

宏观点评 20220423

站上 6.5, 汇率、通胀和股市的“不可能三角”

2022 年 04 月 23 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《这次股债汇三杀背后的含义有何不同?》

2022-04-20

《如何看两期限 LPR 均保持不变?》

2022-04-20

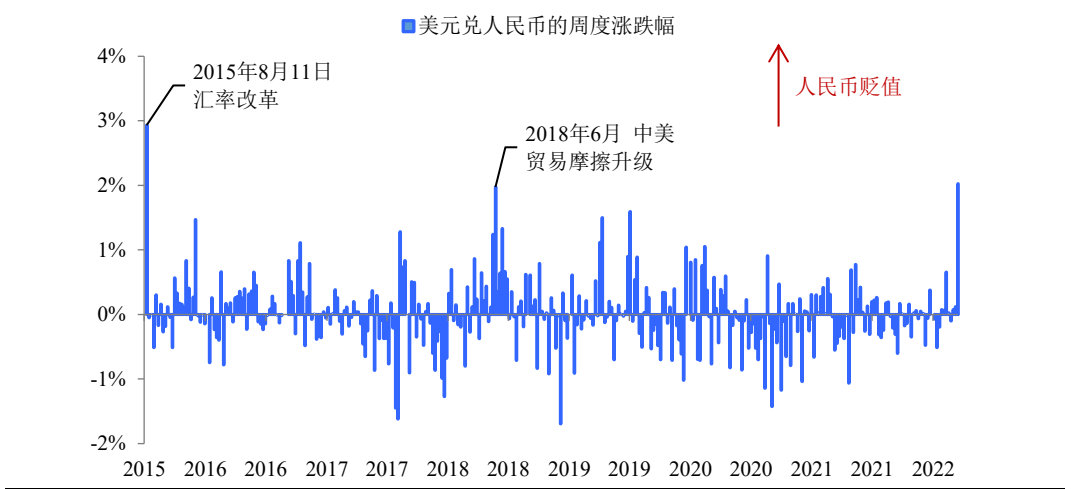
《一季度 4.8% 如何守全年 5.5%?》

2022-04-18

- 在岸人民币跌破 6.5, 单周跌幅超过 2%, 创下 2015 年 8 月汇改以来的第二大跌幅。不过值得注意的是周五(2022 年 4 月 22 日)沪深港通却录得近一周来少有的净流入(67.65 亿元), 上证综指收红。怎么理解汇率的表现? 另外值得注意的是, 人民银行行长易纲在博鳌论坛的讲话明确表示“中国货币政策的首要任务是维护物价稳定”。如何理解这句话背后对于汇率和市场的含义?
- 我们认为, 本周人民币少见的大幅贬值既有宏观预期的冲击, 但可能更重要的是疫情冲击下汇率市场流动性显著下降和贸易信贷的隐患导致这一冲击被放大。我们依旧认为第二季度人民币贬值压力偏大, 但如此大幅的波动并非常态。
- 汇率贬值是把双刃剑, 一方面有助于出口, 另一方面也可能带来输入性通胀。在商品价格上涨、疫情扩散导致生产受阻的背景下, 贬值的“胀效应”更大。国内将面临汇率、通胀和股市稳定的不可能三角, 破局需要尽快控制疫情或者央行更多发挥美元提供者的角色。
- 宏观预期的冲击上, 美联储继续和市场玩“抢跑”的游戏。尽管我们看到美国 3 月核心 CPI 环比已经出现放缓迹象, 但是让美联储不安的是市场对于通胀的预期仍在不断攀升, 10 年期通胀预期站上 3%, 至少创下近 20 年的高点。鲍威尔在周五的讲话中基本确认了 5 月加息 50bp, 并且对未来同等幅度的加息持开放态度。受此影响市场已经开始预期美联储 5、6、7 月分别加息 50bp。我们认为在“抢跑”策略下美联储的加息路径会呈现“前陡后平”的特征, 第二季度是国内外预期差最极端的阶段。
