

人民币汇率有望继续走强



视觉中国图片制图/王春燕

新年伊始,人民币汇率(本文指人民币兑美元双边汇率)继续保持强势,中间价和交易均价曾升破6.33,创下45个月以来的新高。1月27日起出现回调,1月28日人民币汇率中间价收在6.3746,与上年末基本持平。笔者预计人民币汇率继续走强但动能减弱。

人民币汇率延续强势

2021年9月份以来,为避免年底集中结汇造成的影响,境内企业采取了增加结汇或以自有外汇对外支付的操作。2021年9月至12月,海关贸易顺差合计同比增长31%,银行结售汇总顺差下降22%。其中,2021年12月结售汇顺差435亿美元,同比下降56%,仅占到全年顺差的16%。这是造成当时美元指数创新高,美元强、人民币更强,人民币汇率与其走势脱钩的重要市场逻辑。去年9月初至12月底,对美元指数与滞后一个交易日的人民币汇率中间价取自然对数后,二者具有较强的负相关性,相关系数达到0.758。

进入新的一年,人民币汇率与美元指数总体恢复了跷跷板效应。1月份,二者取自然对数后的相关性转正,相关系数为0.216。其中,1月4日至19日,二者呈现较强的正相关性,相关系数为0.796;1月20日至28日正相关性有所下降,但相关系数仍达到0.606。这显示,1月上中旬国际市场上美元指数冲高回落,接连跌破96和95,是推动人民币汇率走高的主要原因,而月底美元指数强势突破97,又引发了人民币汇率的回调。

人民币汇率延续强势,还反映了市场供求的作用。1月份,人民币汇率中间价随着国际市场美元指数涨跌,总体呈现美元强人民币弱、美元弱人民币强的反向变动。由于美元指数先跌后涨、人民币汇率先涨后跌,全月人民币汇率中间价累计上涨11个基点。当月19个交易日中,收盘价相对当日中间价偏强的交易日有14个,累计对中间价升值贡献了335个基点。从境内外人民币汇率交易价的差价来看,离岸人民币汇率(CNH)相对在岸人民币汇率(CNY)持续在偏贬值方向,年初至1月28日,日均差价为70个基点,较上月日均差价上升了

● 中银证券全球首席经济学家 管涛

18个基点。这表明当前人民币升值仍主要是在岸市场驱动。

升值动能或有所减弱

当前人民币升值动能或有所减弱。一方面,境内银行间市场外汇成交量减少。1月份,银行间市场日均即期询价外汇成交量308亿美元,环比减少8%,同比减少15%,日均成交量为2019年以来同期最低。特别是1月21日至26日连续四个交易日,人民币汇率中间价和交易价连连升破6.34和6.33,屡创新高之际,每日外汇成交量均低于290亿美元,日均成交量267亿美元,较1月4日至20日日成交量低了14%。1月27日,因美元指数大幅反弹,盘内人民币汇率交易价快速回调,当日境内外汇成交量468亿美元,环比增长78%,规模创过去三个月来新高。从高频的日交易数据看,这表明度过财务核算和人民币支付需求较强的年关效应期后,境内外汇供求关系总体趋于改善,同时也表明“低(升值)买高(贬值)卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。

另一方面,人民币双边和多边汇率涨幅趋于收敛。2021年,由于上年底银行结售汇近千亿,人民币汇率开年就顺势升破6.50,首月在美元指数最多下跌0.6%的情况下最大涨幅为1.3%,中国外汇交易中心口径(CFETS)人民币汇率指数上涨1.7%。而今年1月份,上个月海关进出口也有近千亿

顺差,但人民币汇率却未升破6.30,当月在美元指数最大跌幅1.1%的情况下,人民币双边和多边汇率最大涨幅均未超过1.0%。

市场因素料引发汇率纠缠

去年11月份,全国外汇市场自律机制第八次工作会议在重申“双向波动是常态,合理均衡是目标”的同时,首次提出“偏离程度与纠偏力量成正比”。今年年初,央行指出,汇率可能在短期偏离均衡水平,但从中长期看,市场因素和政策因素会对汇率偏离进行纠正。

如前所述,不论同比还是环比,当前人民币升值动能均有所衰减。“二连涨”之后,与其继续去预测人民币汇率会不会破六,还不如关注市场或政策因素可能触发的汇率纠缠。

一是美元指数进一步走强的风险。今年以来,美联储不仅改口通胀“暂时论”,表示要加快缩减购债步伐,还在年初议息会上放风,未来不排除每次会议都有可能加息,年内甚至会考虑缩表,或推动美元指数进一步反弹。

