

优雅复苏(上)

薛鹤翔

美元中期强势 欧债危机仍在上半场

过去两年,我们一直判断美元中期的走强。自2007年危机以来,美国在货币政策上的调整最早最充分,财政调整稍晚在2012年四季度启动,美国经济日渐复苏显露政策成效,因此早调整早复苏存在早退出的政策需求。美国地产复苏一波三折,2012年以来走向复苏,本轮复苏是在2011年的二次筑底后重新启动的,基本面更为坚实。

美元指数与A股的反向走势在统计上非常显著,尤其是在A股下跌时期。本次A股短期调整依然基本与美元走强相匹配。美元与中国的10年期国债收益率存在高度相关性,最近发现较高等级的信用债同样与美元有强相关性。美元走强时,中票收益率回落,美元走强,中票收益率震荡,表明资金面略紧而资产配置未明显偏向债券。

我们对欧债危机中期走势不乐观。欧元区分化在加剧,德国失业率持续走低,其他国家持续增长,而在2008年初,德国失业率在欧元区平均水平之上。最优货币区不害怕整体意义上的危机,而是害怕分化。欧债危机上半场是边缘国家的危机,下半场将是德国危机,目前上半场还没有结束,德国危机将表现为产能过剩、出口收缩、失业率上升。

作为早已完成工业化的国家,美国经济增长不是资源消耗型增长,过去近20年来,美国经济增速与大宗商品指数关系松散。美国式复苏并不会令大宗商品走强。过去20年,中国的城市化建设、出口产业增长是推动大宗商品的主要动力,时至今日这种情况虽然没有改变,但中国的城市化进程已进入下半场,即新型城镇化阶段,对大宗商品的需求结构正发生显著变化。判断大宗商品价格变成一个内生性的中国经济复苏问题。因此,我们认为近期部分大宗商品价格将会持续疲弱。

中国经济: 结构调整下优雅复苏

近期国家出台了多项规制性政策,但我们认为不会终结经济的复苏态势。

“国五条”和银监会理财新规前后冲击A股地产银行,但社会融资总量增长是大方向,规范而非抑制。静态估计不可取,银信合作与银证合作达到4万亿元,而理财产品8万亿,按35%计算,通道业务不能超过2.8万亿,因此存在1.2万亿的缺口,静态看会直接影响社会融资总量1.2万亿。实际上,银行会将资金更多布局于标准债券,我们认为标准债券市场迎来机会,信托等风险较高的非标债权受到冲击,社会资金出于避险等因素考虑会更多参与标准债券市场,虽然71号文等对城投债会有一定影响,但在新型城镇化战略既定,地方债发行存在法律障碍的环境下,城投债仍是不二之选,最近几个月来信用债发行大增就是明证。

在一系列调控政策出来之后,对复苏的怀疑在加大。那么规制是否会终结复苏?不会。但复苏的不确定性在增强,但只要总量政策保持不变,经济复苏的政策环境依然良好。

由于通胀形势显著缓解,因此货币政策立场并不需要改变。事实上,逆回购利率所代表的政策利率方向并没有丝毫移动。年后央行重启了正回购,被认为是货币政策立场改变的动作,但由于28天正回购利率保持稳定,同时正回购量也较温和,正回购重启目前也没有改变央行政策的方向。

2013年央行给定的货币政策目标是13%,预测2013年全年广义货币(M₂)增速都在13%以上,13%左右的M₂增速意味着通胀在2013年不会成为一个很大的制约,同时名义国内生产总值(GDP)增速将在9%-9.5%之间,因此13%的M₂增速是合意的。价改并不一定会引发通胀,资源品价改涉及的成品油、煤炭等大宗商品在新的定价机制下是下跌的,而电价、水价、运价则趋于上升。资源品价格改革的目的是市场化以及体现环境成本。

融资总量增速将在二季度有所放缓,印证2013年下半年经济增速将有所放缓。2013年财政政策的要比2012年更为积极,预算赤字率将达到2.1%,与2009年接近。

近期经济数据方面好坏不一,中国经济在结构调整方面却逐渐加速。新一届政府着力推进的新型城镇化将会对中国经济产生深远影响,新型城镇化的重要内容是市民化、市政建设和城市群,同时也会对城市污染和疾病有所作为,这些内容将促进相关领域经济发展。

(作者系国泰君安宏观研究员)

外汇干预悬疑

2012年10月至12月初,人民币汇率多次涨停,出现“有价无市”现象,市场陷入僵局。在一度授意商业银行购汇之后,央行终于从幕后走到台前,亲自入市干预。两条重要数据证明:央行一直在货币政策有效性和汇率稳定目标之间寻找平衡点。

