

2019年人民币汇率料宽幅波动

□东方证券首席经济学家 邵宇

■ 本轮人民币汇率周期跌宕起伏 ■

2017年元旦前夕,央行通过创设临时流动性便利(TLF)向市场提供流动性,并自2014年创设以来首次提高MLF利率10个基点。节后,央行即全面上调MLF、SLF和逆回购利率,逆回购利率最高上调3个基点,正式开启了金融去杠杆进程,广义信用条件快速收缩。除此之外,欧元和英镑走强,美元指数走弱,共同导致了人民币汇率的一轮升值周期。整个2017年,人民币汇率从6.95升到了6.5、全年升值6.5%。2018年1月延续了2017年的趋势,人民币继续走强,一度突破6.3。这也是本轮周期的顶部。

2018年3月,美国全面开征钢铝关税。笔者曾发评论文章称,除了应关注外贸不确定因素,还应该关注货币因素。参考上世纪80年代

在展望2019年人民币汇率走势之前,笔者认为要思考两个问题:一是决定2019年人民币汇率的重要因素有哪些,会如何影响?二是人民币汇率升值和贬值的利害关系是什么? 因为这会牵涉到政策的调控。

相比2018年,2019年有几个重要的变化。一是外贸不确定因素会如何变化。美国总统特朗普明确表示,关税只是一种谈判工具,“关税的力量和我们拥有制定关税的权力,在很多情况下,我们甚至不需要使用它们”。

二是中期选举之后,特朗普失去了众议院多数席位。2018年7月12日,美国参议院以88:11的压倒性票数通过了一项决议,约束特朗普的关税权力。所以,特朗普进一步加征关税的提

“广场协议”之后的美元和日元汇率走势及给日本国内政策组合提出的挑战,笔者当时在文章中称,“良好的外部环境是内部改革有序推进的保证,其中最主要一点,就是维持人民币汇率的相对稳定。如前所述,美元对人民币汇率正大幅贬值,这必将对贸易环境产生较大的负面影响。”4月初,人民币汇率便进入到贬值通道。人民币贬值是由基本面决定的,这些基本面因素最主要的就是外贸不确定因素导致的预期的变化,以及中美利差收缩带来的资本的流出。

2018年6月和7月,人民币汇率受到的关注比较多,市场越来越多的人在讨论“破7”的问题。如前所述,影响人民币“急跌”的两个因素,主要是外贸不确定因素和中美利差。但是,一方

案在国会层面将面临更多挑战。

三是距离下一届总统选举日期临近,失去众议院的共和党,需要调整工作重心。

另外,美国经济的基本面也出现了一些变化。美国经济动能在不断削弱,主要是特朗普的《减税和就业法案》的刺激作用边际趋缓。与此同时,民主党在夺得众议院多数席位之后,在财政赤字和预算上会对特朗普形成更多的阻力。综合多方面的估计,2019年美国经济可能会见顶,而后会进入下行渠道。在货币政策上,2019年也可能是美联储货币政策的一个转折。现在市场预期是,加息次数可能会从原来的3次降为2次。

无论从哪个方面来说,都给人民币汇率的调整释放了一定的区间。因此,2019年人民币

面这两个短期因素本身是动态变化的,另一方面,它们是否能够形成人民币长期下跌的合力?为此,笔者提出了一个人民币的政治经济学分析框架,从经济层面分析了人民币下跌的基本面因素,同时从购买力和引导市场预期等层面分析了人民币汇率“破7”的掣肘因素。8月初,人民币汇率突破6.8之后,在这个位置盘整3个星期。8月下旬,又进入下跌通道,而后一直在6.8到7之间窄幅波动。期间,离岸人民币汇率一度突破7的关口,但开盘价和收盘价始终都在7以内。

2018年10月,布伦特原油价格从6月的每桶47美元一路上涨到10月的每桶82美元,几乎翻了一倍,据当时笔者的测算,上游原油价格上涨,如果新一轮订单签订,价格将显著提高,对

