

中國減速 美國過熱 兩大經濟體貨幣政策或背離

內地放水振經濟 進寬鬆周期？

中國經濟二季度增長7.9%低於預期，疫後經濟復甦最強勁的階段已經過去，「三駕馬車」後勁不足，下半年經濟下行壓力加大。美國經濟則加速復甦，通脹升至近13年新高，美聯儲接連釋放收縮量寬（QE）的信號，在此形勢下，人民銀行宣布實施全面降準，「放水」1萬億元（人民幣，下同），令市場頗為意外。各種跡象顯示，中美兩大經濟體進入經濟貨幣雙背離的周期。這是否意味着中國進入寬鬆周期，未來的貨幣政策會繼續與美國不同步？香港文匯報近日採訪多位經濟學家解讀政策背後的信號。

●香港文匯報記者 海巖 北京報道

美國經濟數據

居民消費價格CPI：6月同比增**5.4%**，為2008年8月以來新高。

工業品價格PPI：6月同比增**7.3%**，為1982年以來新高。

製造業PMI：6月**60.6%**，持續復甦處於高位。

失業率：6月**5.9%**，就業人口持續改善。



中國經濟數據

GDP：二季度同比增長**7.9%**，低於預期。

居民消費價格CPI：6月同比增**1.1%**，年內首次回落。

工業品價格PPI：6月同比增**8.8%**，自高點回落。

城鎮調查失業率：6月末**5%**，為2019年以來低點。

整理：記者 海巖

「國常會提出降準明顯給了一個（貨幣政策）寬鬆的信號，我們認為這是一個寬鬆周期的開始。」浙商證券首席經濟學家李超指出，下半年中國經濟基本面向落的情況下，需要政策對沖。用貨幣政策對沖經濟下行，就是一個寬鬆的過程。「二季度GDP實際增速7.9%低於市場預期，但仍高於6%的全年目標。即使下半年增速低一點，全年目標也是能實現的，在這個時間點比較着急的實施降準等寬鬆政策，與幫助企業降低融資成本有非常大的關係。」

降準助企業降成本

分析此次降準的政策重心，李超認為，重點在於為銀行降低成本，而不是在流動性層面。雖然全面降準比市場預期高，但從流動性角度看，15日降準後短端利率並沒有明顯下移，主要原因可能是當月繳稅量比較大，對沖掉了超預期釋放的流動性。「這意味着降準淨投放給市場的流動性很少，降準實際起到降銀行融資成本的作用，央行稱幫助商業銀行節省了130億元，進而推動商業銀行為企業降成本。」

李超特別指出，此次國務院常務會議

對「降低企業融資成本」表述有明顯變化。今年兩會期間提「降低企業實際融資成本」，早前銀保監主席郭樹清就表示，今年名義貸款利率將上行，同時通脹也在上行且幅度更大，這種情況下實際融資成本就已降低了。此次國常會則提出「降低企業綜合融資成本」，「範圍就更廣更具體化，可能包括降低貸款、債券、票據等利率，降低各種隱含利率，減少抵押擔保行為等。」

後續政策看基本面

對於後續政策走向，李超預計，基於中國經濟基本面，三季度寬信用（大幅

擴張信貸）的概率不高，但如果四季度經濟出現疲軟，寬貨幣力度會加大，並可能出現寬信用的走向，到明年一季度可能出現財政和貨幣雙發力。在降準擴大貨幣乘數的基礎上，他調高今年新增信貸的預測至21萬億元。

李超還指，「碳減排貨幣政策工具」將是後續貨幣寬鬆的一項重要工具。「這是一種再貸款，利率可能明顯低於中期便利借貸MLF利率，起到定向降息作用，商業銀行支持雙碳、綠色金融做得好，央行就給予定向降息和定向流動性支持，類似於過去推出的TMLF（定向中期借貸便利）的工具。」

