

貨幣政策難轉向 中國加息未到時



▲分析認為，中國貨幣政策尚不具備轉向收緊的條件

中新社



交銀觀察

美聯儲如期加息25個基點，將聯邦基金目標利率上調到2%至2.25%區間。根據美聯儲最新公布的經濟展望與利率點陣圖來看，美聯儲持續加息的周期將持續至2020年。面對美國的持續加息，中國要如何應對？特別是在面對貨幣政策獨立性、資本自由流動和固定匯率這三者之間的「蒙代爾不可能三角」問題時，中國應該如何選擇？這些問題都是市場所關心的，也是我們必須去面對的。

交通銀行金融研究中心首席宏觀分析師 唐建偉

如果中國不跟隨美國加息，中美利差收窄的趨勢就將延續，中美利差在明年就可能會出現倒掛。利差的持續收窄甚至轉負無疑將給人民幣匯率帶來較大的貶值壓力。而如果中國央行為維持中美利差處於合適區間，就不得不跟隨美國持續加息，這又意味着中國貨幣政策開始轉向收緊，目前中國貨幣政策是否具備收緊的條件？

中美利差持續收窄

根據美聯儲最新公布的利率展望來看，美聯儲維持2018年加息四次、2019年加息三次、2020年加息一次的預期不變，首次公布的2021年點陣圖表明2020年之後不會加息。從以上利率展望可以看出，美國持續加息的周期仍將持續至少兩年時間，如果中國不跟隨，中美利差收窄的趨勢就將延續，明年就可能會出現利率倒掛。

中美利差分長端和短端兩種：長端利差是指兩國10年期國債收益率的利差，短端則是兩國貨幣市場利率的利差。

長端利差方面：目前中國10年期國債收益率為3.67%，美國10年期國債收益率則是3.06%，利差在60個基點左右，如果後續美國加息完全反映到長端，而中國不跟隨加息，則基於目前兩國的利差水平，還可以容納兩次加息的衝擊（今年12月和2019年的一次），然後才有轉負的可能。短端利差方面：目前中美之間短端利差只有50個基點左右，9月份美聯儲加息之後，如果中國央行不跟隨加息，則短端利差會進一步收斂到30個基點以內，這樣僅可再容納一次左右（今年12月）的加息衝擊，到2019年，如果美國再加息，兩國的短端利差就可能轉負。

即使中國央行跟隨美國加息而小幅

上調國內公開市場操作利率，也不足以緩解中美兩國利差縮小的局面。目前，中美兩國的短端利差已經跌出中國央行行長易綱所講的80至100個基點的合理區間，此時為了穩定利差，跟隨加息5至10個基點意義並不大，而如果同等幅度跟隨則需要上調25個基點，且後續每次美國加息都需要同等幅度跟隨，這就意味中國貨幣政策轉向收緊。目前而言，中國貨幣政策並不具備這樣跟隨的基礎。

通脹壓力整體可控

筆者認為目前中國貨幣政策還不具備轉向的條件：

一是回顧歷次中國貨幣政策的操作周期會發現，每次貨幣政策的持續收緊都與經濟增長處於較高水平且持續上行作為必要條件，同時還伴隨著通脹水平的持續走高。目前來看，兩個條件都不具備。首先，從國內基本情況來看，與美國經濟的強勁增長相比，中國經濟仍面臨下行壓力，而為了保持合理充裕的流動性環境，給實體經濟提供融資支持，未來或需要通過定向降準等適度寬鬆措施來實現穩增長的目標。其次，目前物價運行整體平穩，通脹壓力並不大，並沒有到需要通過收緊貨幣政策來防通脹的地步。今年前八個月，中國消費者物價指數（CPI）同比平均2%，近期雖有所走高，但全年預計也將維持在2%至2.5%的區間，肯定不會超過3%的政府目標。

二是從保持貨幣政策獨立性的角度來看，中國貨幣政策也不應簡單跟隨美國收緊。中美兩國目前處於不同的經濟周期，美國之所以持續加息縮表是因為其經濟增長強勁，失業率持續走低，同時通脹壓力有所加大。而中國經濟目前外部面臨貿易戰的壓力，內部

則因投資和消費增速持續走低，經濟下行壓力較大。這種基本面的背離使得中國貨幣政策不能簡單跟隨美國，必須以國內基本情況為參考，保持貨幣政策的獨立性，為國內經濟轉型發展留足操作空間。