二是中美利差进一步缩小的风险。去年,受中美货币政策重新错位的影响,10年期中国国债收益率收窄了近百个基点,全年境外机构净增持境内人民币债券虽然仍达到7487亿元,但同比减少30%。去年底以来,中国央行为了稳增长,降准降息措施齐出,而美联储为控通胀,已加快货币政策退

出。随着中美货币政策分化加大,预计中美利差进一步收窄。今年1月份,10年期中国国债收益率单月就缩小了30多个基点,降至仅有90个基点左右的水平。

三是国际金融动荡加剧的风险。2020年以来,以美股为代表的全球风险资产价格大涨,受益于主要央行特别是美联储的超级货币宽松。今年以来,A股市场很大程度上与海外市场动荡有关。鉴于美国国内通胀持续高企,美联储已承认货币政策滞后,这可能令货币宽松不如预期引发的风险资产价格调整成为现实。

四是中美经济增速差异收敛的风险。国际货币基金组织在最新的世界经济展望中指出,今年全球经济继续复苏但复苏势头减弱,全年预计增长4.4%,较上年回落1.5个百分点。其中,预计中美经济增速差异较低。

五是汇率预期管理和调控的政策风险。自2020年6月初人民币汇率震荡升值以来,相关部门多次发声并出台政策引导市场预期。目前,人民币双边和多边汇率升值均已持续一段时间,累积了一定涨幅,是造成外贸企业“有单不敢接”“增收不增利”的重要原因,人民币汇率短期存在偏离经济基本面的超调风险。如有必要,预计有关部门仍会在加强舆论引导的同时,采取增加汇率弹性、扩大资本流出、调控资本流入等政策措施,保持汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

需要指出的是,“风险”就是不确定性。前述五方面的“风险”未来并非一定会发生,但只要发生了,就会对人民币汇率产生反向作用。汇率测不准是必然,双向波动是常态。没有只涨不跌或者只跌不涨的货币。市场主体要深入理解和认识汇率风险中性内涵,坚持以“保值”而非“增值”为核心控制和管理汇率风险,这样才能在内外部的不确定性、不稳定性中增加胜算。

政策暖风吹散疑虑 A股值得美好期待

(上接A01版)落地效果究竟如何?专家认为,我国仍有进一步降准降息空间,政策储备工具足。

有机构分析,对于海外风险冲击的担忧及稳增长政策落地效果的不确定性是节前资金进场意愿偏弱的主要原因。中信证券发布的报告认为,市场的“情绪底”在节前已出现,“政策底”已明确。稳增长政策正在形成合力,预计随着投资者对稳增长政策以及经济企稳的信心不断强化,稳增长主线共识将不断增强,对市场的信心以及情绪也将获得提振。

春节期间,监管部门再次释放“稳”字当头的调控决心和信心。国家发展改革委副主任兼国家统计局局长宁吉喆撰文指出,积极推出有利于经济稳定的政策。针对经济下行压力,要以实际行动贯彻党的路线方针政策,落实稳健有效的宏观政策,慎重出台有收缩效应的政策,政策发力适当靠前。加强财政政策和货币政策协调联动,做好跨周期和逆周期调控有机结合。

在全球高通可能还将维持一段时间的背景下,我国物价水平将保持稳定。中国宏观经济研究院有关研究人士认为,2022年我国物价保持平稳运行具有坚实基础,预计CPI延续温和上涨态势,PPI涨幅可能逐步回落,上下游价格走势更趋协调。

可以预期,稳增长的政策措施将继续出台,并注重长短结合、统筹协调,强化跨周期和逆周期宏观调控政策有机结合,凝聚宏观、微观、结构、科技、改革、开放、区域、社会“七大政策”组合的合力。上述国家发改委有关负责人强调,加强去年和今年政策的统筹协调,去年出台实施的跨周期调节政策效应将继续显现,今年也将出台一系列新的政策举措,要做好有效衔接;加强部门间政策的统筹协调,做好经济政策和非经济政策的有效衔接。

专家建议,货币政策要灵活适度,保持流动性合理充裕,引导金融机构加大对实体经济的支持力度,疏通从宽货币向宽信用的梗阻;财政政策要提质增效,发挥托底和杠杆效应,发力减税降费和绿色投资,引导和激发社会资本活力。

