

宏观点评 20220420

这次股债汇三杀背后的含义有何不同？

2022 年 04 月 20 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

shaoh@dwzq.com.cn

相关研究

《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

《金融条件越紧，地产股越涨？》

2022-04-17

■ 人民币时隔 7 个月跌破 6.4，A 股和债市均出现大幅调整。不过令人奇怪的是，隔壁的日元（相对美元）则时隔近 20 年跌破 128，贬值幅度更大，但日经指数却上涨了 0.86%。2022 年以来美联储激进紧缩的预期已经在全球汇率和利率市场上不断发酵升级，考虑到美元已经站上 100，中美利差已经倒挂，人民币是否会就此逆转此前的强势、开启大幅“补跌”？如何理解海内外近期汇率和股债的关系？这是我们试图去回答的两个问题。

■ 我们认为，2022 年第二季度是人民币贬值压力较为集中的时期，但是下半年人民币汇率仍将回归震荡升值。

■ 25bp 降准和利率按兵不动给了市场“央行要稳汇率”的暗示，5 月货币政策操作至关重要，央行继续克制的成本将由股市和债市来承担。

■ 2022 年第二季度人民币贬值压力，既来自于中美经济政策分化的宏观叙事，也来自于跨境资本流动的集中冲击。

■ 从宏观叙事的演绎上，中美分化（及其预期）的极端可能出现在第二季度。政策及其预期上，美国方面，单次加息 75bp 的言论（圣路易斯联储主席布拉德）已经浮出水面，这是 20 世纪 90 年代以来出现过的最大单次加息幅度，仅在 1994 年 11 月使用过。缩表不确定性带来的疑虑也将在 5 月议息会议之后逐步消散。国内方面，经济将在 2022 年第二季度二次触底，政策托底仍将继续，第三季度经济企稳是大概率事件。

■ 可能更重要的是，第二季度跨境资本流出的压力会上升。这个压力主要来自四个方面：

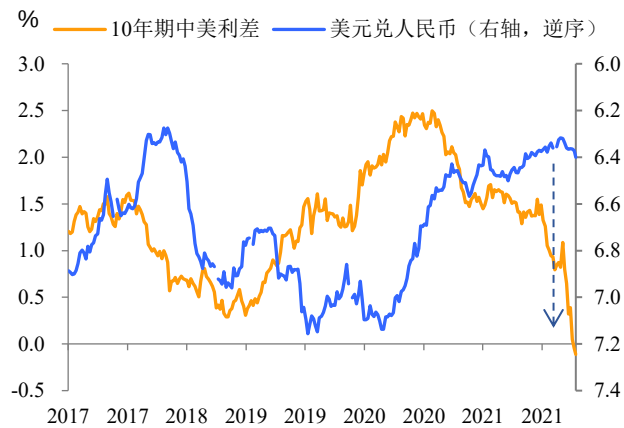
- 一是，全球投资机构减持债券、中美利差收窄乃至倒挂的背景下，债券市场资金流出的压力将持续，2022 年 2 月和 3 月外资在银行间市场累计减持债券约 1920 亿元，这一流出在第二季度将继续；
- 二是，第二季度国内房企的外债偿付压力较第一季度明显上升，根据彭博的数据第二季度偿付规模约 180 亿美元（2022 年全年约 550 亿美元），考虑到国内房企当前在境外发新债、还旧债的难度较大，除了海外资产变现外，部分债务可能要通过国内资金兑换成美元来进行偿付；
- 三是，第二季度通常是国内企业分红较集中的时间，我们以外资持有比重较大的茅指数为例，其成份公司分红时间主要集中在 5 月至 7 月。外资在收到分红后也很可能会兑换成美元流出中国。
- 四是，由于中美息差收窄，离岸人民币定期存款规模可能会明显下降。海外机构和个人也常使用离岸定期存款的方式来进行套息和套汇，随着人民币存款利率下降以及贬值预期出现，部分存款也会兑换成美元流出。

