

逻辑比结论重要：关于明年 货币政策与人民币汇率的 猜想

货币政策和汇率研究

明年不确定性仍较多，既有利多，也有利空。面对经济基本面的动态变化，货币政策应保持灵活适度，该宽松时仍需宽松。明年人民币汇率可能不会像想象的那么强，波动有所加大。

- 明年货币政策可能没有市场预期的那么紧。上次各国危机应对的重要教训是政策悬崖，政策过快退出会导致经济难以适应。今年货币和社融增速显著低于上次危机应对，宏观杠杆率逐季趋稳，货币政策处于正常状态，债券融资压力渐升和通胀压力不大，均表明我国货币政策退出的紧迫性不高。况且，我国经济仍未彻底走出疫情的阴霾，就业和内需消费仍需政策支持。另外，明年仍有疫苗普及是否符合预期、结构性政策到期如何应对、企业破产违约潮会否爆发并引起金融动荡和下半年经济是否走出持续下行趋势等诸多不确定性。即便明年经济增速较高，两年经济合计与无疫情相比仍存在较大损失。稳杠杆比降杠杆更重要，尤其是我国主要是企业部门加杠杆，信用风险较西方国家更高。近期，市场有预期明年财政应缓慢退出。那么，货币政策也应给予适当的配合。
- 明年人民币汇率走势或不像想象那么强。今年 6 月份以来人民币汇率持续走强，是多重利好共振。需关注明年市场对于利好反映钝化，并且需要关注可能出现新的利空。如随着疫苗上市接种，发达国家可能率先实现群体免疫，这将消除中国疫情防控和经济复苏的领先优势，市场关注点有可能转向明年下半年中国经济增速的回落。虽然全球需求复苏有助于我国出口增速回升，但是欧美明年有低基数优势，如果我国出口份额回落，有可能成为市场重新看空做空人民币的理由。如疫苗普及不及预期，供应链问题和航运紧张状况可能进一步恶化，对国内生产和需求均会产生冲击。伴随着全球经济普遍复苏，未来中美利差可能缓慢收敛。另外，除了基本面有多种演绎以外，金融风险、美元走势和大国博弈均可能出现多空反转，导致人民币汇率随时出现调整。明年较为确定的可能是汇率波动进一步加大。
- 风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：管涛

tao.guan@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛

wancong.fu@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120090034

目录

一、明年货币政策可能没有市场想象那么紧	4
1.1 疫情下半场我国货币政策不应急于退出	4
1.2 明年经济不稳定不确定因素仍较多	6
1.3 货币政策可能仍需保持适度宽松	8
二、明年人民币汇率走势或不像想象那么强	10
2.1 明年经济基本面变化对人民币汇率既有利多又有利空	10
2.2 明年金融市场变化对人民币汇率也是不确定的	12
三、总结	14

