



經濟觀察家



憑高望遠

經濟增長放緩令中國經濟再度面臨通縮壓力。2019年9月，中國生產者物價指數（PPI）同比負增長1.2%，連續第三個月負增長，並且在通縮區域越陷越深。通縮的走勢也在消費者物價指數（CPI）中的非食品價格上體現出來。CPI非食品通脹已經在9月下降到1.0%，創下了近三年的新低。從數據中可以看出，當前的貨幣政策正面臨一個半難題。

中銀國際證券首席經濟學家 徐 高



► 分析預計，CPI通脹將在未來一段時間持續處於高位運行的狀態

新華社

# 通縮壓力遠甚通脹 貨幣政策還須寬鬆

## 一、半個難題：豬肉通脹

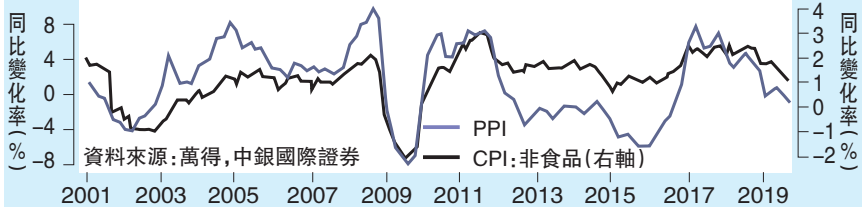
在PPI走入通縮的時候，CPI卻因為豬肉價格的大幅上揚而走入通脹狀態。2019年9月，CPI同比上升3.0%。這是2014年以來CPI通脹首次觸「3」。在9月3.0%的CPI通脹中，豬肉一項商品就貢獻了1.7個百分點，包括牛羊家禽和水產品在內的其他肉類貢獻了0.7個百分點。而肉類之外的其他商品，總共只貢獻0.6個百分點的CPI通脹。如果考慮到其他肉類價格的上揚也主要受豬價的帶動，說這一輪的CPI通脹是「豬肉通脹」不算為過。

中國生豬市場長期存在周期性波動現象，即所謂的「豬周期」，豬肉高價格會帶來養豬高利潤，引發生豬供給的增加，從而平抑豬價和肉價。上月末，中國生豬出欄價格上漲到了每公斤27元（人民幣，下同），已比上一輪豬價高點高出30%。儘管如此，生豬供給恢復卻還遙遙無期。今年上半年，中國生豬補欄量持續處在同比負增長25%的狀態。今年三季度，中國生豬存欄量已經出現了前所未有的同比40%的跌幅。考慮到收縮的補欄量和存欄量最終會向出欄量傳導，豬肉供給最緊張的時候還沒到來，豬肉價格還有進一步衝高的不小空間。看上去，「非洲豬瘟」和前期過緊環政策已經顯著打擊了中國養殖戶的養殖積極性，中國豬肉市場已經發生了突變，豬肉將進入前所未有的高價格狀態。受此影響，CPI通脹將在未來一段時間持續處於高位運行的狀態。

過去十年中，中國豬肉價格與生豬出欄之間有顯著的負相關關係，這種負相關關係表明豬價漲跌的決定因素在豬肉供給而非豬肉需求——需求引發的市場波動是價量同漲同落。面對這種供給收緊帶來的物價上漲，調控總需求的貨幣政策無能為力，也不應該對其做反應。央行對此也心知肚明。在2015年8月7日發布的《貨幣政策執行報告》的第52頁中，央行說得很清楚：「貨幣政策並不針對個別商品價格變化進行調整。」這裏的「個別商品」指的就是豬肉（2015年中國豬肉價格也明顯上升）。所以，豬肉通脹不應是央行的難題，而應該是發改委、農業部乃至生態環境部的難題。在豬肉價格將CPI通脹持續推至高位的狀況下，貨幣政策完全不受其影響是不可能的。從這個意義上來說，豬肉通脹是貨幣政策面臨的半個難題——主要難在如何向大眾解釋清楚豬價上漲並非是因為貨幣發多了。

2019年9月中國信貸的回升

## PPI已進入通縮區間，CPI非食品價格通脹也已明顯走低



有季節性成分。上月中國新增銀行貸款1.69萬億元，增量明顯高於8月的1.21萬億元。不過，中國每年9月的信貸增量都會季節性地高於8月，今年9月的增加並不代表信貸政策有明顯放鬆。

## 二、一個難題：貨幣政策傳導

社會融資規模涵蓋的範圍大於信貸，是衡量實體經濟融資獲得情況的更好指標。今年三季度，社會融資月均增量規模僅比去年三季度均值高出210億元。這個數字在今年一季度和二季度分別是7564億元和3150億元。很顯然，社會融資的增長正在持續放緩，實體經濟的融資瓶頸正在收緊。