谢亚轩

国家外汇管理局公布称,2月金融机构新增外汇占款正增长2954亿元,央行外汇占款增加3038亿元,增量接近于金融机构外汇占款。这表明,央行已恢复对外汇市场的干预,外汇占款再度成为基础货币的主要投放渠道之一。

数据显示,2月份的外汇数据已回到正常波动范围内。2月结售汇顺差232亿美元,其中,银行自身结售汇逆差90亿美元。但在2013年1月,银行自身结售汇逆差曾高达546亿美元,规模异常。央行恢复干预外汇市场与商业银行自身购汇之间似乎没有联系,而且商业银行在人民币升值的情况下还大举购汇,似乎与追求利润最大化的商业目标不符。个中疑云重重。

应该说,商业银行在人民币升值条件下大举购汇是完成使命。这是中国人民银行交给部分商业银行的“政治任务”,不得不完成。

投资者也许没有忘记,从2012年10月至12月初,国内外汇市场频繁出现人民币汇率“涨停”现象,出现“有价无市”现象,导致市场陷入僵局。究其原因,主要是因为企业和个人出于对人民币升值预期一致要卖出外汇,商业银行同样预期人民币升值不愿买入外汇,关键是,过去的“市场出清者”——中国人民银行也不入市买入外汇。但当汇率“涨停”持续,以至于影响到部分企业的正常结汇行为时,央行不得不找寻解决办法。于是有了初步方案:央行“垂帘听政”,在背后授意部分商业银行出面买入外汇,以缓解外汇市场僵局。但商业银行毕竟不能像央行一样“印钞票”,就算是为完成使命而买入外汇,也至少要解决两个问题:购人的外汇如何避免汇兑损失?因此付出的人民币流动性如何

补充?

央行投桃报李,允许商业银行以外汇缴纳法定存款准备金。商业银行如此听招呼,央行当然不能过河拆桥,总要让银行对股东有个交代。2013年1月央行资产负债表中“其他国外资产”较上月增加3336亿元(540亿美元左右),与同期国家外汇管理局公布的银行自身结售汇逆差546亿美元规模非常接近。

“其他国外资产”上一次大增是在2007年第四季度,原因是部分大型商业银行根据《中国人民银行关于以外汇缴存人民币存款准备金的通知》要求,用外汇资金缴纳相应的人民币存款准备金。据此推断,商业银行为完成任务购入外汇缴纳了法定存款准备金。央行允许商业银行以外汇缴存人民币法定存款准备金可谓一举两得,同时解决了以上两个问题:既为商业银行锁定了外汇资产账面汇率,又相应减少银行以人民币缴纳存款金额。这就不难理解,自2012年11月以来,投资者普遍感觉虽然外汇占款增量有限,但银行间流动性明显比较充裕。

中国人民银行希望在货币政策有效性和汇率稳定目标之间寻找平衡点。投资者都熟悉“蒙代尔不可能三角”:央行需要在货币政策有效性、汇率浮动和资本自由流动之间进行取舍。一直以来,中国人民银行为实现人民币汇率的渐进升值而不得不投放基础货币干预外汇市场,饱受“货币超发”的诟病。2011年以来中国际资本流动频繁,凸显资本管制效力在下降。人民银行不得不在货币政策有效性和汇率稳定两个目标之间慎重权衡。

2012年4月人民银行再次启动汇改进程,扩大单日人民币汇率浮动区间,以此昭示其提升货币政策有效性的取向。2012年5月至11月七个月中,央行都未大举干预



翟超/制图

人民币汇率,央行资产负债表中的外汇资产波动极小。但从2012年9月开始,国内外汇市场上结汇压力增加,汇率频繁涨停。此时,由于央行还不能判定这一趋势是否可持续,所以先是听之任之,希望市场发挥调节作用;继而在外汇市场“有价无市”,陷入僵局下,选择“垂帘听政”,授意部分商业银行入市购买外汇以活跃市场;由于机制原因,以上举措将从根本上缓解外汇供求失衡局面——毕竟商业银行不是央行。直到2012年12月10日前后,我们推测,此时央行

对中国国际资本流动的形势判断发生重大变化:判定国际资本流入的趋势可能持续,外汇市场僵局不易轻易打破,于是才从幕后走到台前,亲自入市干预。证据之一是,此后,国内外汇市场极少发生汇率涨停情况,银行间外汇市场的成交量也由此前的日均30至50亿美元上升到120至190亿美元。证据之二是,央行资产负债表中的外汇资产在小幅波动2个月后才在12月增加1453亿元,2013年1月更是大幅增加3515亿元,2月的增量也达3038亿元。

成立外汇平准基金仍不失为央行获得货币政策有效性的一个制度选择。鉴于人民币汇率已接近均衡水平,且经验表明,依靠商业银行难以真正起到活跃外汇市场的作用。未来央行仍面临如何在国际资本流动和央行资产负债表之间建立防火墙,如何平衡货币政策有效性与汇率稳定两个目标的难题。央行或者可考虑主导成立一个外汇平准基金,在一定条件下,主要由该平准基金来承担稳定人民币汇率的职责。