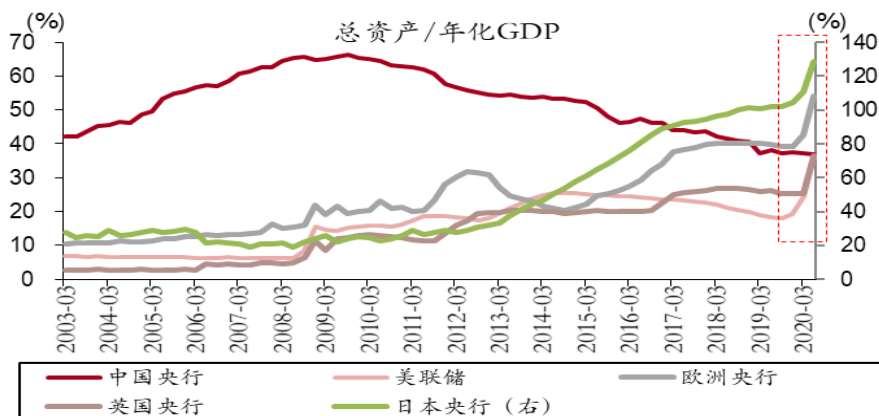
图表目录

图表 1. 央行总资产/名义 GDP 年化值 (%)	4
图表 2. 政府部门杠杆率环比增加值 (%)	5
图表 3. 二季度后宏观杠杆率环比增加可能逐季回落	5
图表 4. 当前中美利差显著高于疫情前水平	5
图表 5. 新增就业的潜在损失可能难以弥补，施加通胀下行压力	6
图表 6. 全球疫苗对人口的覆盖率 (%)	7
图表 7. 明年经济增长大概率前高后低	7
图表 8. 利率不变下实际 GDP 增速与 5 年期贷款利率差值可能较疫情前明显收窄 ..	9
图表 9. 人民币中间价与美元指数 (2020 年 1 月 2 日=100)	10
图表 10. 10 月 WTO 对明年全球出口展望	11
图表 11. 出口集装箱价格指数同比 (%)	11
图表 12. 今年为提高通胀预期，10 年期美债名义收益率被人为压低	12
图表 13. 我国每年对外直接投资金额 (亿美元)	13

一、明年货币政策可能没有市场想象那么紧

疫情有效控制、经济率先复苏和珍惜政策空间是今年我国央行偏鹰的三大原因。疫情有效防控是经济持续复苏的关键。我国于3月底就基本上切断本土的传染。当海外疫情出现二次和三次反弹时，我国新增病例呈现零星分布的常态。由于我国率先控制住疫情和顺利推进复工复产，二季度实际GDP同比转正，三季度实际GDP累计同比转正，预计成为今年唯一经济正增长的主要经济体。今年我国央行较国外主要央行不论在言论还是行动上都略偏鹰派。当其他主要央行大幅扩表时，我国央行保持资产规模与名义GDP之间相对稳定（见图表1）。当美联储主席鲍威尔强调多做比少做更好和经济复苏仍存在高度不确定性时，中国央行领导则多次表示希望尽可能长时间实施正常货币政策和为经济保持长期持续增长留出空间。伴随我国央行相关人士的偏鹰表态增多，市场逐渐形成货币紧缩的预期。

图表 1. 央行总资产/名义 GDP 年化值 (%)



资料来源: Wind, 中银证券

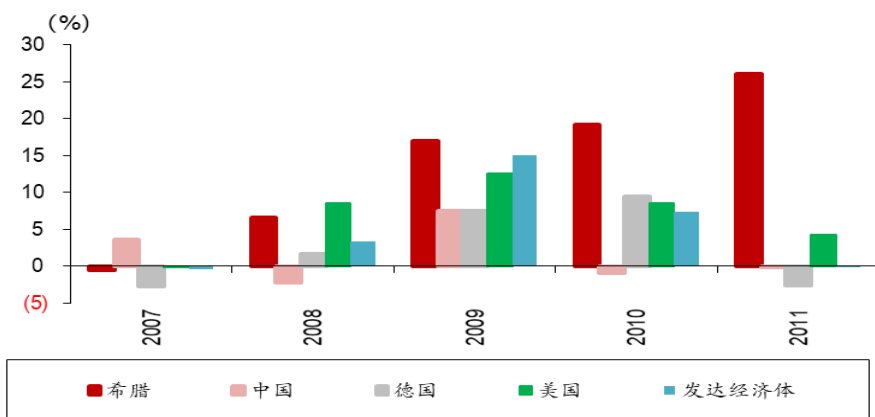
注: 美国和日本的名义 GDP 为季调年化值, 中国、欧元区和英国的名义 GDP 年化值为往前 4 个季度滚动求和值。央行总资产和 M2 为季末值。各国 M2 统计口径存在差异。

1.1 疫情下半场我国货币政策不应急于退出

上次各国危机应对的重要教训是政策悬崖。财政方面, 由于 2009 年政府杠杆率上升较快, 发达国家均选择了快速财政平衡政策, 例如德国在欧盟倡导的“黑零”和美国白宫和国会分裂后的“财政悬崖”; 我国也有所跟进, 并在 2010 年率先实现政府降杠杆 (见图表 2)。彼时, 基于对短期债务高增的担忧, IMF 支持财政紧缩调整, 但并未料到财政紧缩对经济的副作用过大, 更未料到财政不平衡会演变成欧洲政治矛盾的爆发点¹。财政快速平衡的压力最终导致希腊危机爆发, 对经济造成难以挽回的损失。货币方面, 尽管希腊债务仍有蔓延趋势, 欧央行于 2011 年 4 月和 6 月加息对抗通胀上行的压力。不过, 当希腊危机从短期问题变成整个欧元区长期经济停滞时, 欧央行陷入了货币政策难以正常化的泥潭。我国央行在 2010 年底也显著收紧了货币政策, 一共 5 次加息和 12 次提准。货币过紧和债务到期压力是后续钱荒爆发的重要原因。2010 年以后, 主要央行中仅美联储仍在使用 QE 支持经济复苏。虽然美联储的长期低利率引发资产价格泡沫化、企业债务过高和“僵尸企业”过多等争议, 但是美国依旧获得了历史上最长的经济扩张周期。

