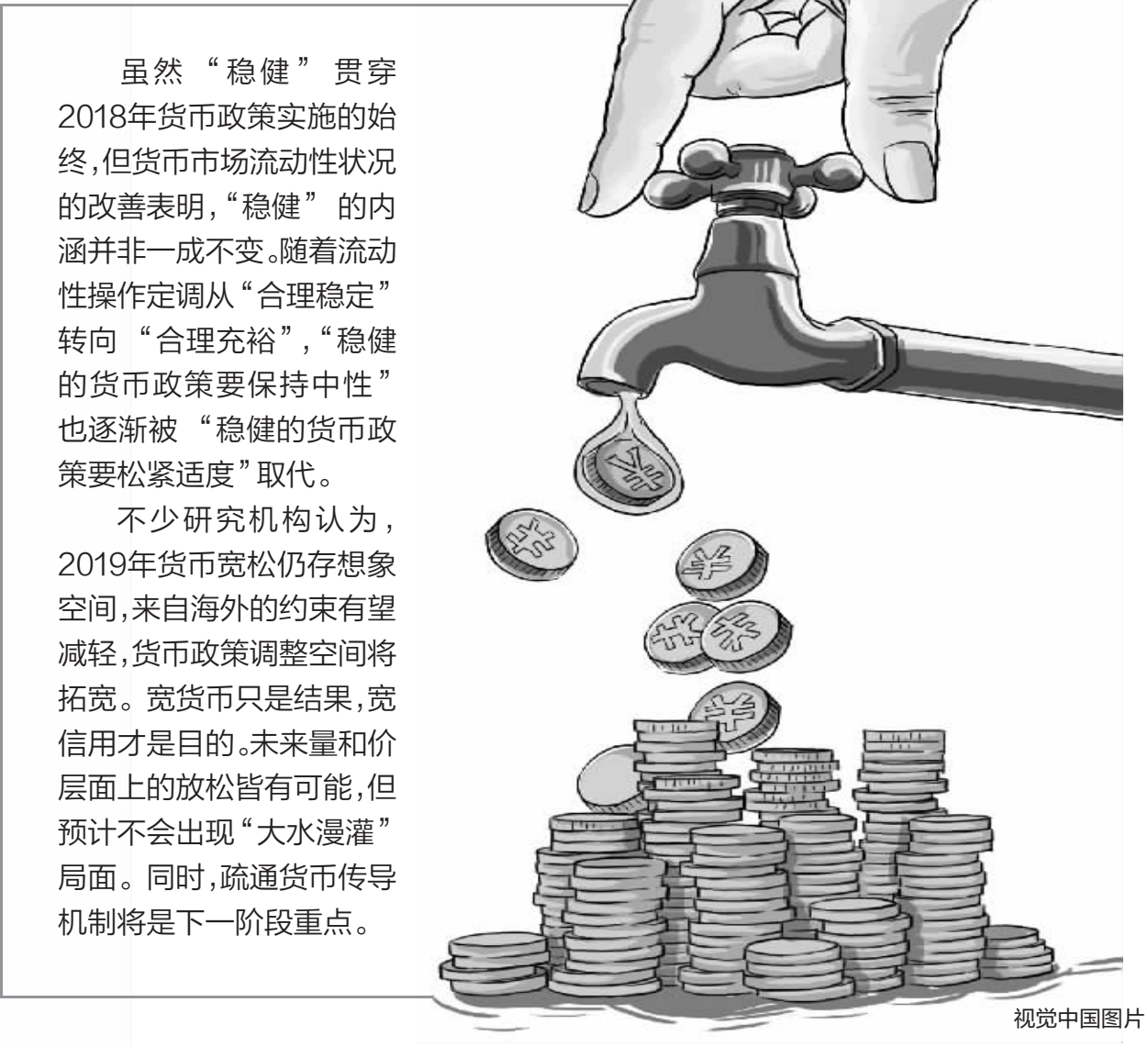




流动性:量价宽松皆可期

□本报记者 张勤峰



视觉中国图片

政策调整助力资金面回暖

从多角度来看,2018年银行体系流动性均有较明显改善。

首先,流动性充裕程度提升。这突出反映在货币市场利率水平下行上。以银行间市场最有代表性的7天期回购利率DR007来看,2018年,其运行中枢整体下行约20BP,年内多次与代表一级市场利率的央行7天期逆回购操作利率发生倒挂,最低至2.25%,创出三年多新低。