儘管社會融資的增長在今年逐步放緩，但終歸相比去年同期還是多增了。但是，社會融資的增加並未有效惠及民營企業——民企相對國企的信用利差中位數仍然處在歷史高位。究其原因，是偏緊的金融監管政策阻礙了社會融資向小微型民企流動的「毛細血管」，而只留下了幾條直通地產和平台融資平台的「大血管」。這樣的狀況下，社會融資擴張會更多帶來融資向地產和平台的流動，不為央行所喜。這反過來又使得央行在面臨經濟下行壓力的時候，政策鬆也不是、不鬆也不是。如何打通貨幣政策流向實體經濟的「毛細血管」，才是央行的難題。

## 三、正在淡出的難題：央行與債市的博弈

當然，央行面對的難題並非只增不減。一個曾經的難題正在淡出。

過去央行經常處在與債券市場的博弈之中。從降低實體經濟融資成本的角度，央行需要降低其掌控的貨幣市場短期利率，以便實現低利率向實體經濟的傳導。但貨幣市場的低利率，卻往往會促使債券投資者「借短買長」加交易槓桿——借入短期資金來買長期債券，以套取長短期利率之間的利差收益。2015到2016年間，央行曾試圖仿效美聯儲，將隔夜利率控制在很穩定的水平。其結果是債券市場的加槓桿行為大幅膨脹，迫使央行在2016年四季度推升短期利率，並有意識地加大短期利率

的波動性，以抑制債市交易槓桿上升的勢頭。在這樣的央行與債券市場的博弈中，央行對短期利率的調控左右為難——太高了怕增加實體經濟融資成本，太低了又怕刺激債市交易槓桿。

LPR（貸款基礎利率）改革給央行構建了繞開債券市場的貨幣政策「快車道」。2019年8月17日，央行推出了貸款市場報價利率的定價機制改革。簡單來說，LPR改革形成了「央行——中期借貸便利（MLF）利率——LPR利率——貸款利率」的貨幣政策傳導「快車道」，央行可借此通道比較直接地壓低貸款利率。相應地，央行就不太需要借助貨幣市場來壓低實體經濟融資成本了。

隨着LPR改革推出，央行終於可從與債市的博弈中脫身而出。在8月LPR改革之前，隔夜回購利率的均值處在3年多的低位，但同時隔夜利率的波動標準差攀升至四年新高。這種配合體現了央行的糾結心態：一方面是希望低利率來降低實體經濟融資成本，並緩和包商銀行事件後金融市場的緊張情緒；另一方面又不希望債市交易槓桿暴增，因而要有意識地通過短期利率的高波動來營造短期資金面的「不安全感」。LPR改革之後，短期利率均值回升到了近一年的高位，利率波動標準差則顯著下降。很明顯，央行在短期利率上的糾結已經減輕了很多，在短期利率上的訴求也已經更多偏向了抑制債券市場交易槓桿。

## 四、結論

當前，上升的CPI通脹與下滑的經濟增速並沒有讓貨幣政策陷入兩難——豬肉通脹並不構成貨幣寬鬆的約束。但在調控地產和控制地方政府債務的宏觀背景下，是否能在實體經濟中找到足夠融資需求，是否將寬鬆貨幣政策傳導到急需資金的小微企業、民營企業那裏去，這才是貨幣寬鬆的約束。在這些約束下，貨幣寬鬆不會缺席，但可能會有些扭捏。考慮到即將發布的三季度實體經濟數據多半不會太好看，社會融資增長又在近幾個月持續放緩，新一波的社會融資增長加速應該不遠。不過，貨幣的寬鬆將更多通過LPR「快車道」向實體經濟傳導，對債券市場算不上利好。

## 科技股還有機會嗎？

西南證券首席策略分析師 朱 斌



斌眼觀市

國慶假期結束後，A股迎來小幅反彈。但與此同時，前期漲幅巨大的科技板塊卻延續了9月下旬以來的回調態勢，電子、通信、傳媒、計算機四大板塊跌幅均位居前列。科技板塊的回調是否意味着科技股的行情結束了？如何來看待科技股的投資邏輯？筆者認為，科技產業是未來中國經濟的主要增量，科技龍頭具備長期布局價值。通過與醫藥股的對比，或許更加能夠看清科技股的未來走勢。

醫藥的潛力來源於人口老齡化的加劇和居民更高生活品質的追求，行業市場空間逐步打開，長期增長可期。2018年中國人口老齡化率達11.9%，65歲以上人口超過1.6億；癌症發病人次達428.5萬，遠超世界其他國家。

在醫藥需求人數提高的同時，人均醫藥消費也在同步增長，2018年中國人均衛生費用4273元（人民幣，下同），同比增長12%，佔國內生產總值（GDP）比重達6.6%，維持上漲態勢。

科技的潛力則來源於創新和發展。過去房地產是中國經濟的核心，房地產投資增速與工業增加值增速高度相關。但由於中國人口紅利逐漸結束，「房住不炒」的政策定力決定了地產經濟的見頂，經濟驅動力悄然開始轉變，科技將作為未來經濟增長的核心持續發力。

