

## 降准之後利率與匯率走勢判斷要點

- ❖ 上周我在香港路演時，正值股票市場大跌。資本市場大幅波動，反映當前對內對外兩條戰綫同時受壓的市場避險情緒。對外方面，嚴重誤判中美貿易關係走勢；對內方面，去杠杆進入嚴監管、緊信用的極端時期。兩條戰綫同時作戰，疊加地緣政治和大國外交嚴峻形勢，四面出擊，應接不暇。
- ❖ 貿易戰升級，市場波動之下，預期的降准姍姍來遲。6月24日央行宣布定向降准0.5個百分點，釋放的5000+2000億規模資金用于推動債轉股和支持小微貸款。下調準備金率，是在我國基礎貨幣供應方式發生根本轉變背景下的必然選擇。目前商業銀行的超儲率偏低，貨幣乘數已達理論極限，除了被“放水”輿論綁架之外，降准實在沒有什麼值得爭議的地方，事實上市場已經充分預期，只是來得稍遲了一點。從路演的反饋來看，市場爭議的一個焦點在于利率與匯率的走勢方向，值得仔細推演一番。
- ❖ 我認為，在去杠杆、嚴監管、緊信用的背景下，市場利率已經出現明顯分化，避險情緒導致無風險利率下行，信用利差繼續走闊。究其原因，乃是由于“寬貨幣、嚴信用”的這一怪異政策組合，使得定向降准這種“准市場化”的貨幣政策工具，敵不過“行政化”的去杠杆嚴監管，國債利率下行同時，實體經濟信用緊縮。這一趨勢似乎不會發生明顯改變，也就是說國債利率大概率繼續下行，而信用緊縮由于支持債轉股和小微貸款的定向降准有所緩解，但不會根本改變。預計今年還有一到兩次降准，央行的貨幣政策已經做到極致了，問題不在央行那裏。
- ❖ 關於人民幣匯率走勢的判斷，需要放在“寬貨幣、嚴信用”的政策組合下思考。“寬貨幣”定向降准，（國債）無風險利率下行，附帶的結果是中美十年國債利差收窄；“嚴信用”行政去杠杆，表外融資渠道崩塌，企業紛紛赴海外發行美元債，結匯盤源源不斷涌入國內。這可以解釋為什麼在中美利差收窄的情況下，人民幣匯率在過去半年的表現還算穩定。有種觀點認為，中美利率分道揚鑣，美聯儲加息對人民幣匯率失去牽制作用，這當然是錯誤的理解。當下的情況，一是避險導致國債利率下行，二是結匯盤還沒有出清，人民幣匯率就是在這個邏輯下被定價的。所以，“寬貨幣、嚴信用”的政策力量，在短期內大于中美利差的市場牽制，人民幣將會繼續呈現穩中趨降小幅貶值的格局，年內若下探6.6可能會引起恐慌，畢竟過去兩年絕大多數市場參與者在外匯操作上都做反了，賠了不少。
- ❖ 中國的高杠杆問題是長期積累下來的，過去兩年宏觀杠杆率已經趨于穩定，穩杠杆取得成效。去杠杆應該是一個長期的市場調整過程，“畢其功于一役”的決戰手法，既缺乏經濟理性，更違背市場邏輯。

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：[dinganhua@cmbi.com.hk](mailto:dinganhua@cmbi.com.hk)

## 免責聲明及披露

### 分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

### 招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

### 招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

### 重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律责任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005年(金融推廣)令(“金融服務令”)第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。