專家觀點

浙商證券首席經濟學家李超：國常會提出降準明顯給了一個（貨幣政策）寬鬆的信號，我們認為這是一個寬鬆周期的開始。碳減排貨幣政策工具，起到定向降息作用。



平安證券首席經濟學家鍾正生：降準仍有空間，可靈活運用匯率這一政策工具，允許人民幣匯率適度貶值，但判斷貨幣政策進入寬鬆周期仍需謹慎。



社科院世經政所副研究員肖立晟：美聯儲政策不確定性增加，衝擊全球資產價格，也會對新興市場帶來資本外流威脅。



中歐國際工商學院教授、中國人民銀行調查統計司原司長盛松成：降準首先是因為目前中國經濟恢復不平衡不充分，大宗商品漲價造成中小企業經營成本上升。全面降準可為未來應對美聯儲貨幣政策轉向預留政策空間，當前是合理適度降息的較好時機。



整理：記者 海巖

專家：內地仍有降準空間

平安證券首席經濟學家鍾正生則提出，由於下游製造業今年以來面臨人民幣急速升值、原材料急速漲價、出口轉弱等多重衝擊，是中國經濟復甦的短板，如果中國貨幣政策跟隨美聯儲收緊，這些企業將再面臨融資成本提高的衝擊，需要央行實施降準，來推動降低融資成本。從政策對沖的層面看，降準有空間。「今年是資管新規過渡期最後一年，也是信託業雙降加強監管的一年，房地產貸款也在收緊。現在把流動性的閘門稍微放鬆一點，錢也不會流到央行不希望流到地方。」

另外，鍾正生認為，當前正是降準的一個窗口期。內地PPI高點已過，美國通脹正在或將要達到高點，在經濟增速減弱、大規模財政刺激規模調減的背景下，美國未來通脹預期也有所減弱。與此同時，中國經濟環比增速高點已過，故提前降準進行跨周期調節。

是否進寬鬆周期 仍需謹慎

「判斷中國是否進入貨幣寬鬆周期，仍需謹慎。」鍾

正生認為，「中國央行歷來強調，降準是中性的貨幣政策，是調節流動性的工具，而一旦降息毫無疑問意味着貨幣寬鬆。」當前仍處於穩定宏觀桿桿率、貨幣政策正常化的大背景，央行仍然比較擔心金融機構過多加槓桿，由此短期不太可能全面降準又降息。另外，若全面降準降準，也會引起市場對中國經濟前景的恐慌猜測，實際上中國經濟仍處於恢復的過程中。

可靈活運用匯率政策工具

從具體政策看，鍾正生認為，央行降準從來不是一次的操作，下半年仍有4萬多億元人民幣中期便利到期，當前準備金率水平仍高，降準仍有空間。鍾正生也強調，「碳減排貨幣政策工具」相當於綠色再貸款，可以起到定向降息的作用。另外，他建議可靈活運用匯率這一政策工具，允許人民幣匯率適度貶值。當前人民幣匯率有貶值空間，而外匯市場供需平衡，市場沒有持續升貶值的預期。

美聯儲政策對中國影響微

美聯儲幾月前開始放出風聲，準備收緊量寬貨幣政策。浙商證券首席經濟學家李超認為，美聯儲今年宣布縮量寬鬆的概率比較大，三季度未宣布，四季度實施。但他強調，美聯儲並沒有實質收緊，只是寬鬆力度下降。「美聯儲貨幣政策下半年不會對中國貨幣政策產生掣肘，我們『以國內為主』，且有放鬆空間。」

「美聯儲特別在意美指的估值，美聯儲曾說美股估值是其面臨的第一大金融穩定問題。在這樣的背景下，美聯儲肯定會呵護美股，抑制長端利率的上升，所以縮量寬鬆可能是採取扭轉操作的方式，美聯儲不是直接減少債券購買，而是採取買長債賣短債，實際會壓低長端利率。」李超預料，美聯儲未來政策偏中性，加稅加基建的政策下，美聯儲沒有太多刺激政策了，形成了逐漸衰退的市場預期，所以美聯儲收緊的「本錢」不大。