- 宏观预期是催化剂, 市场流动性下降是重要的幕后推手。2022 年 3 月疫情扩散和上海封控以来, 外汇交易量明显下降, 背后反映的很可能是进出口贸易的萎缩。不过本周周三(2022 年 4 月 20 日)以来, 外汇即期交易量迅速回升, 基本回到疫情扩散前和 2021 年同期水平, 但无论从整车流量货运流量、部分地区的发电量还是八大枢纽港口吞吐量来看, 当前的经济和外贸都不容乐观。数据背后是在对外贸易萎缩使得市场深度下降的情况下, 银行代客购汇量大增, 导致市场出现大幅波动。
- 恐慌性购汇? 进口企业受到的冲击是更大的隐患。从韩国前 20 日出口数据看, 2022 年 4 月中国进口大概率继续下滑, 但购汇量却大量上升, 这说明购汇并非因为进口贸易。从沪港通数据看, 股市资金表现淡定(图 2)。那么可能的原因是有两个, 债市资金大幅流出; 或者进口企业恐慌式购汇(当然也不排除部分企业赌汇)。而在当前的背景下, 后者可能比前者更加值得重视。
- 需要警惕进口“去杠杆”的正反馈。除去部分投机资金, 企业(主要是进口企业)购汇主要用于偿还贸易信贷或者为将来的进口未雨绸缪。在企业经营面临疫情和需求下滑冲击的当下, 前者应该占主要权重。进口企业通常会在人民币汇率处于升值阶段时“加杠杆”, 通过“贸易信贷+敞口不套保”延期付款来享受汇率升值带来的好处, 这是 2020 年底以来发生的故事, 同样的版本在 2015 年前和 2017 年都发生过。但一旦出现汇率大幅贬值(或预期), 由于缺乏保护, 进口商将面临巨大的汇兑损失以及为了避免损失扩大而恐慌式购汇, 从而导致“贬值——去杠杆——贬值”的正反馈, 这一幕很可能已经在本周市场上演。
- 进口商贸易信贷规模可能不比外资持有债券规模小。截至 2020 年 3 月, 外资持有银行间市场债券 3.88 万亿元(按 6.35 折算约合 6100 亿美元), 而根据外管局的统计, 2021 年末短期外债(一年之内)中与贸易相关的信贷余额约 5640 亿美元(这个数据可能有所低估, 根据外管局的规定, 某些贸易融资业务企业可以自主选择是否上报, 例如 90 天以内的远期信用证、海外代付等业务, 而这个并不少见)。从体量和兑付刚性来看, 与外资持债相比, 贸易信贷带来的汇率贬值压力会更大。

