

# 堅持靈活適度穩健貨幣政策 提升金融實體經濟支持質效

龐溟 經濟學博士、經濟學家

2022年11月16日，中國人民銀行發布《2022年第三季度中國貨幣政策執行報告》（下稱《報告》），對2022年第三季度內地貨幣信貸概況、貨幣政策操作、金融市場運行和國內外宏觀經濟形勢的總體情況進行回顧，並介紹了下一階段貨幣政策思路和宏觀經濟展望。

每季定期發布的貨幣政策執行報告，往往會拿來與上一季度的表述進行對比，以觀察央行透露出的政策信號。在筆者看來，用十六個字來概括《報告》的特點，就是：直面挑戰、實事求是、冷靜布局、迎難而上。

## 直面挑戰、冷靜布局、迎難而上

《報告》並未迴避困難，而是直面挑戰。與二季度表述相比，《報告》研判經濟形勢為「當前外部環境更趨複雜嚴峻，海外通脹高位運行，全球經濟下行風險加大」。《報告》認為三季度經濟「明顯回升」，「有效需求恢復的勢頭日益明顯」，下一階段要「鞏固和拓展經濟回穩向上態勢」，「高度

重視」未來通脹升溫的潛在可能性，相較二季度「密切關注」而言用詞更顯警惕。

《報告》實事求是地着重提出的增量信息是「加大穩健貨幣政策實施力度」，「保持連續性、穩定性、可持續性，政策傳導效率增強，金融支持實體經濟質效進一步提升」，「持續深化利率市場化改革，發揮貸款市場報價利率（LPR）改革效能和指導作用」。

在談及下一階段工作任務時，《報告》冷靜布局，明確指出將「着力構建高水平社會主義市場經濟體制，全面推進中國式現代化」，在堅持穩字當頭、穩中求進的同時，特別增加了「深化金融體制改革」、「發揮有效投資的關鍵作用」、「推動經濟實現質的有效提升和量的合理增長」等表述。

在論述具體貨幣政策時，《報告》迎難而上，提供的重要增量信息包括「指導政策性、開發性銀行用好用足政策性開發性金融工具額度和8,000億元（人民幣）新增信貸額度，引導商業銀行擴大中長期貸款投

放」、「落實好普惠小微貸款支持工具、碳減排支持工具和支持煤炭清潔高效利用、科技創新、普惠養老、交通物流、設備更新改造專項再貸款」、「落實落細金融服務小微企業、民營企業政貸會貸長效機制，增強微觀主體活力」、「堅持底線思維，加強預期管理，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定」、「建立健全金融風險防範、預警和處置機制」，等等。

## 年底前降息降準可能性減

筆者認為，下一階段內地貨幣政策將兼顧短期和長期並處理好穩增長、調結構、控風險的關係，兼顧經濟增長和物價穩定並處理好保持經濟運行在合理區間、防範通脹升溫潛在可能的關係，兼顧內部均衡和外部均衡並處理好投資、消費、就業、匯率等宏觀政策權衡維度的關係。

由於主要經濟體收緊貨幣政策的大方向未改，保持人民幣匯率在合理均衡水平的政策權重未變，對未來通脹升溫潛在可能性的重視度有所上升，可以說，制約

中國貨幣政策下調政策利率的因素依然存在，年底前實施降息、降準的可能性相比一兩個月前進一步下降。

考慮到未來一段時間內通過降息刺激需求的空間相對受限，央行有望進一步通過總量工具的增量操作來鞏固和拓展經濟回穩向上態勢、力爭經濟運行實現更好結果，通過發揮存款利率市場化調整機制重要作用和釋放貸款市場報價利率改革效能，實現穩定銀行負債成本、推動降低企業融資和個人消費信貸成本，刺激社會有效需求的政策執行鏈條與政策目標，必要時有望更多地通過降準等措施釋放中長期流動性。

## 人行料續引導政策利率下行

特別地，經濟復甦與市場主體仍需總量型工具呵護，企業融資意願和個人消費意願仍需通過降低銀行負債成本和信貸成本來刺激，促消費、企業投資需求和基建投資仍需資金流動性支持，穩投資、促消費、控物價、穩增長仍需以防風險、穩預期、保就業、保民生為前提和底線。