¹ IMF, 2019, <https://www.imf.org/en/News/Articles/2019/10/01/sp093019-The-IMF-and-the-Greek-Crisis-Myths-and-Realities>

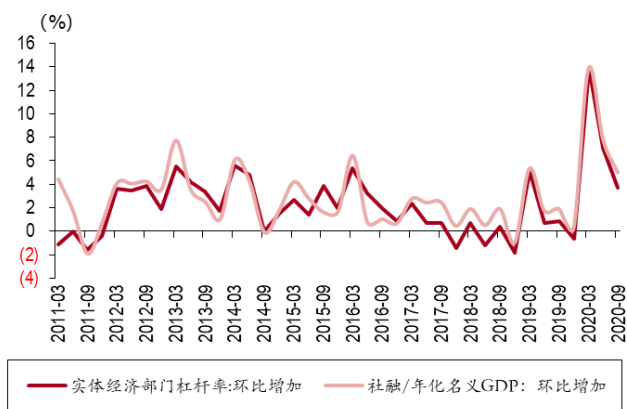
图表 2. 政府部门杠杆率环比增加值 (%)



资料来源: BIS, Wind, 中银证券

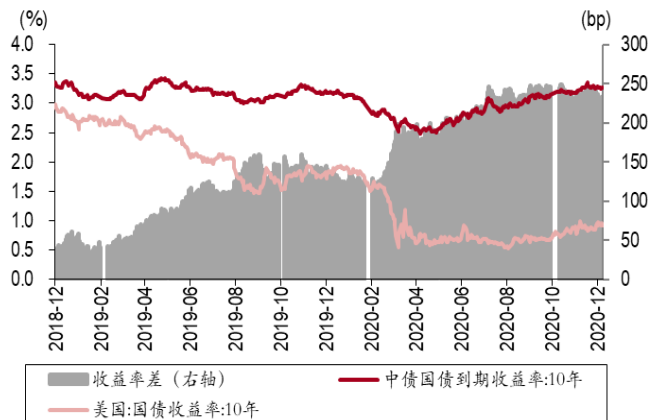
当前我国货币政策快速退出的紧迫性不高。一是上次危机应对,我国采取了强货币刺激政策,2009年M2和社融增速较2008年分别提高了9.9和14.3个百分点,宏观杠杆率上升了31.8个百分点。因此才有2010和2011年连续紧货币、紧信用。但这一次,截止今年11月末,M2和社融同比增速仅较上年分别上升了2.0和2.9个百分点,宏观杠杆率上升主要不是因为分子加杠杆而是因为遭受新冠疫情冲击、分母经济下行压力加大。二是宏观杠杆率升幅逐季放缓,表明经济反弹有助于杠杆得到控制(见图表3)。虽然今年一季度宏观杠杆率上升较快,但是央行的流动性支持有效帮助企业度过生存难关。而且,社融拐点可能已经确认,债务增速即将进入下行趋势。11月末,社融同比增速较上月末回落0.1个百分点至13.6%,为年内首次回落。明年社融增速可能回落至11%左右,接近名义GDP增速,意味着宏观杠杆率趋于稳定。三是无论利率和央行资产负债表,我国货币政策一直是正常的,同时关键期限利差鲜有出现倒挂。正如人行货政司司长孙国峰8月25日说的,我国没有采取零利率甚至负利率,以及量化宽松这样的非常规货币政策,因此也就不存在所谓的退出问题。不过,今年中美利差持续处于历史高位,较疫情前高约100个基点,明显高于易纲行长2018年博鳌会议上表示的舒适区(见图表4)。四是我国债券融资占比已经不低。今年前11个月债券融资累计金额占社融总额约36.4%,高于去年同期约5个百分点。随着债券余额上升,货币政策收紧带来的融资成本上升将更胜从前。11月4日IMF第一副总裁冈本在结束与中国2020年第四条磋商后表示,考虑到通胀水平较低,当局应维持宽松的货币政策,这也将为财政措施提供支持。