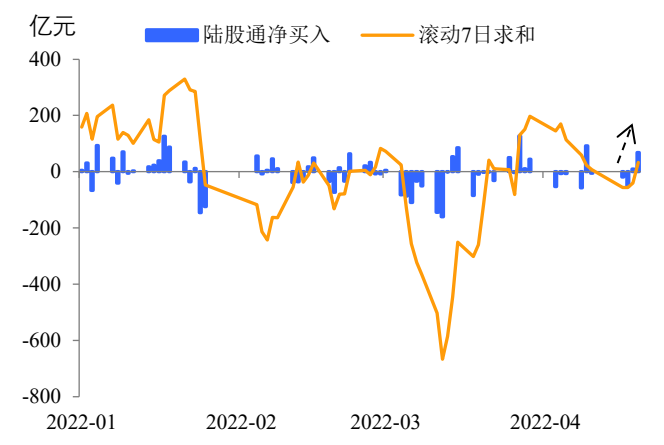
- **更加值得关注的是，这一正反馈机制很可能将加大国内通胀压力，使得汇率弹性、通胀和资产价格出现“不可能三角”。**汇率贬值、大宗商品价格上涨、贸易信贷大幅萎缩可能带来进口“量跌价升”，同时由于疫情封控，汇率贬值对于出口和生产的促进作用大打折扣，这无疑会加大国内的通胀压力。易纲行长对于物价稳定的强调说明 **2022 年通胀是重要的政策变量**。2022 年第二季度国内可能面临汇率弹性（不干预）、通胀稳定和资产价格波动之间的选择：
 - **情形一：保持汇率弹性，控制通胀=资产价格波动上升。**不干预汇率，同时又要控制通胀，除了支持实体经济保供外，还要防止汇率大幅贬值带来的进口冲击，**央行可能会选择“紧货币、宽信用”的政策组合**——流动性投放谨慎，加大使用结构性政策工具进行定向宽信用，而信用传导需要时间和复工复产，短期内这对于股债都不是好消息。
 - **情形二：控制通胀输入，资产价格稳定=调控汇率或动用外储。**既控制通胀，又要保持资产价格稳定，可能的政策组合货币政策继续保持宽松，同时对汇率和跨境资本流动进行调控或者动用外储来稳定汇率和进口，例如**重新引入汇率的逆周期因子，重新引入外汇远购风险准备金；在跨境资本流动上调整宏观审慎系数或者实施更严格的监管和窗口指导；央行为市场提供更多美元流动性**。这很可能导致实际汇率继续升值，有助于遏制输入性通胀。
 - **情形三：保持汇率弹性，资产价格稳定=通胀上升。**类似日本央行的操作，为了保持国内资产价格（例如债券收益率）稳定加大放水力度，在不进行调控的情况下这会导致汇率大幅贬值，使得国内通胀压力大幅上升。
- **我们可能正在经历情形一，而情形二出现的可能性在上升。**在之前全球化的背景下，情形一可能是我们处理当前经济矛盾的传统主流手段，2015 年之后的几轮人民币贬值周期中股汇双杀时常出现就是印证。但是**疫情之后全球化已经变味、俄乌冲突升级更是让国际局势发生质变，再走传统的路只会让国内经济和市场承受更多国际动荡的成本，必要的干预可能是合理的**，例如加强对于汇率和跨境资本流动的调控。
- **短期内动用外储来保证汇率和进口稳定，中长期继续推动人民币结算跨境使用。**瑞信明星分析师 Zoltan 在近期的一系列报告中鼓吹“布雷顿体系 III”，这是一个长期逻辑，但是至少有个观点十分中肯——坐拥 3.2 万亿美元外储的中国人民银行是破局者。从短期看，由于近期人民币汇率的大幅波动是由于市场深度下降，**人民银行可以动用手中的美元为市场或者为做市商补充流动性，防止汇率大开大阖，以待复工复产后贸易资金流的回归；鼓励银行加大对外贸企业的支持力度，保护贸易信贷市场平稳、保证进口有条不紊；同时加大公开市场操作，对冲外汇占款下降带来的基础货币减少，保证流动性合理充裕。**
- 而从中长期看，扩大人民币结算的范围，不断完善跨境结算体系，不断提高人民币的国际地位，才是我们走出上述“不可能三角”的答案，也是我们走出美元和美联储周期拖累的答案。
- **风险提示：**疫情扩散超市场预期，政策对冲经济下行力度不及市场预期

图1: 美元兑人民币周度涨跌幅



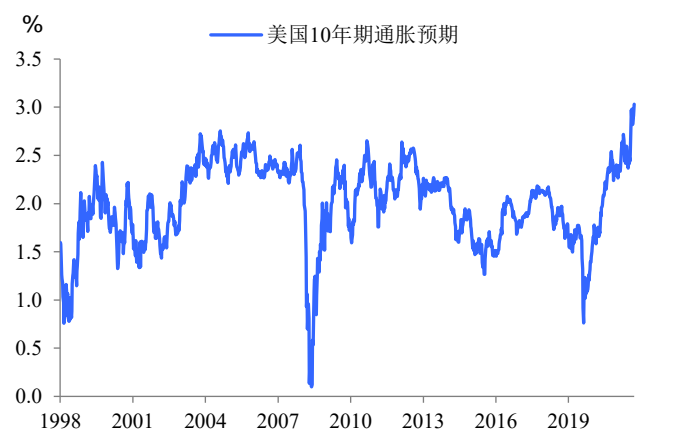
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 陆股通(沪+深股通)本周五净流入