其次,流动性稳定性提升。即便是在春节前后、季末、国庆长假前后这些以往易出现大幅波动的时点,货币市场均保持平稳运行,没有出现持续剧烈波动情况。

最后,流动性分层现象减轻。2017年,机构间流动性多寡不均现象突出,直观体现为存款类机构债券回购利率(DR系列)与全口径的R系列利率之间利差拉大。2017年末,R007与DR007利差一度高达396BP,创历史新高。2018年,两者利差显著收敛,全年平均值为29BP,2017年则为53BP,特别是2018年7月以后,R007与DR007利差多数时候小于10BP,个别时候甚至倒挂。

应该说,2018年货币市场流动性改善显而易见且具普惠性。这与金融去杠杆效果显现有关。随着金融体系内部杠杆下降和资金传递中间环节减少,市场资金供求

关系和总体稳定性在一定程度上得到改善。但更关键的还是流动性总量提升,货币市场“水位”回升,吸收各类因素扰动的能力增强。

当外汇占款增长基本陷入停滞,基础货币供应严重依赖央行主动投放的情况下,银行体系流动性总量增加,揭示央行货币政策取向的调整。“如果说2018年1月的定向降准是既定政策,春节期间CRA(临时准备金动用安排)是临时性安排,那么4月央行开启定向降准置换MLF(中期借贷便利)以后,货币政策已开始明显调整。”中国民生银行金融市场部研报指出。

宽松空间犹存

持流动性合理充裕。

南京银行报告指出,2018年经济运行整体呈现出生产需求双走弱、价格指数下行走势,导致这一局面的主因是信用收缩和外部环境变化。前者对经济增长的负面影响已体现出来。后者的负面影响尚未充分体现,也将是2019年经济下行压力主要来源之一。此外,由于地产库存回升,地产投资可能迎来下行,同时企业经营转差向居民的传导也将使消费继续走弱。整体看,2019年经济下行压力仍较大,需要偏宽松货币政策和积极财政政策进行逆周期调节。

其二,宽信用步履蹒跚,宽货币暂时无忧。宽货币是2018年金融市场一大特征,但宽货币只是结果,宽信用才是目的,央行希望以狭义流动性的松对冲广义流动性的紧。只不过,宽货币向宽信用的传导并不顺畅。

2018年,M1、M2和社融余额增速一路下滑并迭创新低,源于两方面因素:一是风险偏好下降,二是融资需求下滑。中金公司固收研报指出,在金融监管调控下,理财和非标等影子银行受到严格限制,融资重回银行表内信贷,但表内信贷的各种监管和约束比影子银行更严格,导致金融机构风险偏好整体下降,信用投放

和创造能力明显减弱,这是2018年宽信用的最大障碍。

有研究机构指出,融资需求萎缩将是未来宽信用面临的另一大障碍。过去几轮加杠杆之后,企业、地方政府和居民部门杠杆率都已不低,制约其进一步加杠杆空间。目前似乎只有中央政府还有加杠杆的后劲,但也受制于3%的赤字率“红线”。由于缺乏加杠杆主体,融资需求不振加上非标继续萎缩恐将继续拖累社会融资增长。

作为经济增长先行指标,在宽信用见到明显成效之前,保持略偏宽松货币条件是有必要的,宽货币仍具有确定性。

其三,2019年料成为政府债供给又一个“大年”,为保障政府债券平稳发行,货币环境也不宜过紧。为支持积极的财政政策发力提效,各方普遍预期2019年地方债和国债发行量都会再上一个台阶。从以往来看,央行往往会在政府债集中发行时期增加资金投放,以对冲政府债发行缴款影响。2019年,面对政府债供给继续增多,市场对央行出台“配套性”宽松举措也有预期。