2018年中國研發投入近2萬億元（人民幣，下同），同比增長11.8%，佔比GDP2.2%；2019年中國減稅降費政策落地，企業科研創新動力進一步得到激發。

半導體將成為科研的一大亮點。在國內政策的積極支持下，低端電子製造業向周邊加速轉移，高端半導體工業向中國加速聚集，為行業注入了新的發展動力。伴隨着汽車、5G、PC及服務器、IoT這四大下游驅動因素的出現，半導體有望在今年終結自2018年開始的下行周期，開啟新一輪繁榮。

自主可控、信息安全、雲等細分子板塊同樣空間廣闊、大有可為。自主可控關乎國家安全，主要集中在基

礎設施、基礎軟件、應用軟件等三個方面，在貿易戰背景下發展空間很大：2019年市場規模測算為1萬億元，在2025年將穩步增長至1.3萬億元左右。信息安全則受政策驅動和需求提升兩大力量同時驅動，一方面，近年來安全事故頻發，網絡安全戰略已上升至國家戰略層面；另一方面，由於中國信息安全市場起步較晚，國內用戶主要集中在政府、電信及金融等領域，其他企業用戶重視程度不夠，未來隨着意識的提升，市場規模有望進一步擴大。2018年中國信息安全市場規模為510億元，同比增長22.9%，遠超全球市場8.6%的增速。雲計算的市場前景也非常樂觀，2018年中國雲計算市場規模907億元，同比增長31%，預計2019年將突破千億大關，2021年將達到1800億元以上，年增速超25%，後發優勢明顯。

## 借鑒醫療板塊走勢

2018年至今醫藥行業的走勢對科技股也有借鑒意義。醫藥板塊2018上半年走出了一波漂亮的行情，隨後的下半年從11912點狂跌至7971點，市場一度出現擔憂情緒，但2019年年初至今，醫藥指數上漲了35.8%，展現出長牛態勢。行業市值上升至約4.1萬億元，在29個行業中僅次於銀行、非銀。恆瑞醫藥大漲，康泰生物、長春高新、泰格醫藥、通策醫療、金域醫學等47隻個股漲幅60%以上，醫藥主題基金業績表現亮眼。

科技股投資邏輯與醫藥股類似，兩者都是面向未來的行業，未來很可能走出相似的走勢。

2019年的科技股上半年走勢前高後低，下半年的8月開始猛漲，電子、通信、計算機和傳媒在不到兩個月內分別錄得23.9%、15.2%、16.6%和10.2%的漲幅，9月25日之後行情回調。由於兩者邏輯具有相似性，此次回調很可能會類似於2018年的醫藥股：在經過回調後，資金會再次確認行業的長期邏輯，從而進行回補。

因此，目前科技股龍頭的回調實際上提供了相當好的買入機會。隨着業績逐步兌現和外資持續流入，筆者認為，醫藥、科技中的核心資產走出長牛將更有支撐。

## 負利率時代 現金換實物

中原地產亞太區副主席兼住宅部總裁 陳永傑



樓市智庫

踏入2019年，雖然環球利息止升回跌，但經濟不振之外，似乎每況愈下。不僅負利率加劇，通脹亦不低，財富購買力兩頭縮，美元亦走強，唯獨黃金及物業等實物價格表現堅挺，看來現金換實物是比較可靠的投資方向。

美元自2018年底之前連續三年加息9次，許多人以為2019年美息會繼續推高，但進入2019年之後，環球經濟環境又是另一番光景。

美國息口突然轉勢近月連減兩次0.25厘，歐盟及日本經濟亦疲不能興，歐盟負利率擴大0.1厘至0.5厘之外，並準備量寬鬆。日本亦與歐盟有近似動作。

美國總統特朗普向聯儲局表示要減息至負利率及量寬，聯儲局主席鮑威爾則強調最多只會零利率。以此角度分析，美國利率離不開一個「跌」字。

10月1日美股首個交易日走勢反覆，大市先升後急跌，全因美國9月份製造業指數跌至47.8，超過十年新低，而且憂慮中美貿易戰持續拖累美國整體經濟，前景不敢樂觀。

世界貿易組織（WTO）表示，

受到中美貿易衝突影響，將今年全球貿易增長預測調低至1.2%，大幅低於4月預期增長的2.6%；明年增長2.7%，較早前預期增長是3%。即是全部預測調低。

## 配置物業與黃金

歐盟也受到英國硬脫歐的威脅，加上歐盟最大經濟動力國德國也全面明顯走弱，歐盟經濟將會有一段長時間表現乏力。其他國家經濟力度轉弱，似乎環球息口繼續趨跌，不是負利率擴大便是要減息。愈來愈多債券加入負利率陣營，令收息一族投資門路減少。

息口向下，對於不熟悉投資的人士相當不利，他們的財富會因減息及負利率加大而縮水。香港通脹今年8月上升至3.5%，再扣除通脹，財富無形中是兩頭縮，損失非常嚴重，必須關注。

持有大量現金財富必須尋找投資出路，目前在投資市場較穩定是實物的住宅物業及黃金，物業普遍有2至3厘息，又可自住或出租。

儘管本港樓市近月呈現跌勢，但外國主要城市樓價多企穩，只要香港社會平定下來，樓價表現應會改善，比較無息收的黃金更好。當然有適量現金是必須的。