汇率的走势以及影响汇率走势的因素可以将2018年看成是一面镜子。

笔者在对2019年经济展望的时候,提出了一个基本框架。从具体宏观指标上来看,政策的边界大概率是“保卫678”,即GDP增速维持在6%以上,人民币汇率维持在7左右,广义货币供应M2增速推升到8%以上。就人民币汇率来看,今年可能会出现宽幅波动,中枢在6.8左右。如果上述谈到的可能利好因素反而出现恶化,那今年人民币汇率“破7”的概率是比较大的。

但笔者认为,除了在极端的情况下,即使“破7”也不会出现跌跌不休的情况。如果这些利好的因素都兑现,人民币汇率升到6.5的位置是比较合适的,因为升值过多不利于出口。

■ 长期贬值基础不存在 ■

多措并举推动新动能发展迈上新台阶

□国家信息中心政策动向课题组

■ 新动能发展环境总体有利 ■

一是国际环境,利弊各半。对于国际环境,从市场环境看,世界经济反弹即将见顶回落,市场需求对新动能发展的拉动作用将相应减弱。本轮全球经济回升始于2016年下半年,是在量化宽松政策驱动下的技术性反弹,迄今为止历时2年之久。随着各国货币政策为了对冲美联储加息纷纷转向,世界经济这一轮反弹即将结束,2019年见顶回落的概率较大。伴随全球经济景气下滑,以新业态、新技术和新产品为载体的新动能发展的市场环境也将有所趋紧。

从资金投入看,新动能发展的资金来源主要是政府财政扶持资金和社会资金,然而这两方面的资金都将更加趋紧。次贷危机以来,各国为了刺激经济增长,不断加入财政支出力度,全球政府负债率已经达到了前所未有的高度,财政政策空间已经非常有限。与此同时,各国央行加息次数明显增加,全球性流动性逐步萎缩。根据美银美林研究,全球央行2016年购买1.6万亿美元资产,2017年2.3万亿美元,2018年仅剩0.3万亿美元,到2019年将转为净卖出0.2万亿美元。在这一过程中,新兴市场资金流出速度会加快,资金紧缺程度也会更加严重。

从国际关系看,外贸不确定因素将给中国高新技术产业的发展设置更多障碍。在美国政府的示范和推动下,其他发达国家对中国高新技术产业发展的防范力度必将相应增强,中国从外部获得高新技术的难度将有所加大。

有利条件方面,中国巨大的市场规模助推国际双边、多边、区域性合作。特朗普推动的“美国优先”战略正在不断地打破全球经济一体化格局。各国为了共渡难关,积极推动双边、多边、区域性的各种经贸合作谈判。在这种背景下,中国市场规模超越美国市场,成为世界第一,势必增强与其他国家开展经贸合作的筹码,更有利于我们达成各类国际合作协定,将在一定程度上缓解由于外贸不确定因素和世界经济增长放慢带来的不利影响。

全球贸易保护主义助推国外高技术企业对华投资。在高新技术产业化的进程中,市场需求发挥着至关重要的作用。全球经济一体化的格局下,高新技术企业的设立往往集中于创新资源的汇集区。反之,全球贸易保护主义兴起的形势下,高新技术企业的设立就需要更加贴近市场。当今世界,中国是创新技术产业化最佳的市场之一。许多跨国公司为了推动其新技术的产业化和新产品的市场化,势必需要优先考虑对中国的投资,从而给中国新动能发展带来外溢效应。

国际环境变化助推中国加快对外开放步伐。为了减弱贸易不确定因素带来不利影响,我国选择了更加有力地开放市场,更加积极地营造和完善公平竞争和法制化、国际化、便利化的营商环境,更加主动地完善市场准入的负面清单制度,更加明显地放开金融、交通运输、商贸流通、制造、能源等各领域的投资限制。清单的特别管理措施大幅减少,由最高峰时的400多条减少为2018年版的48条。2019年3月底前,全面清理取消外商投资准入负面清单外对外资设置的准入限制,实现内外资准入标准一致。这些开

2019年,国内外环境机遇大于挑战,在创新创业升级版战略深入实施、乡村振兴战略规划全面落地、新一轮民营企业扶持政策集中涌现、设立科创板并试点注册制等一系列因素的有力推动下,我国新动能发展将迈上新台阶。

