

# 中國央行全面降準 全球寬鬆預期升溫

全球觀察

胡文洲 中銀國際首席策略分析師

上周，國務院常務會議釋放重大積極政策信號，商務部表示10月初在華盛頓舉行第十三輪中美經貿高級別磋商並將力爭改善取得實質性進展。疊加香港地緣風險下降，投資者預期明顯改善，港股市大幅反彈。回顧上行情，恒生指數上漲3.76%，收於26,691點，國企指數上漲3.45%，收於10,431點，港股日均成交金額為862.1億港元，較前周小幅下降，南向資金淨流入78億元（人民幣，下同）。

行業板塊方面，上周多數板塊上漲。其中，資訊科技業上漲5.29%，表現最好，主要是由於中美貿易摩擦擔憂有所緩解推動前期跌幅較大的科技及手機產業鏈股大幅反彈；工業和金融業也表現較好，分別上漲4.52%和4.09%；公用事業下跌0.62%，表現最差，主要是由於防禦類板塊通常在投資者風險偏好上升的情況下會跑輸大盤；消費品製造業上漲2.32%，電訊業上漲2.58%，表現均差於大盤。

## 逆周期調節力度將加大

在當前外部環境更趨複雜嚴峻、內地經濟

下行壓力加大的背景下，9月4日召開的國務院常務會議釋放出全面降準和降低實際利率的重大積極政策信號，有利於改善實體企業和資本市場信心。本次國務院常務會議提出，堅持實施穩健貨幣政策，並適時預調微調，落實降低實際利率水平措施，及時運用普遍降準和定向降準等工具，引導金融機構將資金更多用於普惠金融，加大對實體經濟支持力度。

上周五晚，中國央行宣佈全面降準及定向降準，以進一步支持實體經濟發展，降低社會融資實際成本。本次降準釋放長期資金約9,000億元，其中全面降準釋放資金約8,000億元，定向降準釋放資金約1,000億元。

筆者認為，未來內地逆周期政策力度將加大。2019年第二季度以來，隨着房價上漲預期和宏觀槓桿率再度上升，房地產政策和流動性略有收緊，疊加中美貿易摩擦進一步升級，內地經濟下行壓力有所增加，GDP增速由第一季度的6.4%降至第二季度的6.2%。同時，個別中小銀行爆發的局部風險

事件也引發金融市場避險情緒上升，小型金融機構融資條件趨緊，進而導致局部廣義信貸收縮，M2同比增速由第一季度末的8.6%降至7月末的8.1%。

本次國務院常務會議召開兩天後，中國人民銀行宣佈全面降準及定向降準，加上近期人民銀行改革貸款利率定價機制，預示着今後逆周期調節政策力度將加大，2019年貨幣政策或將更加靈活並進一步溫和放鬆，未來央行可能通過公開市場操作、降準降息、完善利率定價機制等方式，以進一步改善流動性投放，完善貨幣政策傳導機制，降低局部信用風險，這將有利於提升投資者信心。同時，針對投資下行壓力，內地政府可能擴大地方專項債使用範圍或允許部分明年額度提前至今年使用，鼓勵銀行繼續對在建項目融資，穩定基礎設施投資，加快5G等新技術商用化進程，促進新基建投資增長。

## 美聯儲9月大概率減息

全球寬鬆預期升溫，全球央行開啟新一輪

降息周期。2019年，在國際貿易摩擦加劇、地緣政治不穩定因素增多以及全球經濟下行壓力加大的背景下，美聯儲持續釋放較為強烈的鴿派政策信號，推動全球無風險利率下行。數據顯示，2019年以來，全球範圍內已經超過20家央行宣佈降息。在美聯儲8月1日宣佈降息25個基點，將聯邦基金利率目標區間下調至2%至2.25%之後，又有多个國家央行宣佈跟進降息。

美國勞工部上周五公佈的8月非農就業報告顯示，8月非農就業人數新增13萬人，低於預期的15.8萬人，而且6至7月非農就業人數合計下調2萬人，疊加8月平均每月小時工資增速仍不高，表明美國勞動力市場正在放緩，通脹壓力下降，美國經濟下行風險加大。筆者認為，在經歷長達近10年的經濟擴張後，隨着貿易摩擦的政策成本顯現，第一輪稅改的刺激作用逐步消退，以及全球經濟增長下行風險增加，2019年至2020年美國經濟增長或將明顯放緩，甚至可能陷入衰退。因此，美聯儲或將進入新一輪降息周期，今年9月大概率將再次減息。

