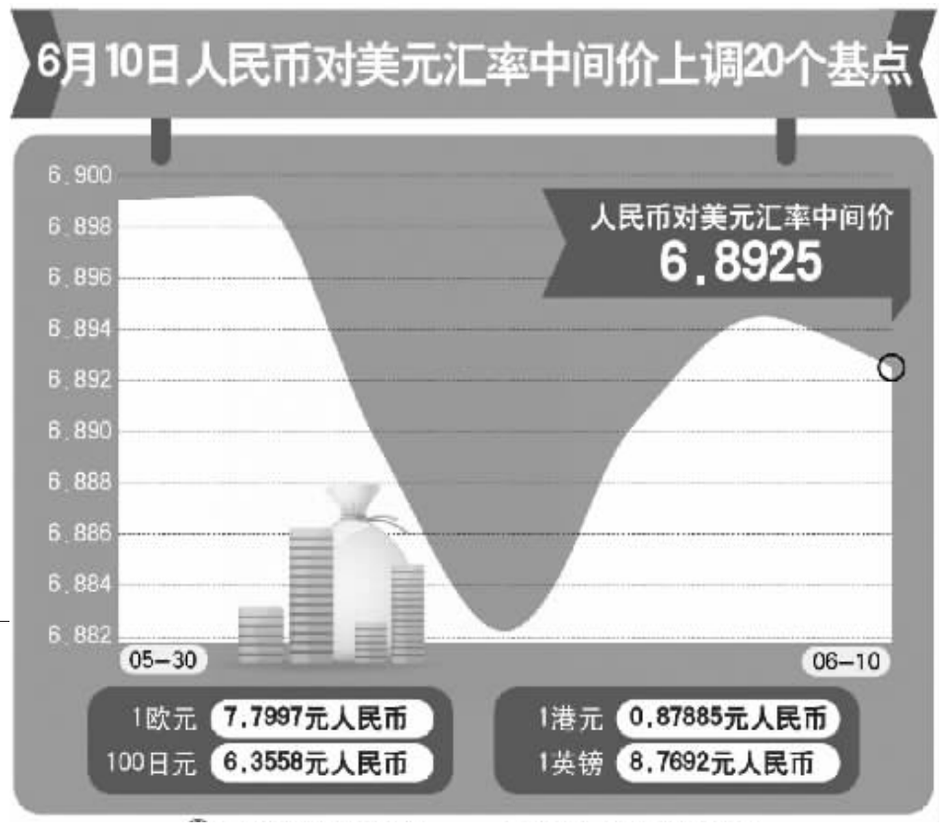
离岸市场人民币空头害怕被“吊打”了吗

□武汉大学经济学博导、董辅礽讲座教授 管涛

5月初以来，受市场消息面影响，离岸市场人民币兑美元汇率交易价（CNH）快速走低，带动在岸市场人民币汇率收盘价（CNY）走弱，且CNH持续较当日CNY偏贬值方向。CNH与CNY先后于5月13日和17日跌破6.90，人民币汇率第三次濒临重要心理关口。但迄今为止，境内外人民币汇率交易价都没有破“7”。境内对人民币汇率实行有管理浮动，CNY没有破“7”情有可原。离岸人民币汇率自由浮动，CNH却没有破“7”又是为什么？真如市场传闻，是境外人民币空头被“吊打”的结果吗？



新华社图片

境外做空势力的惨痛经历

2015年“8·11”汇改以来，每当境外人民币汇率面临较大下行压力时，通常的做法是：收紧境外人民币流动性，推高境外人民币利率，增加境外做空人民币成本，进而引起CNH回落（即升值），带动CNY企稳。境外做空势力由此被“吊打”、“拉爆”的惨痛经历有三次：

第一次是2016年1月11日至12日（当时境内发生了第二次“股汇双杀”），香港隔夜人民币同业拆借利率（HIBOR）分别高达13.4%和66.2%，推动CNH短短两个交易日升值了近2%。

第二次是2016年12月30日至2017年1月9日（当时汇率离破“7”、储备距破3万亿均仅一步之遥，境内激辩保汇率还是保储备），HIBOR被持续维持在12.8%-61.3%的高水平，CNH大幅反弹，最多时反弹了近3%。

第三次是2017年5月31日至6月1日（当时境内在人民币汇率中间价报价机制中引入逆周期因子，以对冲外汇市场顺周期行为和更好反映国内经济基本面变化），HIBOR分别被推高至21.1%和42.8%，CNH反弹了1%左右。