放政策的实施必将极大地吸引具有高新技术和高端服务能力的外资企业进入中国,为国内新经济发展注入新动力。

二是国内环境利多于弊。全社会“容错机制”依然未能有效的建立。创新是新动能发展的基础,“容错机制”是创新发展的前提。

科技成果产业化渠道依然不畅。我国大多数研究型高校虽然成立了技术转移转化部门,但技术转移转化的工作却没有落到实处。这些转化部门人员通常是普通行政人员,缺少懂技术、懂市场、懂运营管理的专业人才,部门职能主要限于合同审核、文件上报、材料公示等程序化工作,基本不提供专利申请、价值评估、商务接洽等高附加值服务。同时,第三方市场中介发展缓慢,高校大量科技成果只能深藏闺中,无法与企业需求实现良好对接。

传统市场空间有所变小。我国传统制造业企业正在陷入市场空间不断收窄的困境,新旧动能转换的环境趋紧。这些企业面临来自印度、越南、菲律宾等低成本国家的竞争,传统市场份额不断萎缩。在高端产品开发方面,它们往往无法与发达国家的同行竞争,难以开拓新市场。在这种情况下,我国许多传统制造业企业宁愿选择外迁到低成本国家,而不愿意进行技术开发和产品升级。

中小企业创新能力不足。中小企业是创新的主力军,也是发展新动能的重要主体。但是,我国中小企业发展普遍面临融资困境,大多数正常生存都非常困难,更遑论创新发展了。中小企业规模小,市场占有率低,财务状况不透明,销售收入及现金流缺乏稳定性,还款资金来源难以以保证,存在较高的倒闭率和违约率,使得银行难以遵循安全性和收益性原则给它们放贷。另外,中小企业工作、生活环境相对较差,员工薪酬、福利待遇较低,发展前景通常不明朗,对于创新型人才缺乏吸引力。

有利条件方面。政府制度改革红利将进一步释放。面对外部环境变化对我国发展带来的诸多挑战,按照党中央、国务院要求,2019年将进一步推动政府改革,优化营商环境。进一步减

少社会资本市场准入限制,全面实施新版市场准入负面清单,推动“非禁即入”普遍落实;进一步简化企业投资审批,在全国开展全流程、全覆盖工程建设项目审批制度改革,全部实现各类投资审批在线并联办理;进一步减轻企业税费负担,多管齐下,继续降低企业税负和社保费率;进一步提高政务服务效能,精简行政处罚事项,制定规范自由裁量权的办法;进一步推动民营企业发展,坚持“两个毫不动摇”,出台更多有利于民营企业稳定健康发展的政策。

“双创”升级版将为新经济发展进一步赋能。2018年9月国务院发布的《关于推进创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》,围绕着创新创业服务生态全面升级、创业带动就业能力明显提升、科技成果转化应用能力显著增强、高质量创新创业集聚区不断涌现、大中小企业创新创业价值链有机融合、国际国内创新创业资源深度融汇等六个发展目标,把握优化创新创业环境、降低创新创业成本、提升创业带动就业水平、增强科技创新引领作用、提升支撑平台服务能力等五个维度,推动“双创”生态全面升级,形成创新创业发展新格局,必将为新动能的发展壮大提供更好的创新环境。

新消费增长的基础进一步夯实。新经济发展的技术基础是新一代信息技术,资源基础是大数据,路径基础是产业融合。我国以云计算、移动互联网、物联网、物联网为代表的新一代信息技术的飞速发展,正在快速构建能够实现人与人、人与机器、人与物以及物与物之间能够直接沟通的“泛在网络社会”,为个人和社会提供了无处不在、无所不在的信息服务和应用。我国全产业的经济结构、庞大的消费人群和市场催生了全球最大的大数据产业,新一代信息技术和大数据资源的整合驱动智能化技术快速发展,使得智能城市、智能社区等不断从概念成为现实,产业融合也变得更加普遍。

新消费增长的制度环境进一步优化。在新常态下,我国传统“温饱型”消费正快速向“品质型”新消费过渡。为了顺应居民消费提质转型升级新趋势,推进现代化经济体系建设 and 经济高质量发展,中央和地方正在不断改革创新,破除体制机制障碍,全面营造良好消费新环境,从供需两端发力,积极培育重点领域消费细分市场,不断满足人民日益增长的美好生活需要。

