

# 內地降準有利穩增長

中銀香港經濟研究員

巴晴

中國人民銀行決定，自3月1日起，普遍下調金融機構人民幣存款準備金率0.5個百分點。在G20會議結束，「兩會」召開前夕，央行推出降準措施，表明穩增長和防風險逐步成為貨幣政策主要目標。預計本次降準釋放流動性約7,000億元。2016年上半年仍有機會再次降準，全年降準幅度約2個百分點。

## 穩定匯率制約貨幣政策寬鬆

前段時間，人民幣匯率貶值預期對內地貨幣政策形成一定外部約束，相機抉擇下，內地央行將穩定匯率作為階段性的主要政策目標。近兩個月以來，央行主要以公開市場操作和MLF、SLO等方式，替代降準，緩衝內地銀行間流動性緊張局面，配合人民幣匯率及美國加息趨勢。在一月份內地央行春節前流動性管理座談會上，央行曾明確表示，在「保持銀行體系流動性的合理充裕的同時，要關注到流動性太過寬鬆會對人民幣匯率造成比較大的壓力，形成負面衝擊」，並認為「降準的政策信號過於強，可以用

其他工具來替代，補充流動性。」

就實際操作情況看，2016年春節前夕中國人民銀行基本上運用了包括逆回購、MLF、SLO、PSL等貨幣工具向注入了約2萬億元人民幣左右的流動性，並通過降低中期借貸便利(MPL)的利率，引導融資成本下行，表明當時的匯率貶值預期對貨幣政策形成一定外部約束。

## 降準利保經濟金融穩定運行

中長期而言，外匯儲備減少，外匯佔款流失造成流動性缺口長期存在，依靠短期貨幣政策工具進行滾動操作保證資金面的平衡，並非長久之計。MLF、SLO等工具有期限壓力，日後需要不斷滾動增加流動性，而降準作為對沖資金外流壓力的主要工具，可一次性增加資金量，政策效果存在明顯差異。雖然本次降準所釋出的流動性規模較近期短期公開市場操作和中期借貸便利工具為少，但在期限配比及資金效率等方面，有本質不同，更利於保持經濟金融穩定運行，進一步降低融資成本。央行推出降準措施，顯示出穩增長和防風險逐漸擺在貨幣政策多目標中最重要的位置，也再次印證了央行周小川行長在G20會議上所表示的「中國央行的貨幣政策處於穩健略偏寬鬆的狀態，還要不斷觀察適時動態調整」的主要政策思

路。

目前內地經濟下行壓力有所增加。從央行角度，既希望銀行積極放貸又需要防止信貸衝動太強，引發系統性的金融風險。2016年1月份，新增社會融資當月規模為34,200億元人民幣，同比上漲67.1%、環比上漲88.4%，新增人民幣貸款達25,100億元人民幣，同比上漲70.7%。月度新增人民幣貸款創歷史新高，顯示政府選擇寬鬆的流動性環境為供給側結構性改革營造條件。

同時，央行也可能會進行一些微調，以滿足宏觀審慎監管原則的需要，包括結合利用各種短期工具進行相機抉擇；對信貸過快的銀行可能採取動態調整準備金率的方式進行調整，在釋放流動性支援經濟增長的同時，也避免導致信貸失控。

同樣作為穩增長貨幣政策工具，降息較降準利率仍低。降息對降低社會融資成本具有直接作用，但是釋放信號相對強烈。自人民幣匯改以後，中美利差已開始收窄，進一步降息有可能令匯率承受進一步貶值壓力並加劇資本外流。而目前內地存款準備金率17%，仍有較大的操作空間。考慮到降準是彌補基礎貨幣供應，對沖外匯佔款減少的主要手段，預計2016年上半年仍有機會再次降準，全年降準幅度約2個百分點。

# 美聯儲月中議息左右後市

康宏投資研究部環球市場高級分析員

葉澤恒

猴子的特性是攀上跳下，在金融市場中，市況飄忽不定，多被形容為有如一隻「甩繩馬騮」。踏入猴年只不過兩個星期，資產價格表面上沒有太大變動，但拆分開便可以看到過去兩周市場是非常波動。先有油價下挫，投資者憂慮金融股前景，令CoCo Bond成為推跌大市的藉口。之後，再有多間國際性銀行業績較預期差，引發連串拋售。但歐洲及日本央行的委員先後表示，不排除再加碼量寬行動，以及聯儲局高層言論暗示3月份加息機會不大，令市場轉趨。