三是從穩定匯率的角度而言，也不必通過加息來實現。首先，美元加息的預期已經反映到美元指數中，7月份以來美元指數實際上已經有所下行，在9月26日當天美聯儲宣布加息之後，美元指數還有所走弱，反映出美元指數因加息再短期走強的概率不大；其次，年內人民幣貶值除了中美基本面背離及中美利差收窄的原因之外，還包含對貿易戰不確定性的預期。而4月份以來，人民幣兌美元匯率已經顯著貶值超過8%，超過同期內美元指數的升值幅度。而近期美國針對中國另外2000億美元商品加徵10%關稅的制裁措施已經落地，人民幣匯率並沒有出現明顯貶值，這實際上也意味着貿易戰升級這一變量的短期利空也已經出清，年內人民幣貶值的壓力也已經基本釋放；最後，即使未來因為美聯儲持續的加息人民幣匯率再次承壓，為了穩定匯率，中國貨幣當局仍可通過調節外匯市場供求關係、調整匯率機制、增加外匯交易成本、影響引導預期等調控手段來管控好匯率波動，防止人民幣匯率短期內出現大幅貶值的可能。

貶值預期有望逆轉

針對貨幣政策獨立性、資本自由流動和固定匯率三者之間的「蒙代爾不可能三角」理論，近年其實有不同的研究見解，更有學者提出三者可以選擇部分達成。近期有觀點認為，所謂的「二元悖論」中，在資本自由流動與一國貨幣政策獨立性之間不可兼得，而與其採取何種匯率制度無關。特別是在新興市場國家，因為貶值預期會自我疊加，使得匯率的自由浮動加劇資本流出壓力，這時「三元悖論」並不成立，一國面臨的只是貨幣政策獨立和資本自由流動這二者取其一的「二元悖論」。

筆者認為，在當前環境下，中國面臨的也是這樣的「二元悖論」，即只能在貨幣政策獨立性與資本自由流動之間選擇一個。而作為大國，中國肯定首選保持國內貨幣政策的獨立性，這樣就不得不放棄資本自由流動，加大對資本流動的管制。比如2014至2015年的經驗表明，匯率的持續貶值不但不能釋放貶值壓

供給側改革急需「2.0版本」

德國波恩大學經濟學博士 沈凌



廟堂江湖

供給側改革已經有段時間了。從前年開始，去產能和去庫存已經有了明顯的效果。以鋼鐵和煤炭為代表的上游資源行業，其產品價格有了明顯的上升，例如焦炭指數已經上升了4.5倍，而螺紋鋼也漲了3倍。在漲價的支持下，相關上市公司業績明顯改善。中國最大的鋼鐵企業寶鋼集團，淨利潤增加了接近30倍；而中國最大的煤炭企業神華集團，淨利潤也增加了1倍有餘。上述資源型的大企業大多數是國有控股，而整體行業的業績改善也是基於環保標準的提高，技術水平的改善，落後產能的淘汰。所以，這是中國經濟轉型升級的必要階段。

在此階段中，因為民企整體負債率比較高，而信用程度比較低，降槓桿和淘汰落後產能雙重的壓力，使得民企日子比較難過，不少人認為出現了「國進民退」的現象。尤其在一些民企出現經營困難之後，尋求和國企合併，從而客觀上導致「混合制改革」。這些現象被認為是改革的倒退，是中國市場化道路上的彎路。

對此，筆者並不太贊成。

如果提高環保的要求對不同所有制企業一視同仁，只不過由於歷史和客觀的因素，國企強於民企，所以民企在淘汰過程中比例高一點，並不能說這是倒退或者是彎路。相反，這是整個行業和宏觀經濟升級改造的必由之路。否則，我們怎麼得到「青山綠水」？如果去槓桿也是基於同樣的徵信系統，只不過由於民企的信貸能力弱於國企，銀行基於控制風險的考慮，先收縮對民企的貸款，造成民企的困難程度大於國企，那也是可以接受的事實。

所以，對於有些經濟學家建議的「AB股」制度，讓混合之後的民企以少量股權獲得多數決策權，筆者也不贊成。因為在目前的監管和法律體制下，這非常有可能導致國

企利益受損。看看那些上市的民企就可以發現，他們的大股東對待小股東利益，有比國有控股企業更加好嗎？如果沒有，那麼可以想像，一旦民企以少數股權獲得多數決策權，國有大股東的利益又會受到怎麼樣的對待！因為國有資產可能會影響到未來中國養老保險制度和保障社會公平，這是中國特色的改革的重要成果，輕易被私人侵佔和瓜分，那麼中國的改革道路或許會再次陷入前蘇東國家的老路。

