

人民币汇率再破7 对债市影响的几点思考

分析师:王宇鹏

■ 本次人民币汇率 走跌的原因

5月17日以来,离岸人民币和在岸人民币兑美元汇率相继跌破“7”关口,人民币持续贬值。具体来看美元方面,美元指数大幅回升,最终报收103.19再度突破103,较前一周回升49BP;人民币方面,受4月经济数据低于预期以及美元强势反弹因素的双重因素影响,人民币贬值趋势明显,上周中在岸人民币汇率和离岸人民币汇率双双破“7”,但在上周五美国债务谈判计划中止后,人民币出现阶段性反弹,目前在7左右震荡。

此次人民币汇率走跌的原因我们认为主要受到以下五个方面的影响:

1)国内经济基本面不及预期,4月经济数据低于预期是导致人民币汇率走跌的关键因素。在内外需双重承压下,4月经济增速低于预期,显示我国经济修复速度放缓。4月国内工业增加值两年复合同比增长为1.3%,较3月回落3.1个百分点,同时工业增加值环比出现走负;4月制造业PMI回落至收缩区间,呈现出生产端需求不足、企业信心不稳的特征;4月社会消费品零售总额环比增长0.49%,环比增速低于上月,这说明消费仍在修复,但修复的速度已经放缓;此外CPI同比延续回落,也反映出国内需求不足。

2)国内政策力度不及预期。政府之前对于经济复苏节奏偏乐观,经济内生动能尚未完全修复,目前失业率仍然较高、稳增长压力仍然较大。而部分政策出现逐渐退出迹象,导致实体经济信贷收缩较早。

3)美国核心通胀增速绝对水平仍在高位。5月10日披露的4月美国通胀数据同比录得4.9%,虽然呈现逐月回落状态,但是核心通胀韧性仍在,连续5个月5.5%附近波动,回落情况不明显,因此导致市场对于美联储降息预期回调,推动美元指数上升。

4)近期美国债务上限问题以及美国银行业动荡,导致市场避险情绪升温,美元指数走强。一方面,本次两党围绕美国债务上限和新一轮财政计划博弈的过程十分复杂、持续时间长,即使市场普遍认为美国债务上限问题最终将得到解决,但这一博弈过程势必会对货币市场造成冲击。若债务危机后的美国大幅举债,将带来阶段性

流动性紧缩风险,或将带动美元指数短期内重回到上升态势。

5)从市场供需来看,2022年4季度以来,结售汇顺差有所收窄,部分时期出现逆差,反映出人民币需求偏弱,结汇需求对人民币的支撑偏弱。3月及4月我国出口持续高增,贸易顺差有较大幅度提升,但从银行代客结售汇的角度来看,相较于2022年3月及4月,当前时期我国代客结汇金额较低,反映当前企业结汇意愿较低,从而影响人民币需求。

■ 历史上人民币汇率走跌时央行的态度与回应

央行在人民币汇率走跌时采取的措施因时而异,需要根据经济形势、国际环境和市场供求情况等多方面因素综合考虑;但要注意,人民币汇率升值过程中,易产生顺周期、单边行为等“羊群效应”,导致汇率偏离合理范围,此时往往需要相关政策遏制投机行为,一般而言,当人民币汇率走跌时,央行可能会采取以下措施:

1)通过降低外汇存款准备金率,适度调节外汇市场供求,平稳市场预期。自2020年起,央行共调整四次外汇存款准备金率,2022年内二度下调,2022年5月16日,央行下调外汇存款准备金率由9%下调至8%;2022年9月15日,央行再次下调存款准备金率,外汇存款准备金率由8%下调至6%,消息落地,人民币兑美元汇率随之反弹,在岸人民币迅速反弹100点,离岸人民币一度急升逾200点,央行下调存款准备金率,是意图向市场释放积极信号,有利于稳定人民币汇率预期,避免出现非理性的超调。

2)调节货币政策。通过更多市场货币工具,如公开市场操作、SLF,MLF,PSL等等进行干预,以增加外资对人民币的需求,从而稳定人民币汇率,而不是大量应用调整利率及准备金率作为应对主要手段。同时也会通过行政性税费进一步调整产业发展结构,以应对后市汇率进一步加大波动。