筆者預計，四季度人民銀行將繼續加大穩健貨幣政策實施力度，綜合運用多種貨幣政策工具、優化政策組合，維持流動性合理充裕狀態，保持市場利率平穩運行，進一步引導政策利率下行。未來信貸支持應繼續發揮好總量和結構雙重功能，更有力、更實地、更有效地支持實體經濟、市場主體、居民部門、重點領域、薄弱環節和受疫情影響嚴重的行業，切實保證前期密集出台的支持小微企業、基礎設施建設、製造業投資、房地產市場平穩健康發展的「攬子」政策落地生效、接續發力、用好用足。

雖然本周人民銀行未如期下調5年期以上LPR報價，但伴隨着近期各項融資利好政策密集出台，體現了在符合金融審慎管理制度、風控、合規要求和市場化、法制化原則下，全面落實房地產長效機制，因城施策實施好差別化住房信貸政策，協力合作推動樓市盡快出現趨勢性回暖勢頭，扎實、有序、可行地支持房地產市場平穩健康發展。

# 議息紀錄啟示 減慢加息有望

涂國彬 永豐金融資產管理董事總經理

百家觀點

適逢感恩節，美國時段交投相對淡靜，但不礙投資者一直跟進，全球金融市場的脈搏。大範圍方面，當然是美聯儲的議息會議紀錄，為隨後可能出現的減慢加息，帶來多一點的支持，因為與會者的取態，與近期出現的通脹數據見頂回落跡象，以至外界在金融市場上，尤其利率期貨等的押注，不同環節都是互相一致，則增加了整件事的可信性。貨幣政策方面，最新的取態，即使不是馬上放慢，也不會再提速，這是可以肯定的了。

根據最新的美聯儲議息會議紀錄，不少與會者的取態，認為有一定空間可以把加息步伐減慢下來。這一點對於投資者估計後市去向，當然是重要的訊號。尤其配合起過去幾星期，美聯儲大員馬不停蹄，奔走於傳媒訪問或公開演說，表態支持減慢加息步伐的，純按人數看，已肯定過半數。

## 期望管理無多餘動作

值得留意，美聯儲對於期望管理，可謂熟悉之至，過去幾星期的努力，有目共睹。若以人數而言，計發言者的支持，暫時來說，過半表態支持早一點減慢加息的步伐。如此一來，大家押注便有多一點信心，因為根據以往規律，起碼是多年的觀察，局方不會無緣無故做多餘動作，連番表態支持，的確是為12

月份只加息50點子，鋪平了路。

當然，也有少數認為要進一步確認，需要更多數據云云。誠然，假如以最新公布的數據而言，美國經濟其實不算差，尚有一定空間，才足以讓美聯儲決策當局，在12月份議息，真的有所顧忌，不敢再往上推進，再加個75點子。

## 失業裁員一葉知秋

固然，首次申領失業救濟金人數比預期多，這是新聞，但不算意外，尤其這幾個月來，陸續有大企業裁員或凍結招聘，一葉知秋，趨勢就是這樣形成的了。

關鍵是由目前至12月議息期間，經濟數據會否轉差，若真的轉差，便造就了政策上的下台階，讓其美聯儲大員的意見一致到決定放慢，否則，仍會有與會



◆根據最新的美聯儲議息會議紀錄，不少與會者認為有一定空間可以把加息步伐減慢。圖為美聯儲主席鮑威爾。美聯社

者持不同意見，認為形勢未足夠清楚，需要更多時間和數據云云。

## 風險資產正面回應

無論如何，美聯儲期望管理的作風，以往績看，這樣的言論和行動，最終結果，的確把12月份議息由加息75點子改為加息50點子的概率提升了，而這一點亦與外間的意見一致，例如參考利率期貨等。

誠然，這一切的發展方向，以之前的通脹數據陸續有見頂回落跡象，絕對有關。換言之，之前一直致力要壓抑通脹預期，如今看來，不少人已經相信，有關行動取得了初步成效。故此，總體而

言，風險資產以回穩的格局，來回應上述數據或言論帶來的啟示。

## 趨勢若好轉 別勉強拋空

故此，投資者即使不特別看好後市，也不宜勉強在現水平拋空。說起來，過去大半年，已經有充分時間表達意見，就通脹的表態，相信大家早已押注，若無額外更壞的情況，趨勢是向好的，只是等時間出現，則不妨循序漸進，加倉大盤的建倉行動慢慢做，反而走得更遠。