“在全球其他主要经济体政策走向正常化的过程中,中国在货币政策上可能还会出现一些定向宽松,中国稳增长政策将解决短期问题,也会带来中长期增长潜力,特别是在形成新的增长点后,中国经济完全可以实现可持续的高质量发展。”汇丰大中华区首席经济学家屈宏斌说。

资金面:合理充裕可期 长期资金看好A股机遇

在政策面给力、基本面稳进的大势下,还有机构担心境外主要经济体货币政策正常化特别是美联储可能超预期收缩将引发全球资金流向逆转,造成新兴经济体金融市场动荡。对此,专家认为,人民币资产性价比高,对境内外长期资金的吸引力强,而经济转型升级再加上资本市场改革深化将催生更多投资机会。

业内人士普遍认为,海外主要经济体货币政策变化对我国影响总体有限。国家外汇管理局副局长、新闻发言人王春英指出,美联储这次货币政策紧缩的外溢影响可能低于上一轮。一方面,美国和非美主要经济体经济增长和货币政策的同步性比上一轮好,美联储很注重和市场沟通,国际市场的定价会作出相应调整,其外溢影响已得到部分释放;另一方面,我国经济基本面有较强支撑,国际收支结构稳健,经常账户顺差规模比较稳定,外汇储备也比较充裕,都会支撑我国较好地适应外部环境的变化。

从国内整体环境看,流动性合理充裕可期。“央行宣布降息等一系列动作,释放出鲜明的‘稳信贷’‘稳经济’政策信号,表明当前宽货币周期将延续,市场流动性维持宽松状态。”川财证券首席经济学家、研究所所长陈雳分析,海外资金的持续净流入和国内居民“财富搬家”共同作用,使得当前资本市场流动性较为充裕。

数据显示,随着我国金融市场对外开放水平的提升,人民币资产吸引力不断增强,外资持续增加对人民币资产的配置。2018年到2021年,外资累计净增持境内债券和股票超过7000亿美元,年均增速34%。目前,外资在我国股市和债市中的占比在3%至5%的水平,低于发达经济体。新兴经济体水平,未来提升潜力大。此外,人民币资产与发达经济体、新兴经济体资产价格、收益的相关度较低,是国际投资组合分散风险非常好的选择。“近年来,外资持续配置中国国债,持仓规模稳步增加。当前外资对A股配置比例依然处于低配状态。长期看,外资持续净流入依然存在空间。”高盛驻华董事长范翔日前在接受中国证券报记者专访时说。

“部分行业的主导调整是市场常态,不会成为整体市场走势的主导因素。决定市场运行趋势的是长期经济增长和产业升级方向。”博时基金董事长江向阳强调,中国经济提质增效的过程远未结束。新的、有生命力的产业不断涌现,企业盈利能力的根本来源——持续不断的创新和自我超越将活力四射。

当然,经济创新发展不会一蹴而就,政策落地见效亦非朝夕之间,资本市场改革更需要久久为功,但正如高善文所言:“当我们目光投向更长的历史和未来时,许多不确定性似乎消失了。”

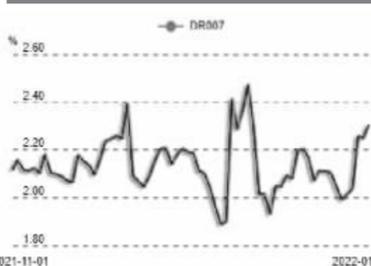
风物长宜放眼量。经济升级拥有更为扎实的制度、人才和技术基础,资本市场发展也具备更加强大的市场化、法治化、国际化基因,相信时间会验证这份更加美好的期待。

视觉中国图片

政策发力稳增长 一季度流动性宽松可期

● 交通银行金融研究中心首席研究员 唐建伟 资深研究员 夏升 高级经理 鄂永健

质押式回购成交历史走势图



数据来源/中国货币网

资金价格波动料不大

2月流动性缺口不大,现金回流是主要支撑。从影响银行间市场流动性的主要因素(财政存款、外汇占款、流通中现金、新增存款缴准、公开市场到期资金)来看,预计2月新增流动性缺口在3300亿元左右,若财政存款能加快下放,缺口还会缩小。

