



中國降準的三個啟示

Jingjing Weng, 瀚亞投資管理 (上海) 資深分析師

中國經濟第二季仍穩步增長，顯示中國最近一次降低存款準備金率似乎是為「防患於未然」，藉此防備決策官員所識別的潛在下行風險。儘管A股市場短期或會持續波動，但基本面好轉，加上無風險利率偏低，而且企業盈利增長強勁（尤其新經濟行業），將有助支撐現時估值，並為長線投資者開創良機。

於7月9日，中國人民銀行（人行）宣布，自7月15日起，全部銀行存款準備金率降低0.5厘。此舉減少銀行須存於央行的準備金額，而實際上亦為經濟體系釋入1,540億美元。

就在此次降準前僅兩日，中國國務院呼籲各部門加強支持實體經濟及中小企，而降準令人憂慮中國經濟放緩速度或快於預期，但同時部分投資者因而預料中國自此將步入寬鬆周期。

我們認為，此次降準有三個啟示。

1. 國務院與人行的政策重點及職責有異

過往，國務院不會於人行每次定息前要求降準，而人行亦未必依循國務院建議，因為國務院關注經濟狀況，而人行則較重視貨幣政策的啟示作用及對整體市場流

動資金的影响。有鑑於此，自2011年以來過去15次降準中，國務院先下指示而人行隨後依循的僅有六次。

舉例而言，鑑於中國因新冠肺炎而陷入經濟放緩，人行於2020年3月降準兩次，在情況嚴峻之時為銀行體系注入流動資金，及至6月，雖然國務院敦促人行減息，但人行認為當時流動資金充裕，因此未有再度降準。

就最近一次降準而言，人行提出的理據為人民幣4千億元中期借貸便利定於7月到期，而且7月中下旬為納稅高峰期，銀行體系流動資金將會減少而出現缺口，因此須加防備。若剔除上述因素，銀行體系流動資金其實一直頗為穩定。

2. 金融狀況維持寬鬆

投資者一直憂慮中國信貸狀況於2021年上半年收緊將有礙經濟增長。於2021年4月，社會融資總規模放緩，新融資增幅（信貸脈衝）收窄，是自2019年8月以來首次。（圖一）

新冠肺炎爆發後，中國的經濟重心偏離建造業等信貸水平高的行業，而轉向信貸水平較低的新經濟行

業，或令經濟與信貸增長的關聯性減弱。於2021年上半年，中國服務業已佔國內生產總值55.7%¹。此外，政府用以抑制房地產行業過度借貸的三條紅線政策，促使房地產企業採取較審慎的買地策略，並改為以預售活動獲取資金。以上各項均有助減慢經濟體系中的信貸增長。中國十年期政府債券孳息率繼2月升至3.2%高位後，現已回落至約3%，三個月銀行同業拆息亦自近期2020年11月的高峰下滑，有助維持金融狀況寬鬆。（圖二）

3. 中國復甦減慢，但仍穩步向前

中國經濟於第二季按年增長7.9%，與2019年比，季內年均增長率為5.5%，高於首季的5.0%。

雖然已發展市場及其他新興市場疫症一浪接一浪，但中國出口額一直優於預期，6月份主要經濟指標亦幾乎全部好轉。值得注意的是，按平均增幅計，受惠於製造業加強投資（由5月份的3.7%按年升至6.0%），固定資產投資與2019年相比按年升6.0%，而樓市交

圖二：中國十年期政府債券孳息率與三個月銀行同業拆息



資料來源：瑞銀。2021年7月。

投穩健，零售銷售由5月份的4.5%按年微升至4.9%（若不計汽車，則為5.8%）。經濟第二季仍穩步增長，人行降準似無理據，令投資者憂慮中國經濟「潛藏風險」。

投資者應留意此後數月的經濟數據，以及中共中央政治局即將舉行的會議對中國下半年經濟前景、政策釐定有何啟示。不少投資者將人行降準解讀為防範中國經濟放緩加劇之舉，因此中國A股市場短期或會持續波動。

我們認為，中國A股市場年初至今表現落後，為長線投資者帶來良機，而其表現亦應全盤而論，A股過去兩年已升90.5%²。由於經濟復甦且無風險利率偏低，滬深300指數現時12個月遠期市盈率為12倍，較歷來平均值高出一個標準差。我們繼續物色將受惠於中國結構趨勢的企業，該等趨勢包括中國消費升級、科技復元力加強、人口老化及過渡至淨零排放。

圖二：中國十年期政府債券孳息率與三個月銀行同業拆息



資料來源：瑞銀。2021年7月。

免責聲明

資料來源：瀚亞投資(新加坡)有限公司

本文由瀚亞投資(香港)有限公司(「瀚亞香港」)刊發。本文並不構成任何證券之認購、買入或沽售的要約或建議。本文所載任何意見或估算資料可能作出變更，恕不另行通告。本文所載資料並未就任何人士的特定投資目標、財務狀況或特殊需要作出考慮；因此，亦不會就任何收件人士或任何類別人士，基於本文資料或估算意見所引致的直接或間接損失作出任何擔保或賠償。過往表現，對經濟、證券市場或市場經濟走勢的預測、推斷、或估算，未必代表將來或有可能達致的表現。瀚亞香港是英國Prudential plc. 的全資附屬公司。瀚亞香港和Prudential plc. 與一家主要在美國營運的Prudential Financial, Inc., 和在英國成立的M&G plc 的附屬公司 Prudential Assurance Company, 沒有任何關係。

本文及資料在瀚亞投資網站 (www.eastspring.com.hk) 由瀚亞投資(香港)有限公司刊發，並未經香港證監會審閱。



英國保誠集團成員 