去年底，当人民币汇率再次濒临心理关口时，监管当局向人民币空头喊话：“几年之前都交过手，应该都记忆犹新”。结果，HIBOR并未出现异动，甚至随着市场消息面的积极变化，跌至2%以下。境外空头不战而退，人民币汇率再次成功守“7”。

本轮CNH连连跌破6.80和6.90整数关口，短短一个月时间就跌了2.8%，一举抹去了前4个月的升幅，成为将人民币汇率第三次引向守“7”还是破“7”之争的重要推手。但在这波下跌过程中，香港市场的隔夜HIBOR并未飙升，5月15日发行央行票据当日，HIBOR较上日还回落了27个基点，16日起更是持续低于4月底的水平，月末收在2.10%，较上月末跌了41个基点，6月6日进一步降至1.52%；自5月20日起，HIBOR基本都低于隔夜上海银行间同业拆借利率（SHIBOR）的水平，5月末二者相差-10个基点，远低于上月末相差+42个基点的水平，6月6日二者差距进一步升至-79个基点。这表明监管当局并未采用通过推高HIBOR的方法来影响CNH走势，或者说迄今为止监管当局并没有为稳汇率尽出底牌。

预案比预测重要

CNH破6.90以后之所以没有接着破“7”，一方面是因为本轮CNH借消息面的变化快速下跌，有可能及时释放了贬值压力，避免了贬值预期的积累。截至6月6日，香港市场上，无论是无本金交割（NDF）还是可交割（DF）的1年期远期人民币汇率均未破“7”。5月份，NDF和DF的跌幅分别为2.7%和3.1%，与CNH的同期跌幅大体相当。目前，1年期NDF隐含的贬值预期也仅有1%左右。汇率跌得快并不意味着贬值压力或者预期必然大，这就是汇率“稳定器”作用的神奇之处。如去年尽管汇率又到了重要心理关口，但境内银行即远期结售汇（含期权）全年逆差合计仅119亿美元，其中6-12月份逆差合计也不过574亿美元，远低于2015年和2016年时单月就成百上千亿美元的规模。

另一方面，是因为有了前三次人民币空头被强力“拉爆”的教训，这次再跌至心理关口，境外不敢轻举妄动，看空不做空，市场买压并非很重。特别是在心理关口前，境内人民币汇率中间价坚守在6.90之下，甚至5月21日至23日间，在境外美元指数围绕98一线高位盘整的情况下，境内人民币汇率中间价连续三个交易日每天只跌两个基点，这被市场理解为监管当局在释放强力维稳的信号。

同时，自5月19日以来，四位央行领导频频向市场喊话，强调中国有基础、有信心、有能力保持人民币汇率在均衡合理水平上的基本稳定，监管当局在应对汇率波动中积累了丰富经验，政策工具储备充足，外汇市场不会“出事”也不允许“出事”，投机做空人民币必然遭受巨大损失。这既起到了安抚市场情绪的作用，也达到了震慑市场空头的效果。

展望未来境外人民币汇率走势，笔者认为，一是取决于境内经济金融数据（包括外汇收支数据），市场将会由此来判断监管当局汇率维稳的成本，进而判断当局维稳的意愿及能力；二是取决于人民币汇率中间价走势，由于逆周期因子的引入，中间价已经成为市场解读汇率政策信号的窗口，而非单纯的市场变量；三是外部不确定因素及关于汇率整数关口的舆论导向，对市场预期也会产生重大影响。

在整数关口前，市场对汇率政策有诸多猜测，对于政策透明度的需求也空前高涨。中国人民银行原行长周小川日前在接受媒体采访时，曾经提及央行与市场沟通的策略：“对一般大众，重在知识和体制框架的沟通；对进出口商等使用外汇的机构，引导并稳定预期很重要；对于投机者，则是博弈对手的关系，央行怎么可能把操作性策略都告诉他们？这就像是下棋，你不可能把准备的招数向对手和盘托出。”监管当局下一步守还是不守整数关口？是用老工具还是用新手段来实现汇率政策目标？大家拭目以待。当今世界，不确定性就是最大的确定性。预案比预测重要，这不仅适用于政策也适用于市场。

科创板建设需把握好四种关系

□中央财经大学兼职教授 王啸

在我国经济动能切换和金融供给侧改革的大背景下，科创板的推出是以增量改革带动存量结构优化的机制创新，是资本市场服务科技创新型经济的红利释放。随着科创板正式启动，执行层面宜处理好质量和数量、速度的关系，实质审核与信息披露的关系，定位的原则性和包容性的关系，融资、减持和退出的关系。