（權益披露：本人涂國彬為證監會持牌人士，本人或本人之聯繫人或本人所管理基金並無持有文中所述個股。）

# 公共事業企業的投資價值

汪心浩 華坊諮詢評估董事

港股市場在2022年仍在持續低迷表現。雖然恒生指數日前從最低的15,000點以下，一度反彈至18,000點的水平，但由於美國加息周期尚未結束，內地的防疫政策尚不明朗，港股近期的投資者信心依然不足，復甦乏力。

## 消費者支出大致固定

但宏觀經濟環境的惡化，並不意味着所有企業都無法盈利。整體股票市場的表現不佳，也並不意味着所有企業的市值都出現了大幅的減退。據聞李嘉誠曾經講過，他做生意的秘密就是，永遠要有一個生意，即使天塌下來也能賺錢。不論此言是否真的出自李嘉誠之口，其中蘊含的投資

理念卻是富有相當的道理。而涉及通訊、水、電等領域的公共事業企業，正是這樣一個早澇保收的行業。

從經濟活動角度來說，公共事業支出屬於消費者的剛性支出而非彈性支出。無論外部經濟的好壞，消費者在公共事業方面的支出，大致是固定的。消費者寧可降低其他方面的支出，也很難在電話費、網絡、水電等方面節省開支。即使整體經濟增長乏力甚至陷入衰退，對公共事業企業的盈利影響亦相對有限。

## 熊市中價值保持穩定

上個月，摩根大通曾經發表研究報告，認為中移動作為公共事業的龍頭企

業，在不利市場環境下乃是最具防守力的投資選擇。在港股過去動盪的半年中，雖然恒指由20,000點以上跌至最低15,000點，中移動的股價卻一直穩定在45至50元的區間內，沒有出現劇烈的波動，亦未跟隨恒指大幅下跌。

誠然，公共事業企業由於規模穩定、使用者數量穩定、價格受制於政府政策等特點，企業增長潛力不高。在經濟繁榮的時代，其投資價值比不上其他高速發展的新興行業，但當熊市來臨之際，其抵禦風險的價值反而能夠凸顯出來，受到追捧。

## 高分紅的投資回報

同時，由於公共事業的風險溢價較

低，能夠錄得穩定利潤，因此大部分具有代表性的公共事業企業選擇將較多的利潤進行分紅，投資者能夠獲得的分紅回報較高。仍以中移動為例，若以目前的股價計算，中移動的年分紅比例大致在9%左右。其他諸多公共事業企業亦能觀察到相似的分紅比例。

較高的分紅比例提供了一個有力的價值錨點，亦方便了對這類企業的估值計算。對於高分紅的公共事業企業，其實無需過多描繪其未來的發展前景，亦不需要畫出大餅來承諾多年以後的業績。僅以股東每年能夠獲得最實在的現金分紅，加以一些簡單的折現計算，就能夠有效支持目前的股價。因此該類企業受到市場情緒的影響較小。

並且，考慮到恒指目前已處於十多年未見的低位，公共事業企業的投資價值，可謂是十分具有吸引力了。

# 多管齊下刺激香港經濟

史立德 香港中華廠商聯合會會長

上周行政長官於泰國曼谷出席亞太經合組織會議，同時我亦與其他商界領袖到訪泰國，陪同行政長官進行商務考察，並與當地的政商翹楚會面，反應積極正面。說好香港故事的工作不能只在香港進行，更要身體力行，出訪海外，並邀請其他國家代表到訪香港，親身體驗香港已從疫情回復正常，重返國際舞台。

## 港力爭明年加入RCEP

今次外訪除了說好香港故事外，另一個重點工作是爭取明年7月成功加入區域全面經濟夥伴關係協定（RCEP）。有關協定是由東南亞國家聯盟十國發起，並與中國、日本、韓國、澳洲、新西蘭等和東盟有自由貿易協定的五國共同參加，共計15個締約方所構成的高級自由貿易協定，於2020年11月正式簽署，及後於今年1月1日正式生效。從人口數量、經濟體量、貿易總額三方面看，RCEP均佔全球總量的約30%，令此協定超越歐洲聯盟，成為目前世界最大的自由貿易協定。

事實上，RCEP生效後，已核准成員國之間90%以上的貨物貿易將最終實現零關稅。協定生效當天，中國與東盟、澳洲、新西蘭之間的立即零關稅比例將超過65%。中國與日本是新建立自貿關係，相互立即零關稅比例將分別達到25%和57%。