## 美經濟衰退或有利港股

筆者認為，中美之間很難在不損傷本國利益的情況下通過貿易戰來遏制對方，中

美貿易摩擦升級必導致兩敗俱傷，最終以刺破美股牛市高估值泡沫和結束美國經濟擴張周期收場。截至2019年8月，美股牛市持續了125個月，已成為美國歷史上持續時間最長的牛市。從歷史經驗看，美股牛市結束大多源於經濟衰退，比如2001年的互聯網泡沫破裂和2007至2008年全球金融危機。美國作為全球經濟金融系統最重要的參與者，一旦美國經濟金融出現危機，將引發全球經濟金融的大幅調整和波動，部分基本面脆弱的新興市場國家可能會出現貨幣危機或債務危機，香港金融市場也將面臨較大風險。

不過，對於香港股票市場而言，美國經濟下行壓力加大甚至衰退風險上升不一定是利空因素，因為這可能意味着中美貿易摩擦升級和地緣政治惡化的風險將有所緩和。當前香港股票市場存在一定的內生穩定性，港股經歷了近期的下跌，估值又處於歷史底部區域，而且仍然是全球主要股票市場中的估值窪地，港股長期投資價值更加凸顯。

(本文为作者個人觀點，其不構成且也無意構成任何金融或投資建議。本文任何內容不構成任何契約或承諾，也不應將其作為任何契約或承諾。)

# 利淡暫主導 留意美議息

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

全球金融市場的焦點，一直集中在利淡因素，畢竟去年至今，由全球貿易格局轉變引起的實體經濟放緩擔憂一直未除，而各地央行已相繼把貨幣政策轉向，去作好準備，大家嚴陣以待，就是衰退一旦來臨，適逢全球經濟由十年前金融海嘯復甦多年後，周期上正好是衰退的時機，更要小心應對，所以，對於經濟數據，重視非常。

最新數據顯示，勞動力市場的情況並非一面倒，數據所見是壞壞不一。一方面，非農數據不及預期，但失業率仍維持在3.7%，時薪高於預期。

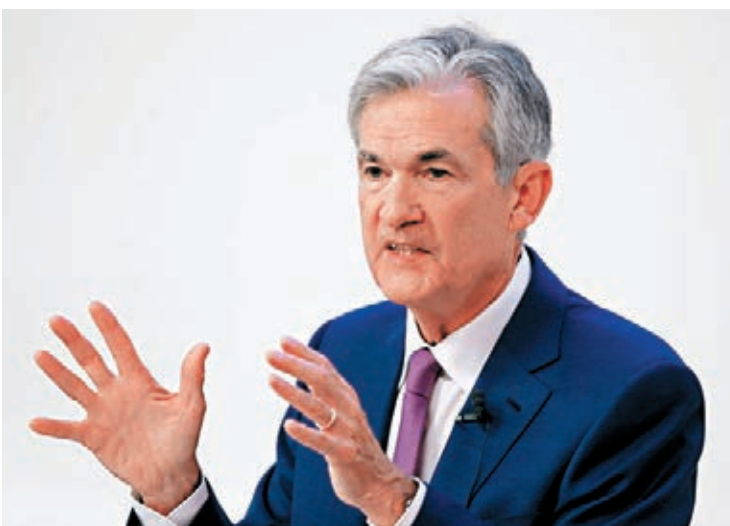
美聯儲主席鮑威爾認為，這次的非農報告反映了就業市場強勁，並強調美國經濟仍處於良好狀態，並不預期經濟將陷入衰退。這樣一來，投資者自然更期待，在9月的第三周美聯儲議息會議上，決策者對於經濟前景和貨幣政策的態度如何。外界認為減息機會不低，但對比7月底時的一面倒，反而有點減退。

## 貴金屬價格回吐

是的，這可見諸於金價表現反覆。9月4日和5日一度突破1,550美元一線，但其後就從高位回落，9月6日更是進一步下探，已經失守5、10和20日線，測試1,500美元水平的支持，已

經連續下跌兩周。白銀亦結束四周連陽，跟隨黃金從9月5日開始回吐漲幅，目前測試18美元，關注20日線的支持。鉑金從8月底開始加速走高，近日亦從高位回落，9月6日曾低見929.5美元，最終收在958.5美元，但仍錄得三周連陽。短線貴金屬均需要不同程度的調整，後市還要看各央行決定，只要寬鬆的趨勢不變，金銀的上行趨勢不會變。

值得留意，上述數據之後，美匯指數波幅擴大。8月的最後一周動能明顯增強，9月3日一度高見99.37，創新高。但隨後又從最高點回落，尤其是9月5日和6日日內波幅較大，均一度回落至98附近支持，尾盤又反彈回來。目前，美匯指數已經連續下跌三日，全周累積0.53%的跌幅。顯然，投資者不宜單純以為金價一定與美匯呈反向