质量优先与数量扩容的关系

数据显示，2017年沪深交易所股票融资2,221亿美元，其中IPO融资328亿美元。（采用2017年数据以避免2018年股市大幅调整对市场融资的影响，以2017年底人民币对美元汇率6.66折算）同期，美国纽交所和纳斯达克的普通股和优先股融资2235亿美元，其中IPO（扣除封闭式基金的IPO）365亿美元。考虑到美国市场IPO有约20%的外国公司发行ADR，中国则有较多的境外上市企业，实际上中国企业的股票融资规模已超越美国。

上述现象由我国实体经济的证券化过程推动。中国资本市场本世纪以来制度红利相继释放，多年积累的国有和民营企业在迅速实现证券化。目前传统龙头企业的证券化过程接近尾声，未来每年新增IPO与国家经济体的增长相匹配，存在受到经济规律和市场规律支配的限度。

虽然IPO规模扩容存在天花板，但增量改革带动存量优化具有巨大潜力。中国资本市场与美国的差距体现在质量和结构上，美国前十名市值公司几乎为互联网和高科技公司占据，它们从诞生到成长为行业巨头，与资本市场形影不离。A股大市值公司集中在金融、传统能源和传统消费领域，这些公司的发展与间接融资体系密切关联。其中金融类上市公司（主要是银行类上市公司）的比重过高，占据了A股市值的22%，净利润的52%（2017年底），以及募集资金的20.3%（近三年平均数）。

因此，要推进科创板建设，吸引优质新兴企业上市，改变传统企业占比过高及对间接融资依赖过重的格局。科创板为新兴产业企业量身定做上市标准，并吸取资本市场长期以来的经验教训，在投资者适当性门槛、退市制度等方面进行制度创新，科创板的意义远非简单的板块扩容可比。

但这并不等于说，科创板建设不需要数量和速度。尤其是在刚开板的一段时间，需要集中吸纳一批过去被传统发行上市体制挡在门外的优质创新企业。随着科创板运行进入常态，需要从长远利益的角度把握速度、数量和质量的平衡。

实质审核与信息披露的关系

在质量优先、兼顾速度和数量的前提下，设立科创板并试点注册制以充分信息披露为工具，监管部门进行一定程度的质量控制。这种发行上市体制，是由现阶段市场状况和社会环境所决定的：

第一，市场诚信文化和失信惩戒机制尚未充分建立。

第二，科创板制定了严格的退市规则，但执行力度有待实践考验。未来的科创板是否可以复制“大进大出”，“快进快出”的纳斯达克模式，需要结合投资者结构、社会稳定等情况作出审慎判断。

第三，其他有利于公司治理的市场约束机制，包括做空、集团诉讼、控制权收购等，囿于法律、制度、文化等多种因素，目前尚未发展成形。

基于上述现实，事前监管在一定程度上担当了市场制约机制缺位情况下的质量把控职能。为减少事前审核的弊端，一方面加强公开透明、过程留痕和多人多环节审核制度，最大程度地限制寻租空间；另一方面借助交易所的市场化地位有效行使酌量权，消解行政方式有时不得不“一刀切”的无奈。

保持融资和减持规则的连贯性

目前科创板定位于“硬科技”（新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保、生物医药等领域）企业。这类技术企业与本世纪以来“中概股”凭借商业模式创新抢占市场先机，获得赢者通吃的垄断地位有所不同，需要长期技术、人才、工艺的积累。而且，我国科技创新企业大多处于科技攻关期和市场拓展期，还将面对外部不确定因素形成的产业链壁垒。由此，科创板发展需要有伴随新一代科技企业艰苦创业和成长的耐心和定力。

随着科创板企业上市进入常态化，可在坚持定位原则的前提下，适时适度提高包容性，接纳一些商业模式创新，并且让取得较大成就的企业上市。毕竟在迭代和跨界竞争的时代，企业边界变得模糊。

股份交易制度是发行上市制度的自然延伸。科创板对企业和投资者最重要的不是通过IPO融到资金，符合科创板定位的企业一般已经获得多轮私募融资。科创板的吸引力在于提供证券流动和价格发现，给予创始人团队“市值”身份与激励手段，并为私募投资机构提供退出渠道。

资本市场上广义的融资既包括上市公司发行新股，也包括股东转让股份。融资、投资和退出是镜像和闭环的关系。投资既包括认购新股，也包括受让老股。相应地，企业发行新股和股东转让老股也都属于融资行为。从时间轴来看，股东转让存量股是对其早期的一笔投资的兑现，又是新一轮投融资活动的开始。