■ 第二季资金流出压力较大，境内银行美元流动性将明显下降，这可能导致的结果是，人民币和美元的相关性将回升。2020 年下半年至 2022 年 3 月，境内银行对外净资产累计增加 1.35 万亿元（约合 2050 亿美元），第二季资金流出的压力会明显“摊薄”这一“家底”，但是否会“透支”还须结合对外贸易和银行结售汇的情况，我们认为这一概率不大。在这样的情况下，美元兑人民币汇率和美元指数的相关性可能会逐步回归“正常”——美元涨人民币跌，美元跌人民币涨。

■ 下半年人民币震荡升值的逻辑将切换至美元走弱。我们在之前的报告《加息下狠手，美联储 1994 的未解之谜》中曾判断 2022 年下半年美元指数将走弱，主要依据除了美债利差的优势将逐步消失外，中国经济企稳反弹以及俄乌冲突的边际缓和带来的全球经济环比改善是更加重要的基本面原因。

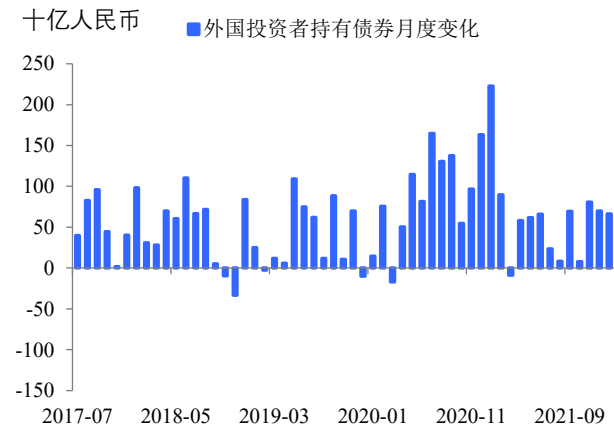
- **汇率如何影响股市和债市？央行政策的关注点很重要。**人民币跌破 6.4，而 A 股和国债均出现大幅调整，但是在隔海相望的日本，日元加速贬值之下日经指数却企稳反弹。其中重要的一点是在 YCC 的政策下日本央行更加注重国内利率和经济，而人民银行近期降准 25bp，保持利率不变则向市场暗示了一个信号——汇率稳定在人行的政策考量中似乎依旧拥有不小的份量。
- **日本央行的政策逻辑下汇率贬值正循环利好股市。**日元是全球重要的融资货币，其主流交易逻辑是利差，尤其是美国和日本的利差——美国和日本利差越大，日元相对美元贬值压力越大。在全球投资者减仓债券的大环境下，日债也不能幸免，10 年期日债触及 0.25% 的政策上限，日本央行果断入市大规模购债防止利率进一步上升，这导致日元流动性投放和美日利差被动做阔，使得日元贬值，而股市则受“放水”利好而上涨。
- **人民银行的政策逻辑则意味着股市、债市要承担稳汇率的成本。**在经济企稳乏力的情况下，稳汇率的考量会让货币政策宽松束手束脚。“基本面不好 + 政策谨慎”的组合对于股市十分不友好，从某种程度上可以说股市和债市承担了稳汇率的成本。
- **做比说重要，“以我为主”需要更多的政策沟通和落地。**自 2021 年下半年以来人民银行在众多场合表示政策要“以我为主”，要“提高汇率的弹性”。但是在中美利差转负和疫情冲击的背景下，25bp 的降准和利率按兵不动无疑向市场暗示了央行似乎依旧重视汇率。尽管我们有理由相信，2020 年第一季度的经验使得央行认识到在疫情未得到有效控制之前大幅宽松可能无益于经济企稳，反而有可能导致资金脱实就虚和加剧通胀。4 月底、5 月初上海疫情可能将得到初步控制，人民银行下一步将怎么走，对于汇率、股市和债市至关重要。如果继续保持克制，股债汇市场都将面临较大的波动。
- **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: 人民币汇率和中美利差