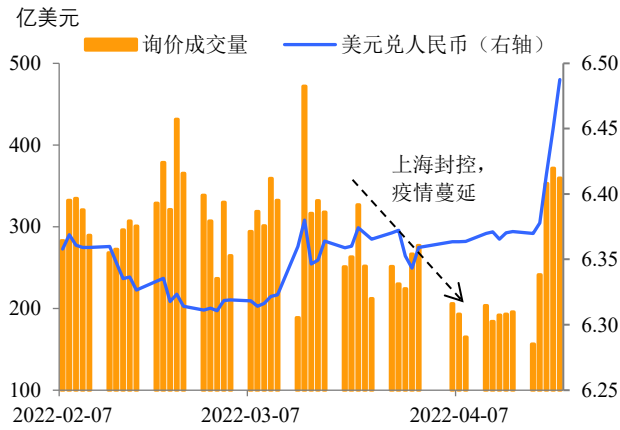
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 美国10年期通胀预期继续上升



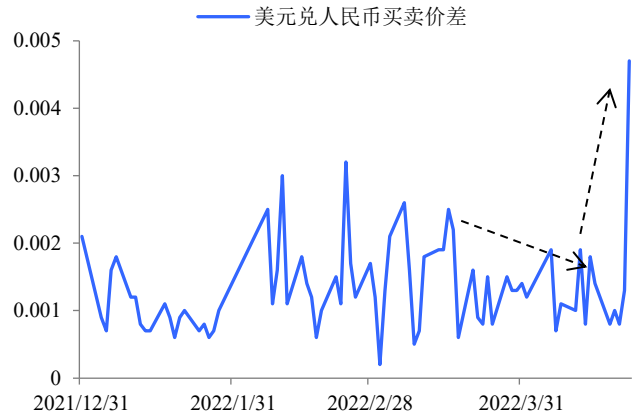
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 美元兑人民币汇率及其交易量



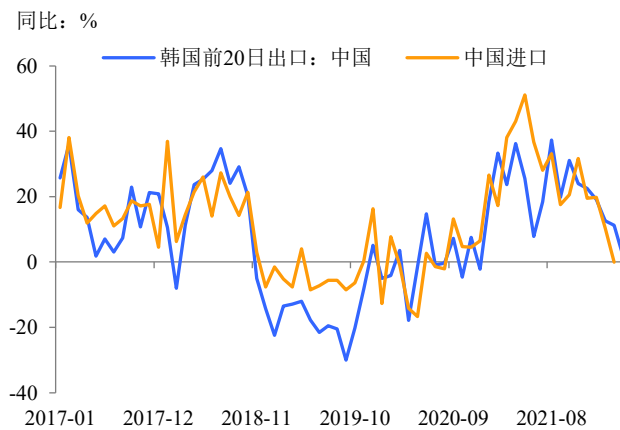
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5: 在岸人民币市场流动性本周相对不足



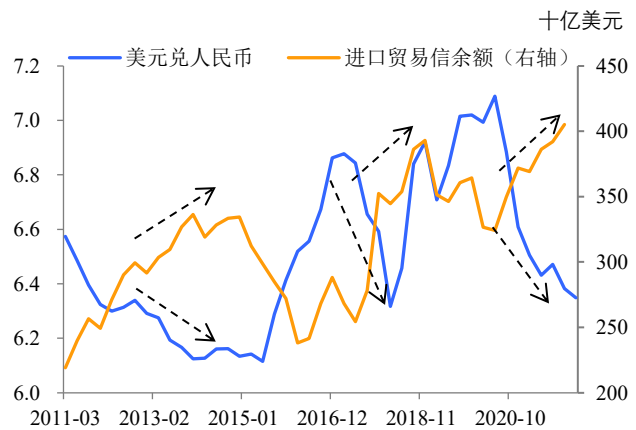
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 2022年4月中国进口同比可能继续萎缩



