

中國離「流動性陷阱」有多遠？

沈建光、張明明 京東金融

在去槓桿和財政緊縮的背景之下，今年以來，中國經濟出現明顯下滑態勢，消費低迷，投資不振。面對這一情況，內地貨幣政策在第三季度迎來邊際調整，從去槓桿轉為穩槓桿，市場利率相較於上半年大幅下行。

與此同時，貨幣政策寬鬆似乎並未帶動寬信用的出現，雖然市場流動性得到緩解，但資金仍在銀行間淤積，並未流向實體經濟。體現在近期央行重啟正回購、政策利率與市場利率出現倒掛、信貸增長遠無法對沖社融萎縮等諸多方面。

銀行放貸意願不足

流動性充裕但銀行放貸意願不足，有觀點將其解釋為貨幣政策時滯。但我們認為，近年來有關貨幣政策有效性下降的討論已經時而有之，時滯並非主要原因，其實反映了內地一些內在的經濟結構性矛盾。

即便管流動性緊張的局面得到了緩解，銀行間資金市場也呈現出流動性充裕的跡象，但由於諸多企業債務負擔較重，利息成本增加，盈利能力下降，實體經濟貸款需求疲軟。

與此同時，銀行以往更加青睞於將信貸資源配置在房地產與融資平台，考慮到當前房地產項目信貸受限，基建投資雖然資金需求旺盛，但地方債務負擔加重，且項目投資回報週期長，當前銀行風險偏好仍然較低。

經濟增長潛力仍高

與此同時，當前內地貨幣政策有效性遞減讓越來越多的人擔心中國是否會向上個世紀90年代日本一樣，最終陷入「流動性陷阱」。其實當前的中國與陷入流動性陷阱之前的日本在宏觀層面有不少相似之處，包括從高速增長向中高速增長轉化、流動性整體充裕、股票市場不

景氣、殭屍企業大量存在、老齡化日益嚴重、房地產泡沫集聚、銀行壞賬率提高、面臨與美國貿易戰的外部困擾等，值得保持警惕。

當然，也有許多不同，包括對貿易戰的反應不同；中國已經開始去槓桿與去產能政策，且已經顯示出「二次入世」的意願；中國也沒有出現類似於日本的「產業空心化」的現象等等，中日未必出現同樣結果。

我們認為，儘管內地當前雖然面臨不少挑戰，但其經濟的增長潛力仍要優於當時日本，內地結構性問題解決不能依靠貨幣政策，如能通過加快供給側改革，從處理殭屍企業、依靠市場力量促進國企和民企公平競爭、改善投資環境、降低企業稅負、提高居民社會保障、建立健全房地產長效機制等方面著手，有望避免重蹈日本覆轍，防止陷入流動性陷阱。

2017年中國與1990年代日本對比

	1990年代日本	2017年中國
人口	1.250億	13.9億
經濟總量	相當於當時美國GDP的54%	相當於當前美國GDP的63.2%
經濟增長	過去35年平均6.5%	過去40年年均9.5%
基礎設施	通過政府基礎設施支出避免經濟蕭條；如「橋樑無處不在」；「子彈頭」發展迅速。	金融危機以來，中國政府加大了高鐵、公路、跨海大橋等基礎設施投資，協調區域發展。
出口	1987年，日本經常項目佔GDP比重4.3%；1985年廣場協議後，日圓升值加速。	中國經常項目佔GDP比重2008年達到頂峰為10.6%，其後下降。2016年，該佔比降至1.8%。近期，人民幣存在貶值壓力。
消費	1990年，日本消費對增長貢獻為53%，當時西方國家普遍為70%。	中國最終消費支出貢獻率逐步提升，2017年對經濟增長的平均貢獻率達到56.8%。
儲蓄	1990年，日本居民儲蓄佔收入的10%。	中國居民儲蓄佔收入的23%。
債務	日本企業與銀行業深受高債務負擔、降低企業稅負、提高居民社會保障、建立健全房地產長效機制等方面著手，有望避免重蹈日本覆轍，防止陷入流動性陷阱。	金融危機之後，國有銀行加大貸款，地方隱形債務大量擴張。
發展水平	日本居民人均產出相當於美國的83%。	中國居民人均產出僅相當於美國的15%。