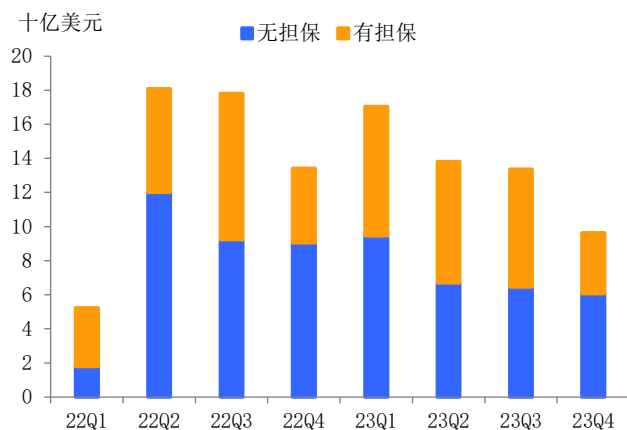
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 2022年2月和3月外资减持境内债券



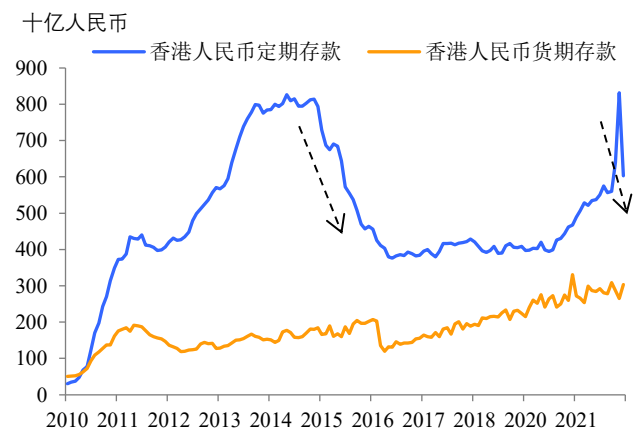
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3: 2022年和2023年境内房企外债偿付规模



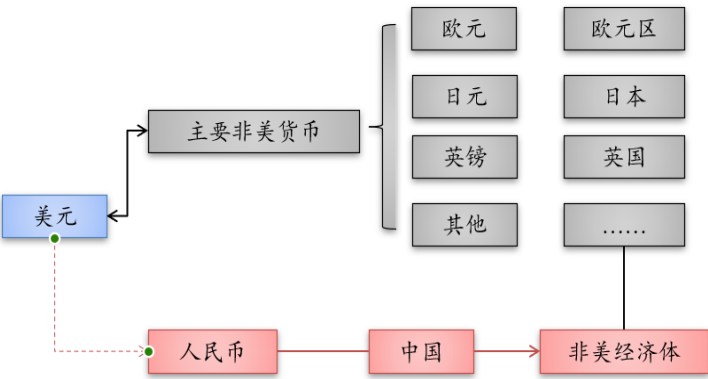
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图4: 中国香港离岸人民币定期存款规模将下降



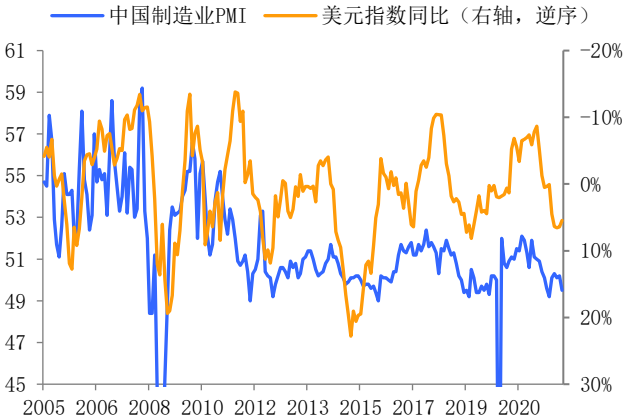
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图5：中国主要通过影响非美经济来影响美元



数据来源：东吴证券研究所绘制

图6：中国制造业 PMI 和美元指数



数据来源：CEIC，东吴证券研究所

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_40646