图表 3. 二季度后宏观杠杆率环比增加可能逐季回落



资料来源: Wind, 中银证券

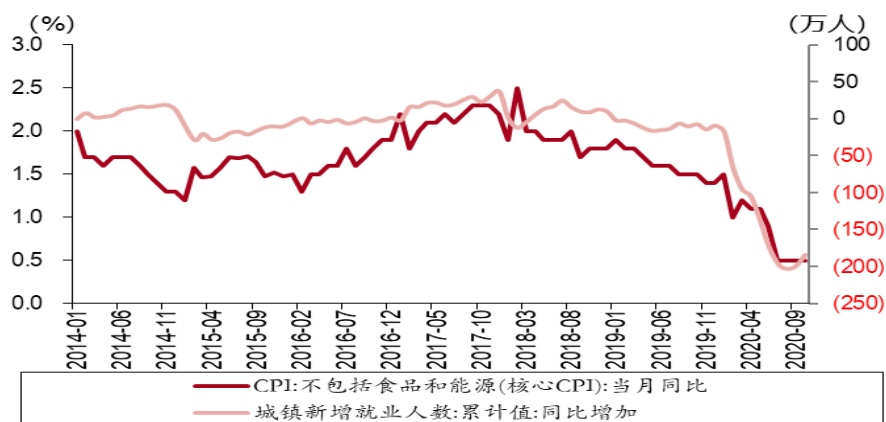
图表 4. 当前中美利差显著高于疫情前水平



资料来源: Wind, 中银证券

我国经济仍未彻底走出疫情的阴霾。今年新增城镇就业虽然完成两会目标，但与去年相比仍有所回落。如果没有疫情，按照就业市场较为平稳的规律来看，我国今年新增就业应该会接近 2019 年水平。但是，今年前 11 个月新增城镇就业 1099 万，同比少增约 180 万人。如果要实现无疫情下两年均值达到 2019 年新增就业的水平，明年新增就业人数可能需要达到 1400 万人左右，难度便不小。就业总人数的损失会造成消费总量的损失，也会减少通胀上升的压力（见图表 5）。12 月 11 日政治局会议再次强调，明年要继续做好“六稳”工作、落实“六保”任务，努力保持经济运行在合理区间。由于生产端修复快于消费端，中国面临的通胀压力不大。截至 11 月，我国核心 CPI 月度同比连续 5 个月录得 0.5%，显著低于年初的 1.5%。与无疫情相比，我国内需仍较为疲软。截至 11 月，名义社零累计同比为-4.8%，而去年全年社零有 8% 的名义增速。不包含在社零中的服务消费可能会是永久损失。外需方面，出口贸易是今年最大的惊喜。不过，目前货币趋紧和汇率走强可能会降低明年我国出口企业竞争力，尤其是欧美可能率先实现群体免疫。