香港是區內首屈一指的國際金融中心、國際航運中心、國際商貿中心、亞太地區國際法律及解決爭議服務中心，在國家「十四五」規劃的支持下，將逐步建立國際航空樞紐中心、國際創新科技中心、區域知識產權貿易中心、中外文化藝術交流中心。因此，香港若成功加入RCEP，對區內的金融經貿、法律仲裁、運輸物流、科技創新、知識產權及文藝交流，均起關鍵作用。

## 零關稅助推動港內外銷

另一方面，RCEP的零關稅安排，有助推動香港的內銷及外銷市場，可讓香港貨物及企業受惠於協定下的關稅豁免，估計可達雙位數的增長。舉例說，泰國於今年1月正式加入RCEP後，6個月內與RCEP成員國的貿易額達到1,690.4億美元，較去年同期增長13%，其中農產品包括加工品增長，如砂糖、新鮮及冷藏水果、木薯、大米等，增幅更為明顯。在西方國家發動貿易戰及實施所謂「懲罰性」關稅的同時，RCEP的安排更舉步輕重。

最後，今次是疫情3年以來首次外訪，兩地機場出現明顯分別：香港機場似乎「冷冰冰」，曼谷機場則「熱騰騰」、人山人海。過去香港機場是世界前列，包括是全球民航重要樞紐機場、全球貨運量最高的機場及世界最繁忙機場之一，曾在世界十佳機場排行名列前茅，然而，根據最新排名，不但跌出10大，更在一年內暴跌10位，排名20。香港短時間內需要急起直追，扭轉形勢。

# 越南會否陷入信貸危機？

阮貞 法國外貿銀行亞太區高級經濟學家

的放緩可能會使越南的供應鏈優勢轉優為劣。此前，越南的良性通脹主要歸功於央行維持政策利率不變，同時動用外匯儲備保持越南盾匯率堅挺。但隨着美元持續走強，越南央行大幅加息200基點，並將越南盾兌美元的交易區間擴大至5%，導致越南盾迅速貶值。雖然相比於其他亞洲貨幣，越南盾的貶值幅度相對溫和，但仍然處於走弱的趨勢。此外，先前寬鬆的貨幣政策環境使得房地產信貸高速增長，因此，越南央行收緊了貸款標準，令企業轉而依賴債權融資，尤其是房地產公司。雖然越南始終致力於發展國內債券市場，並促使企業債券規模從2018年GDP的2%增長到現今的15%，但如此快速的擴張引起了對於風險敞口過大的擔憂。因此自2021年末以來，越南政府開展了一系列改革來

規範債券發行和保護投資者，特別是散户投資者。

## 房企槓桿率與全球水平相近

雖然企業債券領域的槓桿率增長迅速，但監管和加息——儘管這會收緊流動性——對於保障金融體系穩定仍然是十分必要的，特別是越南政府希望在2025年前將企業債券市場規模進一步擴大到GDP的20%。深入研究越南的整體房地產槓桿率會發現，越南房地產債券發行量佔GDP的5.1%，略高於中國的3.9%，但其中房地產貸款卻相對較低，僅佔GDP的26.6%，而中國的這一數字高達46.4%。這意味着加強對貸款和企業的監管是為了防止房企所

承擔的風險過高。我們的研究表明，公開上市的越南房地產公司槓桿率相對中國較低，而與全球同業的水平更加接近。

簡而言之，我們預計加息、出口需求放緩和監管收緊等因素會影響越南2023年的增長動能，因此明年經濟增速預計會放緩至6.5%，但越南依然是亞洲增速最快的經濟體。在政府收緊監管避免過度槓桿的情況下，房地產行業會受到一定衝擊，但由於工資增長和需求仍然強勁，出現系統性信貸危機的可能性較低。事實上，收緊政策對於保護越南未來的可持續增長是十分必要的，尤其是這些措施將會深化資本市場和提高銀行償付能力，避免重蹈信貸危機的覆轍。

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。

◆加息、出口需求放緩和監管收緊等因素或會影響越南明年的增長動能，明年經濟增速預計會放緩至6.5%。

資料圖片



定》和區域貿易協定等），越南已經成為供應鏈多元化過程中十分理想的目的地。外商直接投資（FDI）流入持續激增，其中除了電子產品組裝（如蘋果公司對Mac Book和Air Pods的新投資）外，還包括其他生產領域，如三星在半導體元件生產方面的跟進投資。

## 越南盾貶值幅度相對溫和

儘管如此，未來一段時間內全球需求