3)央行可能放任汇率波动。如在市场偏好影响下的人民币兑美元汇率走低,尚不会导致大规模资本外流,同时还有利于出口的短期回升,因此央行可能会静观其变,不会因汇率而轻易调整货币政策。如2019年8月人民币汇率跌

破7元关口时,央行并未采取干预措施。

■ 对于后续货币政策的展望

对于我国下阶段的货币政策展望,结合4月政治局会议的内容,总体上肯定了我国家经济社会全面恢复常态化运行,需求收缩、冲击冲击、预期转弱三重压力得到缓解,经济增长好于预期。但是也强调了“国内经济内生动力还不强,需求仍然不足,并要防范境外风险向境内传导”。因此我们认为下阶段货币政策的执行,将仍以稳健宽松的货币政策为基调。

在货币政策总量工具方面:当前货币对实体经济的支持力度不强,按照社融增速和名义GDP增速相匹配的标准,事实上并不要求今年社融增速进一步大幅增长,因此,货币政策可能延续总量适度、节奏平稳,搞好跨周期调节,保持流动性合理充裕。从货币供应量的角度来看,总量上或适度针对M2走势。对于近期高增的M2和存款水平,央行认为主要原因在于“宏观政策引导+市场主体行为变化”,一方面,企业和居民理财资金向表内存款回流;另一方面,货币流通速度降低,市场主体的货币持有量和预防性储蓄存款上升,那么就不难理解为何偏高增长货币并没有带来相应偏高的通胀水平。既然前期M2的增长具有合理性,那么后期M2可能自然回落,下一阶段预计总量上适度针对M2。从信贷投放角度来看,今年1-4月实体经济数据可以看出,一季度信贷总体呈现超预期增长,除了与疫后需求集中释放,也受政策影响提前透支了部分信贷需求,而4月投放明显缩量则体现出当前实体经济内生需求仍然较弱。央行强调要保持信贷投放节奏和力度,因此,我们认为后续或加强对宽信用相关的窗口指导,继续支持重点领域信贷投放以及打通宽货币向宽信用的传导通道。

在货币政策结构性工具方面:结合一季度货币政策执行报告,结构性工具强调“聚焦重点、合理适度、有进有退”,因此不排除后续增加结构性货币工具的可能性。首先,在物价中枢下移、企业投资回报率下行的背景下,央行或通过非对称降准LPR等手段推动贷款利率下行,刺激企业信贷积极性。结合前段时间大行自发降低存款利率的影响,在银行净息差边际回升

的背景下,央行可能进一步引导下调贷款利率。而在信贷投向方面,央行仍然坚持运用结构性货币政策工具引导资金流向重点支持领域,包括扩大制造业中长期贷款信贷规模,以及碳减排、小微、普惠养老等领域。

■ 对债市的影响展望

对于国内债市,基本面较弱以及市场对货币宽松的预期博弈可能驱动10年期国债利率低位震荡,人民币汇率下跌对债市的影响有限。

1)从经济基本面层面来看,尽管4月基本面数据不及预期,但整体经济仍处于弱修复态势中,同时我们认为当前债市对后续基本面持续弱势已经定价,因此10年期国债收益率大概率维持2.7%左右低位震荡;

2)从汇率走势层面来看,汇率下跌对债市是利好,至少提示经济修复程度较弱;但从汇率走势对货币政策的制约来看,对债市可能存在一定利空,货币政策进一步宽松的压力较大。因此,我们认为汇率并不是债市走势的长期可参考因素,仅在突破关键点位置后,可能会对市场情绪产生一定的负面影响。并且结合之前的分析来看,本次人民币贬值的幅度是有限的,汇率本身就是一个对经济基本面的映射,不太会直接影响资产,对债市的影响有限。

3)从资金面来看,央行一季度货币政策报告中延续指出资金利率围绕政策利率波动,预计后续跨月时点央行仍将灵活运用OMO对冲资金压力,但资金利率出现疫情期间大幅偏离政策利率式宽松的可能性不大,预计资金面将会延续流动性相对宽松的格局,对债市而言,资金环境较好。

整体而言,预计10年期国债利率大概率维持低位震荡态势,并持续关注货币政策导向以及汇率走向。因此策略上建议5月维持谨慎,留意短期止盈情绪发酵叠加5月税期扰动带来的调整风险。

■ 风险提示

政策超预期紧缩对经济复苏形成拖累;海外金融风险事件发酵超预期导致系统性风险对全球经济产生负面影响。