國企不可形成壟斷

但是同樣，筆者也不能贊成國企就此利用國家力量，形成行業壟斷。這樣的話，我們就真的倒退到了原來計劃經濟的舊路，重新陷入低效率的國有經濟狀態，不利於中國經濟的穩定增長。

中國目前進入一個關鍵的階段，供給側改革的初級階段成果需要保留；而進一步的推進，既要繼續倡導市場化改革的基本路線不動搖，又不能倒退到原來粗放發展起來的民企狀態。所以，充分利用已經有二十年歷史的資本市場，把國有資本通過二級市場逐步變現，慢慢引導民營資本增加對國有資本的承接，才能真正推進有質量的混合制改革，帶動宏觀經濟的升級轉型。

在此過程中，國有資本希望要有一個合適的價格退出，才能確保前階段的改革成果，這個出讓價的高低，決定了國有資本是不是保值增值，也維護了中國特色的社會公平的保障力量。因此，我們需要有一個慢牛的二級市場，而這，又需要上市國企通過加大分紅比例，獲得資本市場的合理估值。

以上述寶鋼和神華集團為例，當前市場估值都只有9倍，而他們的股息收益率也不高，大約4.5%至5%左右。如果分紅能夠提高一倍，那麼很顯然股價也能上漲不少，如果估值和現在一致的話，最高也可以增加一倍。這就有利於形成慢牛市場並逐步退出國有股，從而在競爭性市場上讓位於民企，提高國際市場上的中國競爭力。

這可以稱之為供給側改革的「2.0版本」。

港加息幅度小 樓市影響正面

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

美國及香港上周加息，香港雖然十二年來首次上調P（最優惠利率），但加幅比預期小，是美國上周加幅的一半。對本港樓市影響由負面變正面，置業人士所負擔的按揭供款比原先估計少。

美國加息計劃始於2012年初，多輪量化寬鬆之後，要加息吸收過於氾濫的市場資金。加息行動只開樓梯響不見有人來，講到2015年底才落實首次加息。為何加息動作姍姍來遲全因經濟底子太差，舉國負債非常嚴重，加息進程十分緩慢。

自2015年底起，至今七次加息合共1.75厘，香港儘管有聯繫匯率制度港元與美元掛鉤，本港銀行存貸指標利率P卻長年紋風不動。無疑個別銀行近年來都有提高存款息率，月前更有多間銀行輕微提高按揭息率10至20點子，但仍未動搖P。

本港銀行體系結餘9月初下降至800億元之下，再加上有大型新股集資，令資金池進一步收緊，港元兌美元的港匯指數當時亦走弱。部分大型銀行指出美國聯邦儲備局9月議

息之後落實第8次加息，預期本港P上調的機會不小。

沉重債務限制了息魔的力量，2015年底美國才展開首次加息經已反映美國經濟能力不濟，至今接近四年時間才加息八次0.25厘合共2厘，令美國聯邦基金利率升至2.25厘，如同拉牛上樹。

本季二手樓價或跌5%

聯儲局上周議息結果，加息0.25厘，本港滙豐銀行率先公布上調P，出乎意料不是跟足美國加幅，而是僅得一半的加息0.125厘，低於市場預期，負面消息變正面。反映香港經濟十分穩健，銀行資金充裕，暫時無迫切需要加息，對業主及準買家是驚喜，相信加息對樓市負面影響會進一步減低。

是次加息周期漫長且溫和，預計今年內縱使加息兩次，每次0.125至0.25厘，按揭息口仍低於3厘，仍屬歷史低位，相信是次加息僅對買家構成心理影響，預計四季度二手樓價將會下調3%至5%。不過按照美國過去廿多年息口變化，加息周期多在一至三年之間，今次幾達四年。美國引發的貿易戰全球皆輸，美國經濟亦受損，加上美國總負債高達71.17萬億美元，明年能否再加息三次0.25厘，有懷疑！

期售匯業務外匯風險準備金率、限制向境外同業帳戶拆借或存放人民幣、重啓逆周期因子，以及推出離岸市場央行票據等偏行政化的手段來逆轉市場的貶值預期，比如去年和今年央行在匯率干預過程中所採取的一些手段非常典型的體現了這一特徵。

力，反而會強化資本流出的預期，在此背景下，只能通過穩定資本流動預期來穩定匯率。而在穩定匯率的過程中如果採用直接在外匯市場干預的方法，則會顯著消耗外匯儲備，這又會進一步加劇市場的貶值預期，效果並不好。

因此，央行往往會通過使用上調選

