

# 去債 調整 放水 反彈

人民銀行將人民幣突然一次性貶值，令市場形成共識其中長綫將會繼續貶值。

於是，促成外資變賣人民幣資產（包括現金存款、債券及股票等），引發資金流出。人民幣貶值亦引發其他新興市場貨幣一併追隨貶值，走資潮及擔心中國經濟硬著陸，導致環球股市大瀉。去槓桿激發A股崩盤後，經濟加速下滑，筆者已預期中央需要加速放寬貨幣政策及刺激經濟。撇除要成為國際貨幣基金會儲備貨幣的政治原因，讓人民幣貶值乃雙刃利劍，因為溫和的貶值對出口整體幫助不大，但引發貶值趨勢的看法後，卻促使資金外流，造成金融體系震盪。

## 降準陸續有來

人民銀行最近減息降準，後者其實有需要利用所釋放的資金來填滿因貨幣貶值而流出國外所減少的資金流動性。以往因為外資不停流入中國，所以銀行存款儲備率（RRR）要維持高水平，以免令銀行系統資金氾濫，現在情況則相反，所以預見今年年底前極大可能仍需要降準。

同一時間，因為資金外流，中央需要減持美債來對沖流出的人民幣，以免人民幣大幅貶值。最近數天中長期美債孳息率有所反彈，有可能由於中國拋售美債。因為人民幣轉弱及環球股市疲弱（包括美國），看來聯儲局加息之日起碼會延遲至年底而不是9月。

德銀外匯策略師就指出，近期環球股匯市大幅波動，因為中國沽售美債之舉，猶如量化緊縮，令環球資金流動性減弱。該分析師估計自2003年起，中國購入外匯資產合共

達4萬億美元，超出美國多輪量化寬鬆的總和。

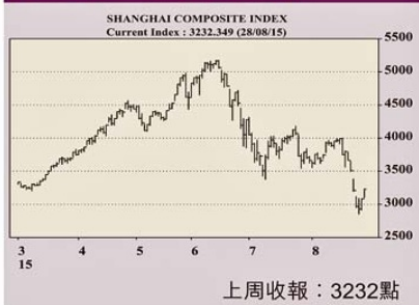
## 人民幣匯率需回復穩定

中國進入加快寬鬆及刺激經濟階段已經是不容置疑的事實。要維持股市穩定，中央政府需要令市場相信人民幣將維持穩定，如果資金急劇流出境外，外匯儲備下跌，將對金融系統造成不穩，其弊可能遠多於利。所以中央政府除了傳統貨幣政策以外（減息過急會引致人民幣貶值），應該會配合其他手段（例如逆回購及短期流動性調節）及政策刺激經濟。例子之一是政府宣布結束已經執行了10年的樓市「限外令」，合資格的外國個人及機構將來可再次自由購買內地的商品房。此舉可幫助外匯流入及增加對房地產的需求。

這次中國股市的動盪，是由於過度的融券（孖展）造成市場泡沫，政府打擊場外配资等去槓桿行動引發泡沫爆破。過去10年，每次股市下瀉及經濟下滑，最後都需要中央銀行出來救市及刺激經濟，相信今次中國也不例外。大小不同的措施估計會陸續出台，當實體經濟指標回穩及復甦，市場信心就會逐漸恢復，外資就會重返，股市亦會見底回升。

由於今次中國並未出現銀行系統性危機，股市調整主要由人民幣外流引發，只要人民幣匯率回復穩定期望，相信股市便會轉勢。

上證綜指上周四起連日反彈



融資佔股市總市值比率