乡村振兴战略深入实施将使农村农业发展新动能进一步显现。2018年9月,中共中央、国务院印发《乡村振兴战略规划(2018-2022年)》。许多地方政府将在2019年底之前出台地方版的“乡村振兴战略规划”或“乡村振兴战略实施方案”,部署重大工程、重大计划、重大行动,确保乡村振兴战略落地落实,注重从农村改革、农业科技创新、培育现代农业经营主体和做大做强现代特色农业等方面着手,培育农业农村发展新动能。

■ 新动能发展将呈现五大趋势 ■

一是创新创业全面升级。

创新创业是新动能发展的重要抓手。随着《关于推进创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见》实施,“双创”生态将快速完

善,并逐步形成创新创业主体、平台载体、服务支持机构和外部发展环境良性互动、互促互进的有机整体;随着政府改革相关体制机制,出台针对性政策举措,“双创”政策将更加精准化,创新创业存在的难点和堵点问题将逐步排除;随着上海证券交易所设立科创板并试点注册制,创新企业的创新成本和创新门槛将明显降低,市场融资渠道将明显拓宽,天使投资、风险投资和私募股权投资等由此将迎来新的发展高潮。

二是产学研联动机制更加完善。

产学研联动机制是新动能的重要基础。随着科研、人才制度改革推进,阻碍创新资源要素的开放、共享和流动的制度将快速打破,推动高校、科研院所与企业共同协作平台的建立,促进科技成果信息共享机制的完善,打通科技成果转化渠道和需求端的对接渠道,以需求引领和转化渠道的畅通来推动科技成果转化效率和质量、水平的不断提升,从而为新经济发展注入更大动能。

三是民营企业创新活力快速释放。

民营企业是新动能发展的重要主体。在党中央和国务院高度重视下,我国民营企业将迎来全新的发展机遇。除了企业税费负担继续减轻之外,民营企业融资难融资贵问题将通过改革和完善金融机构监管考核和内部激励机制、扩大金融市场准入、拓宽民营企业融资等途径加以解决,符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业将获得必要财务救助;各种各样的“卷帘门”“玻璃门”“旋转门”将逐步打破,政府将在市场准入、审批许可、经营运行、招投标、军民融合等方面,为民营企业打造公平竞争环境。在新的环境下,民营企业此前被抑制的创造活力和创新能力必将得以快速释放。

四是新消费保持较快增长。

新消费是新动能发展的重要推手。我国政府顺应居民消费升级趋势,陆续出台了一系列促进刺激新消费的政策举措。随着时间推移,这些政策效应将逐步显现。服务消费将持续提质扩容,体育与旅游、健康、养老等融合发展将形成体育消费新业态。在全面放开养老服务市场的情况下,健康养老家政消费将出现多样化、专业化、规模化、网络化、规范化发展趋势。消费者体验、个性化设计、柔性制造等相关的产业在加快发展,定制消费、体验消费、时尚消费将持续热点。高端信息消费将纷纷试水,可穿戴设备、超高清视频终端、智慧家庭产品等新型信息产品,以及虚拟现实、增强现实、智能汽车、服务机器人等前沿信息消费产品,将走进越来越多的家庭。

五是农业现代化进程显著提速。

农业现代化是新动能发展的重要体现。实施乡村振兴战略规划的全面实施,必将加速推进农业供给侧结构性改革,加快现代农业产业体系、生产体系、经营体系建设,实现农村一二三产业深度融合发展;必将加速推进农村地区水电路气、信息、无障碍以及北方地区供暖等设施建设和改造力度,健全农村现代流通网络体系,有效降低农村流通成本;必将加速推进电子商务向广大农村地区延伸覆盖,畅通城乡双向联动销售渠道,促进线下产业发展平台和线上

国内物价有明显的抬升作用。如果油价继续上涨到每桶100美元,PPI会增加0.73个百分点,CPI会增加1.65个百分点。而且,油价上涨还会消耗外汇储备。根据国内学者测算,国际油价每上涨1美元/桶,国内就要多支出30亿元,这些因素给人民币增添了新的向下压力。