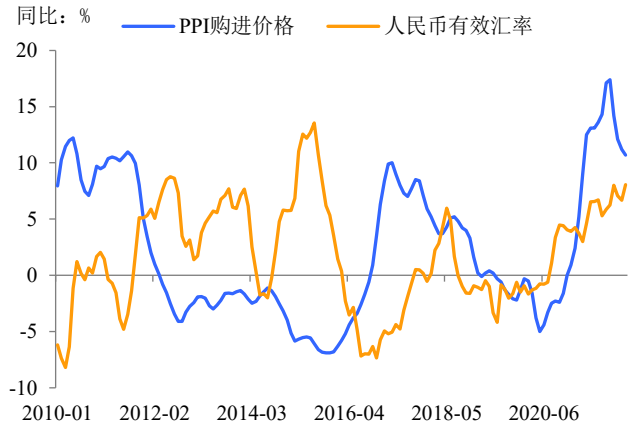
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 人民币升值阶段进口企业倾向于加杠杆



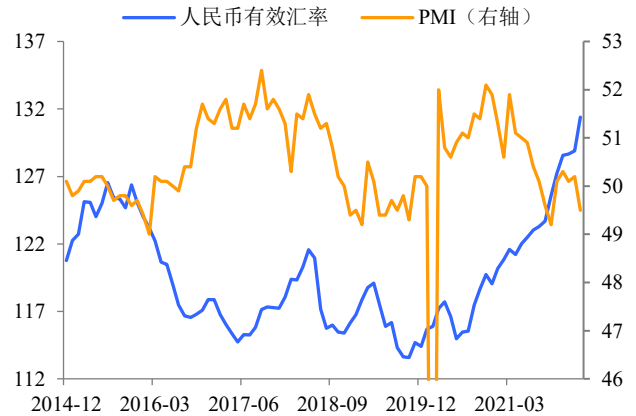
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 人民币汇率大幅下跌往往会带来输入型通胀压力



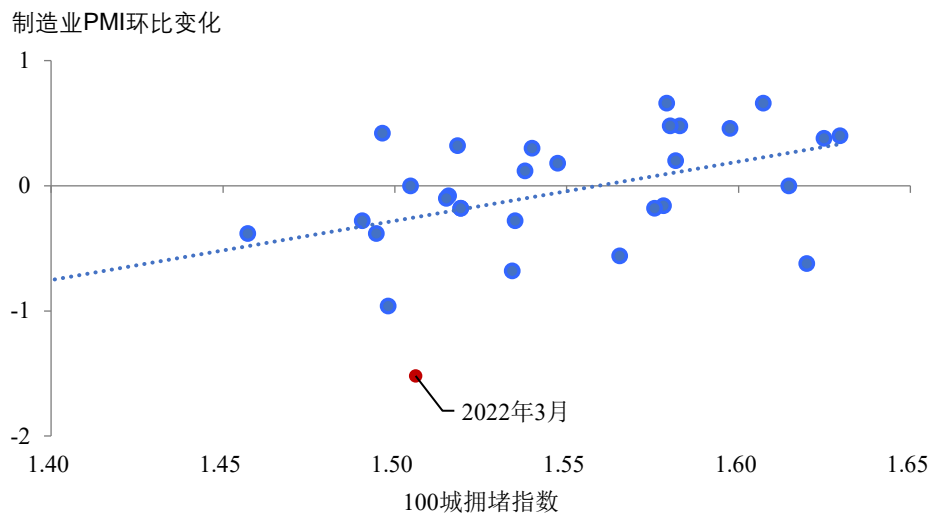
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 汇率贬值一般有利于经济动能恢复



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 但疫情冲击对制造业 PMI 的影响更大 (剔除季节性成分)



注: 时间区间是 2019 年 1 月至 2022 年 3 月, 剔除 2020 年初疫情爆发的期间以及每年 1 月和 2 月的数据。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