财政存款不确定性较大,大概率对流动性是正贡献。财政存款一般在1月因企业税收缴款而大幅增加,在3月因季末加大财政资金投放而显著减少,但在2月没有明显规律。从历史经验来看,在经济有下行压力时期,财政存款增加不多甚至会出现大幅下降。当前正是积极财政政策实施时期,预计财政资金将加快下放,从而对当月流动性形成正贡献。

受节前企业结汇需求扩大的影响,预计今年1月新增外汇占款会在200亿元以上。但出口订单指数持续回落预示未来出口可能承压,2月份工作日也减少,因此预计2月外汇占款新增额会有所下降,预计在100亿元左右。

预计节后现金回流补充流动性1万亿元,对流动性形成较强支撑。现金一般在节前大幅投放,节后大幅回流银行体系。但受春节在不同时段的影响,其对各月流动性影响的差异较大。当春节在1月或2月初时,往往是现金在1月大幅增加,2月大幅回流,如2019年和2020年的2月新增现金分别为-2.2万亿元、-2.1万亿元。今年春节时段为1月31日至2月6日,因此节后现金回流规模不小。但考虑到疫情影响,就地过年,这种效应会减弱。预计今年2月现金回流规模在1万亿元左右,这一规模虽然较往年下降,但仍对当月流动性构成较好支撑。

银行每月新增存款需要上缴准备金,这会带来新增流动性需求。历史经验表明,1月“开门红”过后,2月新增贷款及社融规模一般较小,这导致当月新增存款偏小。在2015年至2021年的历年2月,新增需要缴准的存款规模平均值为5200亿元左右,远低于1月约1.8万亿元和3月约2万亿元的均值。综合分析,预计今年2月新增需缴准的存款规模和往年类似,在5000亿元左右,按照目前的法定准备金率测算,需要回笼流动性450亿元左右,压力不大。

2月公开市场到期资金规模1.3万亿元。主要是逆回购到期较多,规模达1万多亿元,另有MLF和央行票据2500亿元。

公开市场精准操作将有效化解流动性时点压力。鉴于2月流动性压力主要来自公开市场到期资金,预计央行会根据各时点的流动性状况,特别是现金回流情况进行精准操作,有效化解可能出现的流动性压力,DR007仍将维持在逆回购利率上下小幅波动。3月流动性缺口可能扩大,政策护航下预计市场总体平稳。

综上分析,3月新增流动性缺口较2月有所扩大,但仍属正常范围。预计公开市场投放力度加大,中长期工具使用频率上升。在政策呵护下,流动性有望维持宽松局面,资金价格可能在部分压力较大时点小幅上涨,但不会出现剧烈波动,且存在DR007中樞政策利率下调进一步回落的可能。

关注实体经济融资需求

2月新增信贷及社融环比回落,同比有望多增。1月“开门红”过后,2月新增信贷及社融将有所回落。但在宏观政策的积极引导下,预计2月新增信贷及社融规模有望同比多增,或至少保持上年同期规模,M2增速有望显著提升,实体经济流动性环境较为宽松。

新增信贷有望延续良好态势。一季度本是金融机构信贷集中投放最显著的时期,加上货币政策“充足、精准、靠前”发力的引导,预计信贷增长延续较强势头。在“促进房地产业良性循环和健康发展”要求下,银行开发贷和按揭贷都能出现适当放松,以防止房地产领域信用风险集聚,满足企业开发和居民购房的合理需求。随着相关再贷款等支持工具陆续落地,普惠和绿色贷款投放量有望继续保持增长。综合来看,预计2月金融机构新增人民币贷款投放同比多增,约1.4万亿元至1.5万亿元。

地方债前置发力是社融的另一重要支撑。今年政府债券发行进度将呈现出显著的前置特征,提前批专项债券额度将可能尽快下达。同时1月IPO募资金额创单月历史新高,公司债发行规模则保持数月平稳,预计一季度股权融资和公司债发行还可以对社融有较好支撑。综合来看,预计2月新增社融融资规模可能较去年同期更高。

M2同比增速或显著回升。在来自新增贷款投放加快和政府债券融资前置的双重支持下,预计2月末M2同比增速可能进一步提升到9.7%左右。

3月信贷及社融季节性大增,融资需求走势需关注。季末一般是信贷及社融大幅放量期,加上宏观政策的持续引导,预计3月新增信贷及社融总投放量依然不低。但年初信贷及社融快速增长主要是政策靠前发力、银行提前储备项目的共同作用,实体经济融资需求能否有效提振是影响未来信贷及社融增长的关键因素,应予以密切关注。