在成熟市场，两类融资交易在法律和实践中并不歧视对待。首次公开发行包括新股的首次公开发行和老股的首次公开出售，“上市后续发行”既有公司发行新股，也有股东出售存量股份。

笔者建议，发行上市制度和交易制度应保持逻辑的一致，以避免影响整个市场的良性运行。以科创板为契机梳理和调整股份转让的有关规则，减少对协议转让交易的价格和期限限制，择机启动上市前存量股与公开发行新股同步的减持机制等。

债市料呈现震荡走平格局

□中山证券首席经济学家 李湛
中山证券研究员 方鹏飞

4月和5月的经济数据未能延续一季度的“小阳春”态势，投资、工业生产、消费增速回调。得益于2018年末国内出台了较大力度的逆周期调控政策，紧信用格局已经得到修复。当前，面对内外部不确定性因素，预计政策将处于持稳状态。受政策持稳影响，预计债券市场短期内呈震荡走平格局。中期而言，受外部不确定因素影响，我国货币政策料进一步预调微调，债券市场将迎来较好的投资机会。

海外经济阴晴不定

美国制造业和非制造业PMI持续下行。美国4月ISM制造业指数为52.80，低于预期的55.00和前值55.30，创2016年10月份以来新低。从分项指数看，4月ISM制造业生产指数、就业指数和新订单指数均明显回落。其中，就业指数从上月的57.5大幅下降到52.4，新订单指数从上月的57.4大幅下降5.7个百分点至51.7，生产指数从55.8下降至52.3。4月ISM非制造业指数为55.5，低于前值56.1和市场预期值57，美国服务业景气度同步放缓。5月美国ISM制造业指数进一步下行至52.1，经济前景明显趋于黯淡。

美国4月失业率再创新低，但薪资增速不及预期。2019年4月，美国非农就业人口增加26.3万人，高于预期19.0万人和前值19.6万人，创3个月新高。美国4月私营部门就业人口增加23.6万人，前值增加18.2万人。美国4月失业率为3.6%，预期3.8%，前值3.8%，为1969年以来的新低。美国4月劳动力参与率为62.8%，预期63%，前值63%。美国4月平均每小时工资环比增长0.2%，预期增长0.3%，前值增长0.1%。PMI下行，失业率处于低位，表明美国经济走势短期乐观，但中长期可能面临风险。

欧元区经济继续下行。欧元区4月制造业采购经理指数(PMI)的初值为47.9，略高于预期的47.8，前值47.5，仍处于荣枯线以下。综合以及服务业PMI的终值分别为51.50及52.80，均低于前值。此外，德国经济增速放缓，德国4月制造业PMI终值为44.4，低于预期44.5和前值44.5。PMI数据表明欧洲制造业低迷、经济下行压力仍在延续。

近期，随着外部不确定因素增加以及美债收益率大幅下行，美联储对降息的态度有所转变。越来越多的美联储官员认为降息正成为可能选项。美联储主席鲍威尔也表示正关注美国经济前景，将采取适当的行动去维持经济扩张，让通胀处于2%的目标。美联储降息之门正在打开。

欧洲央行维持利率不变，欧元区经济继续面临下行风险。北京时间4月10日晚间，欧洲央行公布了4月议息会议决议：保持政策利率不变。TLTRO-III利率设定细节要等到未来会议才会公布。对是否采用分层利率系统以缓解负利率的副作用，尚未开始正式讨论，做出决定为时尚早。欧央行行长德拉吉在议息会议后的发布会上表示，货币政策仍需足够宽松，以保障实现欧洲央行制定的通胀目标。如有必要，欧央行将动用所有政策工具。欧元区增长偏弱，继续面临下行风险。

5月美欧股市大幅下行，债市利率大幅下跌。5月海外主要经济体股市下跌，债市利率大幅下行。美国纳斯达克指数5月大幅下跌7.93%，为2019年以来首个月度跌幅；德国DAX指数5月下行5%。债市利率大幅下跌，美债收益率深度倒挂。至5月末，10年期美债收益率收于2.14%，当月下跌37BP，较年初大幅下滑55BP。10年期德债收益率收于-0.20%，当月下跌23BP，陷入深度负值区间。1年期美债和5年期美债收益率深度倒挂，至5月末，1年期美债收益率已高于5年期美债收益率28BP，创次贷危机以来最高水平。

国内经济存在下行压力

国内PMI数据回落，制造业PMI回落至荣枯分界线下。5月官方制造业PMI为49.4%，低于前值50.1%，时隔两月之后再次跌入荣枯线下方。新订单指数为49.8%，比上月大幅回落1.6个百分点；生产经营活动预期指数为54.5%，前值56.5%；主要原材料购进价格指数和出厂价格指数分别为53.1%和52.0%，前值分别为51.8%和49%，均有较大幅度的回落。官方非制造业PMI为54.3，持平于前值，非制造业总体保持平稳较快增长；综合PMI产出指数为53.3%，环比下降0.1个百分点。