目前全球面對的經濟風險在哪裡？相信自去年下半年以來，投資者最關心的在於全球經濟出現嚴重放緩，特別是中國經濟目前放緩的情況，對其他主要已發展國家所帶來的影響。第二，當然是一向依賴出口商品為主的國家，主因自去年以來大宗商品價格顯著下跌。依賴出口石油或大宗商品收入為主的中東國家、俄羅斯及巴西等國家，經濟轉差情況持續。當中，俄羅斯及巴西的經濟出現衰退之餘，更受到評級機構下調評級的影響。巴西目前已被標普及穆迪下調評級至垃圾級別。

## 貨幣政策似乎已成末路

聯儲局成主流經濟趨勢的絆腳石除了以上的經濟風險外，貨幣政策亦成為對全球經濟風險的主要因素。過去，不是說量寬政策可以刺激全球經濟嗎？在聯儲局主導下的量寬政策，令資金四處流動之餘，更推升資產價格，對實體經濟的影響較大。但歐洲及日本央行往後亦跟隨推出量

# 「兩會」召開 聚焦穩增長

比富達證券(香港)市場策略研究部高級經理

何天仲

本月3日和5日內地召開中國政治協商會議及全國人民代表大會(下稱「兩會」)，為全年經濟發展定下基調。上年內地全年GDP增速回落至6.9%，創25年新低。不過，現時製造業增速仍在放緩，房地產庫存高企，鋼鐵、煤炭等行業產能過剩情況嚴重，內地經濟仍面臨巨大挑戰。筆者預計，本次「兩會」的核心議題將是深化體制改革、增強經濟動力及推動供給側改革等，相信會後將有更多細節措施出台，值得關注。

穩增長無疑是當前中央最主要的目標，預計今年GDP增速目標將為6.5%左右。雖然經濟增長目標下調，但要實現該目標仍面臨巨大挑戰，需要有一系列的財政或貨幣政策相配合。其中，簡政放權及財稅改革是焦點之一。簡政放權，降低制度性交易成本，同時擴大營改增(營業稅改徵增值稅)試點範圍，均有助降低企業的經營成本。對應地，財政收入減少、政府支出增加，內地財政赤字或會由2015年的2.3%提升至3%左右，惟對比其他國家，仍屬偏低水平。

## 深化供給側改革 政策續寬鬆

供給側改革是今年改革核心之一。包括房地產、鋼鐵、水泥、煤炭等行業均呈現嚴重供過於求問題，嚴重拖累經

寬政策，對刺激全球經濟及資產的影響力較細。

聯儲局自金融海嘯後推出的量寬措施，於大約兩年前停止使用後，於去年12月更啟動近十年以來首次的加息行動。由於以往全球央行未曾使用過量寬措施，今次是全球首次經歷在量寬後緊縮貨幣政策，值得留意對市場波動性所帶來的影響。另一個問題在於，歐洲及日本等多國央行實施負利率措施，令美國與其他貨幣的息差進一步擴大，對環球金融市場的影響可能更為明顯。

## 歐日央行3月或再推措施

在全球經濟放緩下，國基會已經下調今年全球經濟增長預測。當中，歐洲及日本的經濟情況有轉差的風險。雖然兩國已實施負利率措施，但似乎對資產價格的影響，較市場預期為差。況且，今年以來，投資者以避險為首選，而每當避險情緒升溫，資金會流向日圓，令日圓匯價上升，但與日本政府及央行的希望背道而馳。因此，預料歐洲央行及日本央行將會於3月的會議後，宣佈新的貨幣政策措施。同時，聯儲局亦會於3月中議息，而聯儲局將會發佈新的利率預測點陣圖、經濟預測及主席耶倫將會召開記招。由於美國近期的通脹有所升溫，若本周公佈的就業數據較預期理想，將增加聯儲局6月加息的機會。

雖然美元匯價早前出現回落，但隨著近期公佈的美國經濟數據優於市場預期，令6月份加息機會升至三成，美元匯價再度回升。因此，預料美元走勢仍強於其他貨幣。至於其他資產方面，黃金及日圓仍屬避險之選。黃金方面，除了買賣金外，投資者亦可留意黃金ETF，分別是SPDR黃金ETF(02840)及價值黃金ETF(03081)。

