

## 降准之后利率与汇率走势判断要点

- ❖ 上周我在香港路演时，正值股票市场大跌。资本市场大幅波动，反映当前对内对外两条战线同时受压的市场避险情绪。对外方面，严重误判中美贸易关系走势；对内方面，去杠杆进入严监管、紧信用的极端时期。两条战线同时作战，叠加地缘政治和大国外交严峻形势，四面出击，应接不暇。
- ❖ 贸易战升级，市场波动之下，预期的降准姗姗来迟。6月24日央行宣布定向降准0.5个百分点，释放的5000+2000亿规模资金用于推动债转股和支持小微贷款。下调准备金率，是在我国基础货币供应方式发生根本转变背景下的必然选择。目前商业银行的超储率偏低，货币乘数已达理论极限，除了被“放水”舆论绑架之外，降准实在没有什么值得争议的地方，事实上市场已经充分预期，只是来得稍迟了一点。从路演的反馈来看，市场争议的一个焦点在于利率与汇率的走势方向，值得仔细推演一番。
- ❖ 我认为，在去杠杆、严监管、紧信用的背景下，市场利率已经出现明显分化，避险情绪导致无风险利率下行，信用利差继续走阔。究其原因，乃是由于“宽货币、严信用”的这一怪异政策组合，使得定向降准这种“准市场化”的货币政策工具，敌不过“行政化”的去杠杆严监管，国债利率下行同时，实体经济信用紧缩。这一趋势似乎不会发生明显改变，也就是说国债利率大概率继续下行，而信用紧缩由于支持债转股和小微贷款的定向降准有所缓解，但不会根本改变。预计今年还有一到两次降准，央行的货币政策已经做到极致了，问题不在央行那里。
- ❖ 关于人民币汇率走势的判断，需要放在“宽货币、严信用”的政策组合下思考。“宽货币”定向降准，（国债）无风险利率下行，附带的结果是中美十年国债利差收窄；“严信用”行政去杠杆，表外融资渠道崩塌，企业纷纷赴海外发行美元债，结汇盘源源不断涌入国内。这可以解释为什么在中美利差收窄的情况下，人民币汇率在过去半年的表现还算稳定。有种观点认为，中美利率分道扬镳，美联储加息对人民币汇率失去牵制作用，这当然是错误的理解。当下的情况，一是避险导致国债利率下行，二是结汇盘还没有出清，人民币汇率就是在这个逻辑下被定价的。所以，“宽货币、严信用”的政策力量，在短期内大于中美利差的市场牵制，人民币将会继续呈现稳中趋降小幅贬值的格局，年内若下探6.6可能会引起恐慌，毕竟过去两年绝大多数市场参与者在外汇操作上都做反了，赔了不少。
- ❖ 中国的高杠杆问题是长期积累下来的，过去两年宏观杠杆率已经趋于稳定，稳杠杆取得成效。去杠杆应该是一个长期的市场调整过程，“毕其功于一役”的决战手法，既缺乏经济理性，更违背市场逻辑。

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：[dinganhua@cmbi.com.hk](mailto:dinganhua@cmbi.com.hk)

## 免责声明及披露

### 分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

### 招银证券投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

### 招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道三号冠君大厦 45 及 46 楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

### 重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

#### 对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000 年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2)(a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

#### 对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。