美聯儲主席鮑威爾認為，非農報告反映了就業市場強勁，並強調美國經濟仍處於良好狀態。路透社

關係。歐元續窄幅震盪

另一邊廂，歐央行議息會議是本周的重點，市場對於本周減息的預期穩定在100%概率，並期待有更多刺激經濟的措施出台。歐元在9月3日從最低位反彈，目前重新回到1.11關口，在歐央行宣佈之前是窄幅波動，屆時看歐央行政策的力度，歐元波幅擴大，但整體仍是下行趨勢。

## 油價65美元受阻

當然，對於實體經濟，具有前瞻性質的，還有油價的走勢。需求方面，經濟下行壓力的全球經濟之下，短線縱有利好消息，即10月談判重啟云云，但實際上不確定性仍然很高，油價或屆時又將擴大波幅。供給方面，好淡消息不一：好的有庫存減幅超预期，美國鑽油數量連續下滑三周；不好的有俄羅斯產量高出約定等。如此一來，油價短線反彈，但恐怕上行動能未必充足，其中需求擔憂繼續是重點，仍然是在區間上下，上方65美元阻力仍大。

(筆者為證監會持牌人士，無持有或涉股份之財務權益。)

# 中國未來料續推支持性貨幣政策

曲天石 彭博經濟學家

中國央行宣佈的降準幅度超出市場預期。除了預期中的普遍降準50個基點，央行還為符合條件的地方銀行定向降準100個基點。通過這些，中國央行表現出支持增長的強烈意願。

中國央行的行動響應了國務院的號召。筆者現在預計未來幾個季度會有更多支持性的貨幣政策。特別是，今年還可能再次普遍降準50個基點，並在2020年上半年進一步下調。中國央行也可能降低中期借貸便利的利率。現在成為銀行貸款主要參考的貸款市場報價利率

(LPR)也可能走低。

降準預計將向經濟注入約9,000億元(人民幣，下同)的流動性，應直接有利於政府債券和公司債券，還應有助於改善整體經濟情緒。也就是說，由於外部不利因素仍然居高不下，銀行的風險偏好可能尚未顯著提振。

## 人民幣貶值空間偏小

對人民幣匯率的影響應該是有限的，雖然可能會增加一些貶值壓力。人民幣在過去幾周顯著走弱，進一步貶值的空

間較小。鑒於當局對潛在資產泡沫的擔憂，筆者認為監管機構可能加強對與房地產相關貸款的監管。

一個問題是，寬鬆政策在多大程度上可以使最需要支持的小公司受益。正如本周早些時候國務院副總理劉鶴所強調的那樣，筆者期望當局在這方面做出更多努力。

中國央行此舉是對內地經濟成長和信貸擴張放緩的反應。內地的工業增加值7月份同比增長

4.8%，為17年來的最低水平。工業品出廠價格7月份同比下降0.3%，進入通縮狀態，對企業利潤構成壓力。

M2廣義貨幣供應量7月份同比增長8.1%，不及6月份的8.5%。更重要的是，銀行的資產負債表縮減，總資產從6月的274萬億元降至273萬億元。

與此同時，中國央行也獲得了更多貨幣寬鬆的空間，因為美國和中國10年期國債殖利率之差徘徊在2018年以來的最高水平附近。人民幣貶值也使中國央行有更大的貨幣政策靈活性。

# 國常會後迅速降準開啟新一輪全面寬鬆

沈建光 京東數字科技首席經濟學家

9月6日，央行在國常會後迅速宣佈實施全面降準，開啟了新一輪全面寬鬆，這與筆者近日接受媒體採訪時做出的「本周末或會降準」的判斷一致。

## (一)降準符合國常會後預期

儘管動作之迅速可能超出市場預期，但本次降準並不令人意外。回顧之前，從7月30日政治局會議的「緊縮適度」，到8月2日央行下半年工作視會議的「預調微調」，再到8月16日國常會的「推動實際利率水平明顯降低」，9月4日國常會則直接提到「及時運用普遍降準和定向降準等政策工具」，近期高層對於貨幣政策的表述呈現出了較為清晰的變化，整體基調已呈逐步寬鬆。

而歷史來看，國常會後的降準概率本就很大。筆者統計了2014年以來的13次降準(含定向降準)，國常會預先提及的共有四次(2014年4月16日、2014年5月30日、2017年9月28日和2018年6月20日)，此後2至10天內央行均宣佈降準。