濟表現。以內房為例，據統計局數據，2015年全年內地商品房銷售面積為1.28億平方米，同比增加6.5%，但截至2015年底內地商品房待售面積卻增至71,853萬平方米，同比上升15.6%，庫存不跌反升，三四線城市房地產去化壓力巨大。除了幾大一線城市及三亞外，近期不少省市已祭出組合拳，如放寬購房條件、降低首付比率及按揭利率等，來推動樓市去庫存，預計該趨勢將會貫穿今年全年。

## 料加大創新創業財政扶持力度

為配合供給側改革及刺激經濟增長，積極的財政政策及寬鬆的貨幣政策也必不可少。增加財政支出，預計將圍繞提升對創新創業的扶持力度，支持「中國智能製造2025」相關行業發展，以及增加基建、高鐵的投資力度等方面。貨幣政策方面，兩會前人行突然降準，並表示穩健的貨幣政策將「略偏寬鬆」。明顯地，今年內地貨幣政策將會傾向寬鬆，惟考慮到人民幣貶值等因素，預計寬鬆節奏不會太快，寬鬆力度也視經濟表現有所調整。

今年是「十三五」規劃的開局之年，國內外經濟形勢均不容樂觀。避免經濟硬着陸的同時，實現穩增長及經濟結構轉型，是中央政府今年的主要目標。積極的財政及貨幣政策，有助推進供給側改革，淘汰落後產能，推動製造業轉型升級。今年「兩會」議題眾多，但大部分都是延續上年的問題，新議題較少，屬於攻堅的一年，預計會後將會公佈更多細節，值得留意。

## 甲廈租金企穩 業主多惜售

筆者料內地企到港購入優質廈廈之例子將陸續有來，起碼在港購固定資產不會受到如歐美的政治封殺，另外，香港市區甲級商廈空置率低，就算近期經濟稍回落，甲廈租金仍然企穩，對坐擁巨資，但要追求保本保值兼有穩定租金回報的社保基金及公積金等機構，港甲廈不失為理想的投資對象；另外，香港作為國際城市，很多國企及大型民企都想在港插旗，擁有自家品牌的市中心地區總部大廈作為標誌，但這些現成甲廈業主惜售如玉如金，不會輕易割愛，形成稍有訊息某盤源放售，便會引起各方潛在買家注目。

筆者近日碰上某國際代理行高層，他說本港樓市回軟，但全幢商廈仍將受到追捧，就算市分層商廈亦可看高一線。政府今年度在東九龍新商業中心區將推出多幅商業用地，看來發展局亦看準甲級商廈的需求強勁，加推商業用地應市。料推出招標時，亦會受到市場關注，入標競投者亦將為數不少。

# 消化負面消息 風險資產反彈

永豐金融集團研究部主管

涂國彬

百家觀點

近日，有恐慌指數之稱的VIX，從2月11日高點30.9水平一路下跌，本周三(3月2日)已跌至17水平，這可一點不是意外。

最主要因素是美國經濟數據改善，令貨幣政策預期不確定性減弱，而美元升值的負面影響也開始消退。自從去年底靴子落地，美國加息道路便不穩。經濟數據疲弱，環球市場巨震，美聯儲不得不重新評估，耶倫本身亦不排除負利率的可能性，加息步伐自然不明朗，投資者不安可以理解。

## 今公佈非農數據惹憧憬

但近日，2月下旬，美國經濟數據回暖，幾個重要數據有驚喜地走高，CPI達1.4%，遠高於前值0.7%和預期1.3%；GDP達1%，數據明顯好於預期。ISM製造業出現增長，個人消費和支出上升。最新的ADP就業變動同樣造好，而ADP數據通常被視為非農報告的風向標，其表現令人對周五(4日)公佈的非農有更多憧憬。正如揭皮書所說，美國大多數地區經濟活動擴張，勞動力市場持續好轉。

如此這樣，美債擴大跌幅，風險偏好減少來自避險的國債需求。原本受打擊的加息預期，又有提振。美債指數從2月中下旬開始觸底反彈，截至目前，漲近2.7%，企穩98，美元再次強勢的預期重啟。當然，美國各地區和行業發展不平衡，外圍波動令其無法獨善其身，仍需耐心等待非農報告，以及3月議息會議的指引。