笔者曾提出,在通胀预期的复合背景下,货币政策可能不得不在稳定人民币汇率和国内风险资产价格上做出一定倾斜。但政策层面担心形成单边贬值的一致性预期,因此采取了一系列措施,包括提高外汇风险准备金率,重启逆周期调节因子,以及在海外发卖票等方式回笼离岸市场的人民币等因素。

2018年11月之后,人民币扭转过去一路下行的趋势,开始进入升值渠道。

总而言之,人民币汇率短期受利差、中期受通胀、长期受劳动生产率等因素的影响。在国际形势波诡云谲的情况下,保汇率就是保信心。当前并不是保不保的问题,而是保多少以及怎么保的问题。在具体措施上,风险准备金、逆周期因子等措施都已经运用,资本账户还会继续受到一定程度的管制。“保7”是个重要节点,人民币汇率在7附近波动时,会有一段拉锯的过程。

对于人民币汇率走势,笔者建议保持平常心态,让市场发挥决定性作用。不过,据IMF的测算,按照购买力平价来看,人民币仍然处在被低估的区间,因此长期贬值的基础不存在。其实,只要中国经济内部调整走在正确的轨道上,人民币汇率就不是一个大问题。

■ 相关政策建议 ■

一是加速推进国家创新体系建设。

要瞄准世界科技前沿,强化基础研究,实现前瞻性基础研究、引领性原创成果、独创理论的重大突破。加强应用基础研究,深度实施国家重大科技项目,实现关键共性技术、前沿引领技术、现代工程技术、颠覆性技术的创新,为建设科技强国、质量强国、航天强国、智造强国、数字强国、信息强国提供有力支撑。深化科技体制改革,建立以企业为主体、市场为导向、政府为辅助、金融为支撑的产学研政金深度融合的创新体系。倡导创新文化,宽容失败,强化知识产权保护,创新知识产权运用,激发科研人员创新积极性,培养造就一大批具有国际水平的战略科技人才、科技领军人才、高水平的研究团队和创新团队。加强对中小企业创新的支持,不断完善政策支持体系。

二是推进现代化产业体系升级工程。

坚定不移做强以智能制造为代表的高端制造业,加快发展智能装备与产品,着力推动制造过程智能化,以“互联网+”促进生产模式创新。引导支持企业将互联网技术、理念与传统制造业融合创新,依托互联网开展网络协同设计、精准营销、媒体品牌推广等,建立适应消费者驱动的新型生产组织方式,提升柔性化、个性化、快速响应市场的制造能力。

大力提升生产性服务业支撑能力,鼓励制造业企业向服务业链条延伸,推进工业云服务技术创新应用。加速发展新兴产业,大力推动移动互联网、大数据、云计算、物联网等与各行各业相结合,全面优化重构产业链、创新链、价值链,促进新兴产业发展。集聚发展形成新格局,建立健全国际竞争力的创新型产业集群,加大生命健康、航空航天、机器人、可穿戴设备和智能装备等未来产业培育发展力度,围绕生命信息、高端医疗、航空电子、无人机、机器人、智能制造成套装备等重点领域,组织实施一批发展前景好、技术水平高、价值含量高的重大项目,形成新的经济增长点。

三是建立大中小企业协同发展长效机制。

政府搭建产业互联网、大数据平台和公共服务平台,为各类企业尤其是中小企业提供公共服务,促进企业内部与外部、线上与线下等创新资源、生产能力、市场需求精准对接。成立专门引导基金,大力推动产业链上大企业与小企业的“纵向联盟”。

通过推动大企业与小企业的合作,强化上下游企业的产业联系,保障企业原料和销售的稳定,实现大企业与中小企业的协同发展,推动中小企业借助大企业平台快速融入全球生产与贸易体系。通过引导基金条款,要求纵向联盟中的大企业必须采购一定比例的国内中小企业配套产品,从而在促使大企业推动中小企业提高技术标准的同时,缓解国内中小企业的市场困境。(执笔:高辉清)