## (二)釋放資金助逆周期調控

從央行公告內容來看，一方面全面下調金融機構存款準備金率0.5個百分點(不含財務公司、金融租賃公司和汽車金融公司)，另一方面兼顧民營、小微企業融資，額外對僅在省級行政區域內經營的城市商業銀行定向下調存款準備金率1個百分點，分兩步實施。全面降準與定向降準相結合，共計釋放長期資金約9,000億元人民幣，規模相對可觀。

就實際經濟情況而言，近期中美磋商波折不斷，談判前景不明仍是短期內影響內地經濟走勢最大的不確定性；內外壓力之下，7月工業生產、社零、基建、製造業、信貸等各項經濟金融數據表現均難言樂觀；8月PMI再次回落，發電煤耗等高頻數據也並未顯示出轉好跡象。在此背景下，通過降準釋放資金、支持實體經濟確有必要。

## (三)降準空間尚無須擔憂

值得注意的是，全面降準的同時，央行仍強調「不搞大水漫灌，注重定向調控」。事

實上，出於防風險和降準空間的考慮，相比過去，當前決策層穩增長手段中對於全面降準的使用已十分謹慎，今年僅使用兩次，頻率已大幅減少。

降準空間方面，危機十年以來內地各類存款金融機構的法定準備金率平均累計下調了8個百分點以上，客觀上講已經下調較多，但考慮目前金融機構的整體2%左右的超儲率之後，中國在國際上仍處於中等水平，基本與美國、歐洲持平，短期內尚無須擔憂空間問題。

## (四)降準之後可以期待「降息」

在筆者看來，數量工具之外，價格工具也要發揮作用，關鍵仍在於引導實際融資成本下行，疏通貨幣政策傳導機制。而8月LPR改革不僅釋放出利率並軌提速的信號，並且已使市場產生了較為強烈的降息預期。

去年以來，央行已運用多種政策工具着力引導實體經濟融資成本下行，但當前疏通貨幣政策傳導機制最後一公里仍未明顯見效。這一點在數據上表現得相對明顯，去年以來相對市場化的利率如10年期國債

收益率、DR007、SHIBOR-3M等均呈現出較為明顯的下行趨勢，而人民幣貸款加權平均利率仍整體走平、僅小幅下降，且主要依靠市場化程度較高的票據融資利率下行帶動。

國際比較來看，當前全球降息周期已經開啟，歐美主要國家國債收益率均呈現下行趨勢，相較而言中國的水平仍然較高，引導利率下行是必然之舉。例如，從一年期國債收益率來看，當前中國為2.6%左右，顯著高於美國的1.7%、日本、德國、法國則均為負值，五年期的表現也大體一致。

在上述背景下，筆者認為未來央行通過下調MLF利率引導貸款利率下行的「降息」方式是比較確定的，值得期待。

## (五)政策兼顧穩增長與防風險

整體看來，自730政治局會議重提「六穩」以來，包括本次降準在內，近期高層的政策表態與部署越發頻繁，在穩增長與防風險兩端全面發力。在筆者看來，密集的逆周期調控政策部署印證了當前經濟下行壓力加大的判斷，是政策面的必然調整，也體現了決策層多措並舉穩經濟、加大逆周期調節力度的決心。

例如，9月4日國常會明確提出提前下達專項債額度、擴大專項債使用範圍，特別強

調專項債資金不得用於土地儲備、房地產、置換債務及可完全商業化運作的產業項目，有望大幅提升提前下達的專項債用於基建的比重，助力基建托底經濟。為應對外部不確定性，近期國辦公佈的「消費20條」提前佈局，着重提及激發內地市場潛力、「拓展出口產品內銷渠道」等內容，長期來看有助於緩解加徵關稅對中國消費品出口的衝擊。

值得關注的是，9月4日國常會後，未來專項債可用作資本金的項目範圍進一步擴大至涉及交通、環保、民生的多個領域，如能源、農林水利、污水垃圾處理、冷鏈物流、水電氣熱、職業教育和託幼、醫療、養老等，結合「消費20條」突出強調對消費流通領域的改造與升級、釋放農村等下沉市場消費潛力的表述，未來物流冷鏈、醫療養老服務等較為突出的基建短板有望加快補齊進度。

此外，防風險也未有絲毫放鬆，在化解包商銀行接管引發市場流動性下降、中小銀行風險擔憂之後，政策面的注意力已回到防範房地產風險上來，730政治局會議首次強調「不將房地產作為短期刺激經濟的手段」，調控也將突出體現在融資政策層面。

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。