CPI和PPI涨幅均扩大。数据显示，2019年4月份，CPI同比上涨2.5%，前值2.3%，比上月上涨0.2个百分点，创6个月新高，主要是受食品价格上涨拉动；CPI环比由降转涨，上月环比下降0.4%转为上涨0.1%。2019年4月份，PPI同比上涨0.9%，前值0.4%，环比上升0.3%，前值上升0.1%，主要原因是受到油价上涨和基建带动内需增长等因素影响。工业生产者购进价格同比上升0.4%，前值为0.2%。环比为-0.1%较前值有所下降。4月CPI同比涨幅明显扩大、PPI同比环比均回暖，工业企业利润有一定的改善空间。

大宗商品价格出现下行迹象。受外部不确定性以及经济数据下行等因素综合影响，5月大宗商品价格先上后下，出现下行迹象。就同比数据而言，5月南华综合指数和南华工业品指数涨幅分别为4.96%和8.96%，较前值大幅下滑。环比来看，5月南华综合指数和南华工业品指数分别下行0.04%和0.5%。大宗商品价格出现下行迹象，意味着PPI通缩风险又有所增大。

4月金融数据不及预期，但社融和M2增速仍保持在较高水平。从贷款结构上看，企业部门贷款增量的减少幅度大于居民部门，企业部门贷款新增3471亿元，创下2018年以来的次新低，比去年同期少增2255亿元，比上月少增7188亿元。4月份社融、M2等金融数据不及预期，主要是由于人民币贷款和未贴现票据当月同比大幅减少，但考虑到一季度社融超预期是财政前移叠加银行信贷冲量作用的结果，预计之后社融可能仍会保持温和回升。

数据显示，前4个月，我国对外贸易进出口9.51万亿元人民币，同比增长4.3%。其中，出口5.06万亿元，增长5.7%；进口4.45万亿元，增长2.9%。与此同时，前4个月，我国一般贸易进出口5.68万亿元，增长6.6%，占我国进出口总值的59.8%，比去年同期提升1.3个百分点，贸易方式结构进一步优化。

债券市场谨慎乐观

宏观政策逆周期调节仍在持续，但力度和节奏稍有调整。一季度经济数据出台之后，决策层定调“一季度经济运行总体平稳、好于预期，开局良好”，但“国内经济存在下行压力，这其中既有周期性因素，但更多是结构性、体制性的”，要求“有效支持民营经济和中小企业发展，加快金融供给侧结构性改革，着力解决融资难、融资贵问题，引导优势民营企业加快转型升级。”同时，“要强化宏观政策逆周期调节，财政政策要加力提效，减税降费要尽快落实到位，货币政策要松紧适度，根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，加大对实体经济的金融支持。”决策层认为，经济开局虽好于预期，但下行压力仍存，因此宏观政策逆周期调整并未退场，但需根据“经济增长和价格形势变化及时预调微调”。

受外围因素影响，5月债市收益率出现下行。受全球贸易形势不确定性增加及海外市场债市利率大幅下行影响，5月中国债券市场利率出现下行。1年期国债收益率下行1BP，5年期国债收益下行12BP，10年期国债收益率下行11BP。信用债收益率下行幅度大于利率债。1年期AAA短融收益率下行8BP，3年期AAA中票收益率下行33.51BP，5年期AAA中票收益率下行28.87BP。1年期AA短融收益率下行17BP，5年期AA中票收益率下行22BP。整体来看，受限于宽信用推进下经济下行风险有所缓释，国内利率债下行幅度小于海外市场，并且信用利差持续收窄。

4月和5月的经济数据未能延续一季度“小阳春”的局面，投资、工业生产、消费增速回调。得益于较大力度的逆周期调控政策，紧信用格局已经得到修复，面对当前内外部不确定性，预计宏观调控政策仍将处于平稳状态。受相关政策趋势影响，预计债券市场短期内呈震荡走平的格局。

中期而言，从未来半年或一年的角度来看，外部不确定性将成为影响债券市场走势的重要因素之一。一方面，美国经济前景趋于黯淡、美债收益率深度倒挂，美联储降息之门正在打开，其对中国货币政策的掣肘减弱。另一方面，受外部不确定因素影响，我国货币政策料进一步预调微调，债券市场将迎来较好的投资机会。