图表 5. 新增就业的潜在损失可能难以弥补，施加通胀下行压力



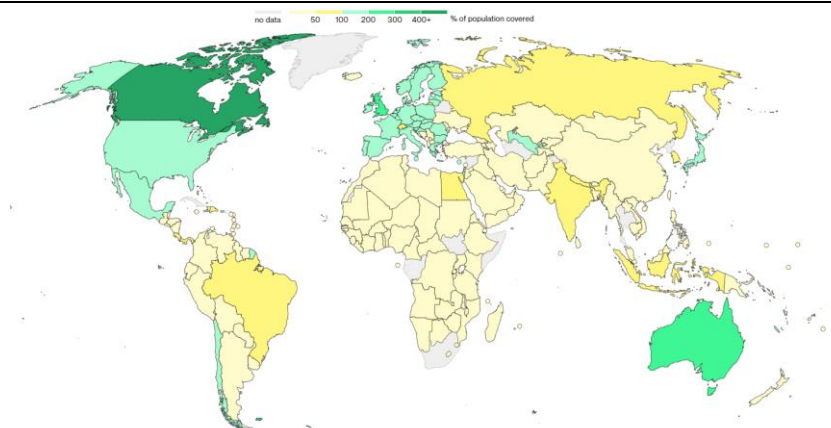
资料来源：Wind，中银证券

1.2 明年经济不稳定不确定因素仍较多

未来疫情和疫苗的影响还存在不确定性。11 月 10 日，辉瑞疫苗的利好消息引爆全球经济复苏预期。随后，海外机构们针对疫苗和美国经济正常化做出了新的预测。其中，麦肯锡资讯的模型结果显示，美国有望在 2021 年 Q3 至 Q4 实现群体免疫；延后实现的风险包括疫苗存在安全问题、生产制造供应链不及预期、群众接种意愿低、免疫时长不及预期及疫苗无法阻断传染²。虽然疫苗是一颗定心丸，但情况有好有坏。12 月 1 日，美联储鲍威尔在国会听证会上针对疫苗利好消息再次强调，无论有多大信心，目前都难以评估这些事态发展的时机和经济影响的范围。疫苗对经济的修复作用不会立刻显现，而近期欧美疫情反弹的影响却已经出现，例如美国加州和纽约市再次关闭、德国延长硬性封锁时间。未来一段时间内，我国疫情防控也难以松懈。11 月 22 日，国家卫健委强调，今冬明春疫情防控形势依然严峻复杂，任务艰巨繁重。11 月 16 日，世卫组织总干事谭德塞也对疫苗做出了两个判断：一是疫苗本身并不能结束这场大流行，二是最初疫苗供应将是有限的。在疫苗有限的情况下，国家间分配问题更为突出。发达国家大肆囤积疫苗，多个欧美国家的疫苗覆盖率达到 150% 以上，导致发展中国家的疫苗普及和经济复苏可能要等到 2022 年（见图表 6）。从疫苗分配的不均衡来看，明年全球经济复苏节奏也是不均衡的。

² 麦肯锡咨询，<https://www.mckinsey.com/industries/healthcare-systems-and-services/our-insights/when-will-the-covid-19-pandemic-end>

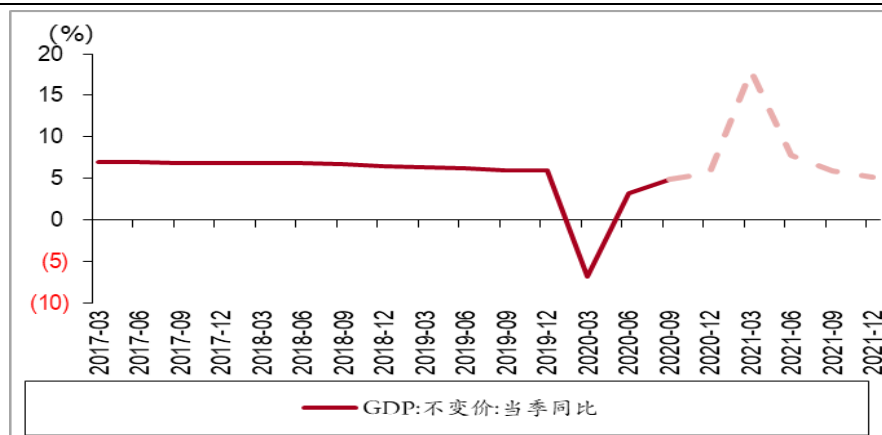
图表 6. 全球疫苗对人口的覆盖率 (%)



资料来源：彭博，中银证券

疫苗的不确定性对我国经济前景影响是多方面的。明年经济增长在低基数作用下大概率前高后低。未来市场关注点可能转向后半期中国经济回落的速度，关注中国经济是“走出了下行通道”还是“重回下行通道”（见图表 7）。在疫苗有效的基线假设下，全球经济复苏，中国领先优势收敛，可能出现三阶段演绎。第一阶段在疫苗上市前，欧美的疫情更为严重，我国疫情防控仍有优势，复苏领先。第二阶段在疫苗上市后，由于我国人口基数大，疫苗普及的难度要大于发达国家，社会生活正常化可能会迟一些。此时，我国与发达国家的复苏不平衡被打破，时间点大约是明年三季度。第三阶段为疫苗全球普及，全球经济进入后疫情时代，刺激政策消化，国际秩序再平衡，产业链重构。疫情反思和大国博弈将是我国该阶段的重要外部变量。不过，如果疫苗普及不及预期，全球复苏被延后，疫情对经济永久性伤害加剧，任何事都可能发生。这将取决于我国能否独善其身和各国政策协调。