美經濟佔優 加息大概率

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

面對貿易戰升溫和白宮內部風險，令全球市場都感不安。但美國經濟增長，相對其他國家，始終擁有優勢，美元資產方面，無論基本盤還是避險性，都繼續受到投資者追捧。

美元資產保持強勢

美國第二季GDP上修至4.2%，為自2014年第三季度以來最快增速。8月ISM製造業指數創2004年5月以來的新高，大幅超出預期。雖然小非農不樂觀，但上周五公佈的非農數據，卻是意外強勁，預期是19萬人，實際為20.1萬。薪資增長讓人眼前一亮，平均時薪同比增加2.9%，超過預期，創下2009年6月以來最大增幅。失業率處於歷史低位。本周JOLTS職位空缺等數據，繼續顯示勞動力市場健康樂觀。整體來看，美國經濟數據向好，部分數據更超出普遍預期，這是非常強勁的信號。

貿易戰暫構成影響

雖然特朗普分別和中國、歐盟、俄羅斯等關係緊張，但經濟暫沒受到太大影響，儘管可能在未來體現，但目前還是拉大與其他國家的差距。這也是美聯儲保持加息步伐的最重要基礎。尤其非農後，美聯儲多位大員發聲，表示應該持續加息。

實際上，本月底加息概率，原本已相當高，超過九成，有了上周五非農數據加持，更幾乎沒懸念，逼近100%。不過，投資者更主要是等9月底會議上，決策者能否對12月以及未來貨幣政策有所展望，給市場帶來方向。從最近幾次美聯儲主席發言來看，還是偏向穩步加息為主，並沒改變既定步伐。

如此一來，美匯指數從4月下旬開始加速走高，再加上避險資金推動，美元相對其他貨幣更受追捧，直接影響到金價從1,360高位回落，一度考驗



■美國經濟增長，相對其他國家，始終擁有優勢，美元資產繼續受到投資者追捧。圖為大批遊客在美國紐約時報廣場觀光。

1,160支持。

英日均現樂觀信號

英國近期公佈的經濟數據，顯示經濟增長重拾動能，5月至7月三個月內，季度GDP增速高於預期，平均收入增加，失業率穩定在較低水平，加上脫歐有望在6-8周內達成協議，英鎊雖然從4月高位回落，但8月中開始止跌反彈，這幾日上行動能明顯增強，升穿50日線，重返1.3水平樓上。

相比之下，歐洲當前經濟不穩，歐元區工業生產意外下降，二季度GDP增速放緩，貿易問題影響進一步顯現。市場等待歐央行態度，預計下調經濟展

望。歐元從4月下旬開始隨著美元走高而回落，8月中甚至跌破1.14水平，最近重新圍繞1.16上落，1.18是短期阻力。

日本經濟有些樂觀信號。二季度經濟增長回升，GDP年化季環比3%，創九個季度以來的新高，資本支出和民間需求拉動經濟增長，和一季度的經濟狀況相比，有明顯改善。8月經濟景氣觀測指標升至48.7，核心機械訂單意外強勁。不過，日央行行長在本月初表示，將在很長一段時間不加息，認為2023年前，通脹可達標2%。再者，特朗普或對日本開刀，威脅無法達成貿易協議，將面臨大問題。以上種種，都成為日央行改變貨幣政策的顧慮。

貿易爭端仍為市場焦點

Kristina Hooper 景順首席環球市場策略師

美國總統特朗普宣佈準備向中國商品徵收2,670億美元的關稅。無論公司能否將這額外成本轉嫁給消費者，兩種情況皆非理想，因為此削弱消費者的購買力，亦可能影響公司的邊際利潤。投資者應該了解貿易形勢有可能惡化，尤其是特朗普已經提出，在美國與其重要貿易夥伴的持續貿易糾紛中，日本亦將會是目標之一。