中美利差大 內地具政策空間

按照歷史經驗，過去美聯儲貨幣政策影響到中國國際收支、傳導到國內貨幣政策跟隨收緊，中美利差往往要到80bp以內。「目前中美利差有150bp之多，利差還過大。中國央行政策收緊很早，去年5-6月收緊了貨幣，今年一季度收緊了信用，

因此整個政策空間還很大。即便美聯儲縮量寬鬆給了不斷提高的加息預期，對中國形成了短期的資本流出，對中國國際收支影響也不大。」李超解釋說，去年出口超預期增長，企業對商業銀行大量結匯，央行外匯佔款一直不增加，外匯積累在銀行間，未來即便出現資本流出，也不直接消耗外儲。

美不確定增 全球市場添波動

社科院世經政所副研究員肖立晟則指出，美聯儲政策不確定性增加，或衝擊全球資產價格。部分新興經濟體迫於通脹高企和資本流出壓力，已陸續加息。隨著美聯儲緊縮預期升溫，將有更多的新興經濟體加息以應對外部失衡。美聯儲貨幣政策轉向時點的不斷臨近，也會對新興市場帶來資本外流威脅。

肖立晟引述數據說，上一輪美聯儲加息至1.5%並啟動縮表之後，標普500指數、MSCI新興市場指數、上證綜指累計最大跌幅分別達10%、20%、25%。「如果2022年美聯儲主席、美聯儲管理委員會換屆，將進一步增加美聯儲政策不確定性，加劇資本流動和資產價格波動。」



●市場認為，內地降準有助企業降低融資成本，提振經濟。
資料圖片

中國率先復甦 與美國周期錯位

疫情後中國經濟率先復甦，今年二季度國內生產總值（GDP）同比增長7.9%低於市場預期，經濟增速及通脹高點已過，而美國經濟復甦加速，通脹摸高至逾十年高點甚至將繼續上升。

如是金融研究院院長管清友指出，自去年疫情爆發以來，中國經濟率先復甦，且復甦情況優於美國，出口旺盛，一直處於主動狀態。但現在中國先行指標PMI逐漸走弱，今年中國經濟大概率

前高後低，經濟增速已經放緩。而美國經濟強勁復甦，先行指標PMI繼續回升，最近就業也有明顯好轉，整體向好，處於主動狀態。

現時轉鬆 為後續收緊創空間

廈門國際銀行投行部研究員任博表示，此輪周期中，中國比美國在經濟基本面上修復上提早兩個季度，在政策回歸上則提早近一年。在基數效應減弱的背

景下，中國經濟基本面向也將較美國率先回歸常態、重新趨於下行，政策層面亦將跟隨經濟基本面向轉鬆。現階段的轉鬆實際上也為後續的進一步收緊創造了更多空間。未來，隨著美聯儲政策正常化甚至逐步加息的過程中，提前進入寬鬆格局的中國央行也將更有空間跟隨美聯儲相應調整貨幣政策立場。

不過浙商證券首席經濟學家李超認為，下半年中國經濟增長有比較大的隱

憂。消費方面，當前保市場主體的政策，可能讓企業不倒閉和失業，但企業活得艱難，人為壓低製造業、低收入群體的收入，這是深層次抑制消費的原因。同時，汽車缺芯片，導致汽車消費很難支撐消費，外出餐飲和服飾等高社交屬性消費難以恢復或報復性增長，由此下半年消費很難趨勢性上行。

下半年經濟增長獲正向支撐

「國常會啟動的貨幣政策寬鬆，包括降準等後續貨幣政策工具，將會是下半年經

濟增長得到逐漸的正向支撐。」李超由此提高中國三、四季度經濟增長預期，此前預計三、四季度經濟增速分別為6%和4.8%，目前分別調高到6.1%和5.2%。

而美國，疫情後經濟復甦及通脹的高點可能還未達到。美國6月生產者價格指數（PPI）同比上漲7.3%，核心PPI同比上漲5.5%，均為有記錄以來最大漲幅。市場分析6月美國物價水平較大幅度上漲，重要原因是缺芯導致美國二手車價格大幅上漲，二手車對CPI上漲貢獻率達到三分之一。