图表 7. 明年经济增长大概率前高后低



资料来源：Wind，中银证券

明年我国经济发展环境仍存在其他不确定性。今年央行提供的流动性有效缓解了市场恐慌，但无法根本上解决企业破产问题。12月3日，清华大学朱民教授在中国国际金融学会上指出，2021年最大的挑战可能是企业破产，企业破产潮与当前高负债水平连在一起，银行最困难的阶段还没到。8月6日，银保监会主席郭树清在《求是》上刊文提醒，由于金融财务反应存在时滞，目前的资产分类尚未准确反映真实风险，银行即期账面利润具有较大虚增成分，这种情况不会持久，不良资产将陆续暴露。另外，不仅资金需求方的企业投资计划会受货币政策干扰，而且资金供给方的投资者也处于进退两难的地步，一边是潜在企业违约潮，另一边是货币政策的预期波动，要不要投和投向哪都是看不清的。美联储引入平均通胀目标制和呼吁多做比少做要好的目的是希望减少政策预期不稳带来的投资顾虑，不让货币政策紧缩预期在投资者思维中自我实现和自我强化，导致经济潜力无法得到彻底释放。如果未来经济真的超预期好转，市场自然会有货币紧缩的预期，而美联储需要做的是平滑宽松、正常和紧缩的切换，准确判断经济是否企稳。

1.3 货币政策可能仍需保持适度宽松

稳杠杆比降杠杆更重要，要维持相对宽松的货币金融环境。如何实现债务长期可控和避免重大经济不利影响是个世界性难题，尤其是当前世界经济仍处于“低增长、低通胀和低利率”状态。针对我国宏观杠杆率上升较快的问题，易纲行长在第一期《中国人民银行政策研究》中提出三点建议，一是稳住宏观杠杆率，二是发展直接融资依靠改革开放，三是管理好风险。虽然未来我国货币调控的思路会由间接融资转向直接融资，但是从今年1.8万亿元再贷款再贴现政策和两项直达实体工具来看，我国货币政策结构工具仍以调控贷款为主，对债券利率与债券和票据等直接融资的关注相对较少。另外，与西方主要是政府加杠杆不同，我国的杠杆主要来自企业部门。货币条件收紧带来的信用风险更高。前期我国经济增速高，可以承受债务利息；后期经济增速下行，债务总量也已积累至较高水平，难以承受过高的利率。况且，今年扩表也可能是临时性的，明年自然到期后如何解决再融资尚且未知。

市场对货币政策过于咬文嚼字，反而轻视了我国利率可能仍需小幅宽松的必要性。9月2日国常会上领导省略了“更加”两字，又一次强化了货币政策趋紧的预期。需要注意的是，今年6月国常会提出降低债券利率并未实现。同样的，11月下旬公布的三季度货币政策执行报告在“灵活适度”前依旧保留了“更加”两字。8月25日，人行货政司长孙国峰在国新办表示，货币政策需要以更大的确定性应对各种不确定性，保持“三个不变”：稳健货币政策的取向不变、保持灵活适度的操作要求不变、坚持正常货币政策的决心不变。未来货币政策会以三个不变来应对各种不确定性。市场希望从央行领导们的言论中寻找一个明年政策利率锚。但是，过于咬文嚼字可能会令人更为迷惑，从而轻视了当前利率水平可能小幅偏紧或不合常理的状况。如果今明两年5.5%左右的平均实际增长，明年下半年GDP移动平均增速与5年期LPR利率的差值(0.85%)将低于2014年降息时的最低点1.18%，说明到时候利率可能略微偏紧(见图表8)。此外，今年在经济尚未回到潜在产出前，国债收益率已经高于疫情前水平。反而，一般加权贷款利率却仍处于下行趋势。一升一降表明我国融资市场之间存

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_719