从以上角度来看,至少在社会融资和经济增长明显企稳改善信号前,2019年货币政策仍将易松难紧,流动性继续保持合理充裕没有太大悬念。

松是趋势但亦有度

南京银行报告指出,2019年偏宽松货币政策方向不会改变,且美国经济增长出现边际放缓迹象,油价下跌也使得通胀下行,市场普遍下调美联储加息次数预期,人民币贬值压力暂时得以缓解。向前看,海外因素对我国宏观调控的制约趋于减弱,后续在经济下行压力下,货币政策宽松空间可能进一步打开。

中央经济工作会议指出,稳健的货币政策要松紧适度。从历史上,当货币政策基调中出现“松紧适度”时,通常实质偏宽松。但此次会议也提到,改善货币政策

回顾2018年,与海外主要经济体货币政策分化,构成我国货币政策宽松的一大障碍。展望2019年,海外约束仍将存在,但有望减轻,从而拓宽货币政策调整空间。

2018年货币政策调整基本上以边际放松和结构性放松形式呈现,从金融机构超储率变化来看,虽然全年四次降准,但并未出现大幅宽松局面。外汇因素对货币政策操作构成一定制约。

“我国作为大国经济体,货币政策需要以国内为主,当经济下行压力凸显时,需要宽松的货币政策进行逆周期调节。”

■ 记者观察

人民币汇率双向波动趋强

□本报记者 王姣

展望2019年,美国经济复苏进程及美联储加息进程或均放缓,美元指数继续上行动力有限,人民币汇率面临的外部压力减轻;反观国内,随着稳增长政策逐渐发力,经济基本面改善可期,在汇率国际化、市场化推进的过程中,人民币汇率双向波动弹性将进一步增强,预计全年表现总体持稳。

首先,从货币政策正常化进程来看,美国已处于加息周期尾部,市场对2019年美联储调整货币政策收紧节奏、美联储放缓加息进程的预期升温。与之相对应的是,2019年人民币面临的外部压力很可能减轻。机构认为,尽管2019年预期美联储仍有两次加息,但若美国经济触顶下行,或是美联储加息步伐不及预期,叠加特朗普“弱美元”倾向,美元指数升值行情可能反转,当趋势反转后将给予人民币升值动力。此外,2019年欧洲货币政策收缩较为确定,且处于加息的起点,未来“欧强美弱”是大概率事件。因此,尽管2019年货币政策整体延续分化态势,但中美货币政策分化的程度存在收敛的可能,美元锚对人民币汇率的贬值压力显著减轻,国内汇率以及资本流出压力仍然可控。

其次,从更长时间来看,人民币汇率走势终将回归基本面,国内经济能否企稳向好是关键。尽管2019年中央经济工作指出“经济下行压力较大”,但也强调,“我国发展拥有足够的韧性、巨大的潜力,经济长期向好的态势不会改变”,同时指出,要“统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作,保持经济运行在合理区间”。目前来看,虽紧信用的环境可能延续到2019年上半年,但伴随政策维稳的加码、货币政策传导逐渐疏通,信用派生环境将加快修复,人民币汇率受到的压力将有所减轻,倘若经济最终表现好于预期,基本面也有可能支撑人民币汇率稳中有升。

再者,随着外汇市场进一步发展,人民币汇率弹性和市场化程度提升,在全球资本市场波动很可能加大的背景下,2019年人民币汇率双向波动区间可能进一步加大。当前国际环境错综复杂,外部压力持续存在,全球资本市场联动效应加强,中美利差与汇率的波动联动性增强,近年来人民币汇率双向浮动弹性增强。但也要看到,一方面,市场主体面对外汇市场形势变化更加理性;同时,我国在应对上也积累了丰富的实践经验和充足的政策工具,可以更加灵活地发挥宏观审慎调节作用,维护外汇市场稳定。另一方面,2019年继续实行外商投资和金融市场对外开放,4月中国国债和政策性银行债正式纳入巴克莱全球指数,被动资金流入一定程度上支撑人民币汇率。