不得不說的是油價。一度，油價和股市存在着非常高相關性，甚至被當作經濟前景指向標。低迷的油市近期出現變化，受壓的產油國終於鬆口，尤其是沙特和俄羅斯先宣佈凍產，後又準備3月召開會議再商討，向市場釋放積極信號，當然，要他們減產，從現階段來看是不可能，且不能忽略剛回油市的伊朗，亦未必肯妥協。即使凍產，供應過剩問題依舊嚴峻，難在短期內解決。這樣一來，油價上行空間有限，不過，走勢倒穩，全球投資者可略喘口氣，畢竟油價走穩，油股造好可帶動股市上揚。

## 基本面未改善不宜輕視

當然，風險因素仍存在。歐元區疲弱，亟待放水。英恐脫歐，造成恐慌。日本負利率，恐引起競相貶值。中國重要轉型期，經濟下行壓力大。不過，近日人行意外降準，加上「兩會」利好，市場氣氛轉好，和外圍市場氣氛相得益彰，互相提振。不過，在樂觀氛圍裡，依舊要居安思危，畢竟宏觀基本面問題，實則沒太大改善，部分市場表現有超跌反彈的意味，難斷言就此開啟大升浪。

說到此段日子中受益頗多的，應算是黃金。進入2016年至今，累計升幅近17%，從每盎司1,060美元水平一路最高升至1,260美元水平。不過，隨著避險情緒回落，黃金並未回吐太多，始終守住1,200美元，從2月中旬開始，在1,200美元至1,250美元區間內徘徊。

總的來說，進入2016年，全球市場一度特別恐慌，經濟前景堪憂，各類風險資產遭拋售。不過隨著負面消息的不斷消化，避險情緒回落，各類資產得以調整。



油價近期走勢回穩，全球投資者總算略喘口氣，畢竟油價走穩，油股造好可帶動股市上揚。圖為沙特的煉油廠。資料圖片

# 供給側改革乃產能輸出重要手段

興證國際證券客戶投資組副總裁

何世浩

上證指數前日午後最多曾跌4.7%至2,638點，收市跌79點或2.9%，報2,687點，失守2,700點關口。創業板指數跌幅尤其顯著，失守1,900關口，收市跌134點或6.7%，報1,880點。收市後傍晚央行決定自2016年3月1日起，普遍下調金融機構人民幣存款準備金率0.5個百分點，以保持金融體系流動性合理充裕，引導貨幣信貸平穩適度增長，為供給側結構性改革營造適宜的貨幣金融環境。

稍後，廣東省政府公佈，《廣東省供給側結構性改革總體方案(2016年-2018年)》及《廣東省供給側結構性改革去產能行動計劃(2016年-2018年)》等文件印發。方案強調，着力化解房地產庫存，促進房地產健康發展。加快農業轉移人口市民化，深化住房制度改革，擴大住房有效需求，打通供能通道，逐步消化房地產庫存。

方案亦要求，推進「殭屍企業」分類處置，鼓勵非國有資本依法參與國有「殭屍企業」改制重組；加快淘汰落後產能；積極化解嚴重過剩產能；推動珠三角地區產業梯度轉移，出台粵東西北產業園區發展「十三五」規劃，加強產業轉移總體布局；積極參與「一帶一路」沿線國家交

通、能源、電信、公共服務等重大基礎設施項目建設，加快推進珠海—巴基斯坦瓜達爾港等一批合作項目。

同晚推出了兩個針對「供給側結構性改革」的措施，可見此為中央政策重中之重。金融海嘯後，08年的4萬億基建是典型的刺激需求，讓民眾去消費；國家主導大規模投資基建，鼓勵房地產發展，效果當然立竿見影。但後來政府人為的創造需求，使供給方(企業生產)不符合市場規律而盲目擴大，產生了嚴重的產能過剩；同時，一些落後瀕死的產業在政府的幫扶下苟延殘喘，造成產業結構不合理。針對產能過剩提出的所謂「供給側結構性改革」，就是對產業端的改革—淘汰落後產能、培育新興產業，還有相關的制度建設。

先說落後產能。淘汰尤其是國企就意味着大量工人下崗。這方面其實做的不多，因為中央領導層推出的另一招——產能輸出。像什麼「一帶一路」、「海上絲綢之路」、人民幣加入SDR等都是為了把內地的過剩產能輸出去。然後是新興產業。這當然是李克強總理說的大眾創業、萬眾創新、「互聯網+」，當然還是國企那部分。這兩年的所謂國企改革，很多都是利用合併形成寡頭，如南北車的合併，航運集團合併等，從而成為對外競爭的重要工具。

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。