少有2次減息機會，可為股市帶來支持。

## 維持看好股市 尤其發達國家

按大類資產方面，我們維持對股市看好，與上次報告相比，我們上調發達國家股市看法；債券總體在降息預期中或面臨配置機會，我們認為發達國家的國債和高評級債券或迎來配置窗口；同時在大宗方面我們仍然建議逢低積累黃金。

# 零售餐飲與外遊來訪是否存「雞與雞蛋」關係呢？

艾凡 華坊諮詢評估特約資深顧問

## 香港一貫出境人次高於入境

縱觀香港由1998年至2024第一季的數據，出入境指數由最高的1999年達4.69至2014年跌至最低1.39，全期指數平均值是2.99，而2023年疫後復航後到今年第一季指數都徘徊在大約2.1。無獨有偶，1999年的時期是股市樓市爆發後買樓需求驟降，而2014年則是樓市急升，市民抱怨節衣縮食買樓的年代。

再者，以上述全球數字來看，每3個富有國家/地區就有2個是全年出境人次多於入境人次，情況普遍。這個不難解釋，因為外遊來訪人數寡寡會受國家/地區經濟、個人收入、生活成本、退休保障、貨幣匯率、簽證邦交、旅客安全、政權管治、對外交通、住宿配套、旅遊定位等因素影響。而那些國民明顯較富有但入境人次多於出境人次的國家當中，發現他們從陸路入境的即日往返旅客量極高、他們國家的建築或藝術文化都是舉世知名，又

或自身旅遊景點已非常多樣化，可滿足國民不同的旅遊喜好。

既然特區政府改變不了港人對外遊的喜愛，不妨加強整存及復修香港的歷史建築文化趣味景點，景點間的交通配套及檢討附近的便民餐飲零售規劃，正面對待跟深圳、澳門、珠海接壤的客觀事實，大幅提升香港即日往返文創旅遊之可行性，當中央政府放寬個人遊政策下更多細節時，就能好好運用這些可持續的來訪內容。

## 冀重置香港餐飲業投資分工

中國內地疫情過後，有很多餐飲民企以敢於創新的中國菜色定位、食材供應、製作流程、成本控制、用餐體驗、服務標準陸續迅速冒起，更開始拓展香港市場。當然會否如內房企業在港經歷水土不服，需重整業務或重新定位，還有待時間驗證，但



◆ 從多年數據顯示，港人多年來一直喜愛外遊。資料圖片

亦啟示了香港本地的餐飲業投資者不妨分工做好國際及東南亞美食這板塊，以中國超級聯繫人身份重塑國際美食天堂的形象。

題為編者所擬。本版文章，為作者之個人意見，不代表本報立場。