新興市場承受最大壓力

新興市場首當其衝，這是源於國家自身困境和來自美國（主要是聯儲局）的壓力。這種情況可能會持續下去，至少直至聯儲局9月預期的加息之前。防禦力最弱

的國家將繼續承受最大壓力，例如土耳其和阿根廷。

聯儲局12月未必再加息

雖然聯儲局料將在9月份加息，但由於當局一直關注利率曲線倒掛的可能性，因此12月未必再度加息。聯儲局亦可能更認真發揮其穩定金融市場的角色。鑑於美元強勢有機會引發新興市場震盪，當局或將重新審視其資產負債表正常化計劃，又或採取力度較輕的緊縮措施。

美國的貿易政策及制裁措施可能會導致各國放棄美元並尋找另一儲備貨幣作代替。雖然此情況在短期內未必出現，但這或會為美國資本市場構成壓力。



■特朗普已經提出，在美國與其重要貿易夥伴的持續貿易糾紛中，日本亦將會是目標之一。

資料圖片

降成本政策落實 短線利淡建材板塊

康證投資研究部

中國工業生產者出廠價格-全部工業(年比)



內地水泥價格走勢



近來不少早前熱炒的板塊因內地政策變動而受到衝擊，手遊企業面對當局加強監管，降低了遊戲的變現能力；司法部就《民辦教育促進法》修訂徵求意見，觸發教育股急瀉。

國務院總理李克強表示必須嚴格監管食品及藥品，新的藥物採購制度促使企業主動降價，引致醫藥股普遍受壓。

最近內地傳媒報道，發改委關注建材價格暴漲形勢，派員到各協會進行調研，擬加強市場調節監管，消息拖累水泥及鋼材板塊全線下挫。

內地當局加強部分產業監管，長遠或會改善民生及行業整體經營環境，然而短線對相關股份帶來衝擊不容忽視。

國家統計局公佈，8月份全國居民消費價

格指數(CPI)按年上升2.3%，較市場預期的2.2%略高，7月升幅為2.1%。CPI升幅擴大主要因內地受到極端天氣及豬瘟疫情影響，推升食品價格，預期季節性因素仍會持續至9月份。8月份生產者出廠價格指數(PPI)上升4.1%，雖然略高於市場預算的4%，但升幅已經連續兩個月收窄，情況令人關注，因為PPI漲幅放緩代表工業品生產商的利潤受

壓，加上預期內地政府將加大降成本的力度，PPI漲幅或會繼續受壓，投資者需密切注意數據的走勢。

行業受惠內地房地產升溫

內地建材價格自2016年年初進入上升軌道，乃受到環保政策、供給側改革及房地產市場需求所帶動。內地當局近年致力推動環保實行「藍天保衛戰」，水泥及鋼材等重工業進行錯峰生產，大幅消滅污染物排放量，降低工業大氣污染對環境空氣造成的影響。

十八大以來供給側改革帶來成效，推動工業結構調整和轉型升級，使落後的產能退出市場，導致整體水泥及鋼材供應增長放緩。另外行業受惠於內地房地產升溫，市場對建材的需求持續增長。

然而這些帶動建材價格拉升的催化劑漸見失效，首先因當局大力壓抑樓市，內房銷售

逐漸降溫，近月一二線城市的土地拍賣多次出現流拍，三四線城市的樓價及銷售放緩，整體樓市降溫令發展商減慢開發步伐，因而削弱對建材的需求。

價格拉升催化劑漸見失效

另外，生態環境部下發的環保政策方案，在限產措施上有所放寬，或取消限產比例要求，市場憂慮或會令鋼鐵及焦煤供應增加，拖累相關商品期貨急跌。

增持現金或換馬天然氣股

內地傳媒報道，國家發改委等部門將於下半年，加大降成本政策的落實力度，此舉與上述發改委擬監管建材價格的方向一致，如當局落實進一步降低生產成本，勢將波及其他行業，例如基本金屬、水泥及化工等，建議趁反彈減持相關股份，增加現金水平或換碼至天然氣板塊。

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。