总的来看,虽然全球经济金融面临较多不确定性,但我国经济长期向好的基本面没有改变。随着我国继续扩大改革开放,我国经济发展动力和后劲将进一步增强,为外汇市场总体稳定夯实基础,2019年人民币汇率可能维持在当前水平附近,继续大幅贬值的概率较低。

债牛下半场:风险与机遇并存

□本报记者 王姣

展望2019年,基本面对债牛仍有支撑,基本成为当下主流机构的共识。市场人士认为,2019年经济仍有下行压力,稳增长要求宽松的货币政策环境,支撑债牛下半场行情延续,但与此同时,随着稳增长政策逐渐发力,宽信用显效,债牛的根基也面临动摇的风险。对投资者而言,这是风险与机遇并存的一年,未来需关注基本面预期修复、政策托底力度、猪周期启动、风险类资产回暖、人民币汇率等因素。

债牛大概率延续

综合卖方机构研报来看,海内基本面和政策面对债牛的支撑依然较为稳固,当下市场对2019年债券收益率继续下行充满较高期待。中金公司固定收益研究陈健恒团队表示:“债券市场的牛市可能贯穿2019年全年,第一轮牛市是房地产融资需求收缩带来的广谱利率下行,长期债券收益率下降,收益率曲线变平;第二轮牛市是美联储货币政策重新转松,中国货币政策也再度放松引导短端利率下行,收益率曲线再度变陡。”

国金证券固收收益研究周岳团队指出,展望2019年,国内方面,预计经济下行趋势延续,流动性保持充裕,资金利率持续低位,“宽货币”向“宽信用”通道仍待疏通;CPI中枢小幅升至2.3%,PPI中枢将回落至1.1%左右;海外方面,美联储加息预期下降,美债收益率预期回落,利多因素积聚对债市收益率中枢下行形成支撑。

“短期资金成本下行有限,资金成本的稳定将限制短端国债利率下行;而长端利率在经济下行、宽货币和弱信用推动下,仍将延续下行,预计2019年10年期国债利率下限在3%,10年期国债利率下限3.4%。”中信建投证券宏观债券研究黄文涛团队表示。

风险点逐渐增多

在市场预期高度一致的情况下,业内人士也承认,2019年利率下行幅度相比2018年会有所收窄,且未来市场波动可能加大,债牛下半场行情虽有机会也有风险。

“预计2019年债牛将进入下半场,长端利率下行想象空间有限,资金会转战信用债,深挖阿尔法。”国泰君安证券固定收益覃汉团队指出,在牛市下半场,需要关注的核心仍是宽信用问题。随着信用扩张拐点出现,虽然熊市拐点尚未确认,牛尾行情也会变得非常鸡肋。该团队预计,2019年上半年宽信用见效,下半年经济企稳,本轮债券牛市大概率会在下半年终结。

长江证券宏观固收研究赵伟团队则认为,尽管基本面和流动性仍对债市形成支持,但市场的过快反应,已部分透支2019年基本面逻辑,供需变化等或导致债市中短期面临阶段性调整压力。容易被市场忽视的风险点可能包括维稳加码下债券供给上量、国内配置资金的资产切换、海外增配意愿下降等。

基于2019年债牛虽将延续,但波动可能加大的预设,机构多建议投资者采取灵活的操作策略,如方正证券固收研究杨为教团队指出,金融监管放松信号出现之前,行情速度的放缓及收益率波动的放大都可能会给操作带来一些困难,对负债不稳定的账户来说,杠杆及仓位需要灵活调整,注重小波段操作;对负债偏稳的账户来说,可以维持长周期、中杠杆及高仓位。