(作者系招商证券宏观研究主管)

中国资本流动波动探因



汪涛

随着2011年四季度以来中国外汇储备积累速度大幅放缓,媒体普遍报道称,中国出现大规模资本外流。我们认为,造成中国资本流动波动大部分原因,是人民币汇率预期以及国内外融资难易程度发生了变化,因此,2013年中国资本流动的波动将会减弱。

非直接投资资本流动剧烈

中国的直接投资收支一直比较稳定,而其波动主因是再投资收益的变化,后者同时受到国内外经济周期影响。此外,中国对外直接投资

“人民币汇率预期及国内外融资难易程度发生变化,是中国大规模资本外流的主因。日元和欧元兑美元下跌,人民币按贸易加权的有效汇率已经攀升,我们预计年内人民币兑美元汇率将区域震荡,不会有明显单边走势。”

一直在稳步增长。

另一方面,非直接投资资本流动的波动一直较大。2009-2010年间净流入为1000亿美元,2011年净流入280亿美元,2012年则转为净流出2120亿美元。造成这种大幅波动的主因并不是证券投资的变化。证券投资是中国资本项目中控制最严的部分,相关资本的流动规模被合格机构投资者制度限制。2012年,受益于中国企业在海外发行股票以及人民币合格境外机构投资者(QFII)额度和境外人民币债券市场的扩容,证券投资账户净流入额增加了280亿美元左右。

相比证券投资,其他非直接投资的资本流动波动则要剧烈得多,

从2011年净流入90亿美元转为2012年净流出2600亿美元。

外管局数据显示,造成这一剧烈波动的主因包括:1,贷款项从2011年的净流入600亿美元转为2012年的净流出820亿美元,这一方面是由于中国企业在2011年增加了境外负债规模,之后于2012年偿还外债,另一方面国内银行对非居民发放外币贷款的规模也有所增加;2,2012年非居民大幅减少人民币存款,反转了此前人民币存款的不断增势,使得2011年和2012年之间货币和存款项变动高达1000亿美元左右;3,2012年其他资本流动减少了约500亿美元。当然,如果将误差与遗漏项考虑在内,2012年该项净流出也上升了约500亿美元,资本净流出规模更大。

波动原因探究

取消强制性结售汇制度,使得外汇资产保留在其他国内企业或个人手中,而非让其流入央行。这些措施使企业或个人能将外汇资产放在海外或境内,使得商业银行拥有更多外汇发放外币贷款。人民币在跨境贸易的使用不断增加,企业则更易于在外币和人民币之间以及在国内外融资渠道之间转换。

更重要的是,过去几年市场对人民币汇率的预期发生了变化——此前强烈的稳定升值预期逐渐出现分歧,贬值预期不时主导市场。当然,中国经济项目顺差的不断下降,是市场对人民币汇率大幅低估的信念改变的主因。国内外融资的难易程度以及成本差异对过去几年非直接投资资本流动产生了一定影响。2010和2011年间由于国内信贷条件收紧而境外资金价格较低,中国企业境外贷款规模出现增长,尤其是从香港银行贷款。这些企业在境外市场发债规模也有所扩大。而2011年下半年到2012年底,中国政府收紧了外债管理,市场大多数时间里也呈现人民币汇率的贬值预期。两个因素作用下,中国企业的对外负债规模有所下降。

2012年四季度以来,随着全球风

险偏好改善、中国经济企稳以及人民币兑美元汇率再度走强,外汇市场上的人民币汇率预期也有所改善,事实上,目前人民币无本金交割远期市场上人民币对美元汇率的折价体现的主要是美元和人民币之间的息差,而非人民币贬值预期。

确实,资本的重新流入以及2013年一季度贸易顺差上升是近期国内即期外汇市场上出现人民币升值压力的主因。一定程度上,资本净流入可能还是国内企业在境外通过发行债券和股票融资的结果。

尽管人民币面临升值压力,我们仍然预计年内人民币兑美元汇率将区域震荡,不会有明显的单边走势。这是因为,由于日元和欧元兑美元下跌,人民币按贸易加权的有效汇率已经攀升,政府会担心人民币进一步升值将对出口和经济增长产生的负面影响。当然,如果未来几年中国能够继续维持快于贸易伙伴国的生产率提升速度,人民币就应该继续升值,但这其中可能只有一部分会通过名义汇率升值来实现。此外政府将继续增强人民币汇率弹性,并且有可能在今年进一步扩大人民币汇率的每日交易区间。而2013年中国资本流动的波动将会减弱。

(作者系瑞银首席中国经济学家)