



汇率双向波动震荡加剧 存准率下调对冲流动性

——2015年2月国内金融市场走势述评

要点:

- 2015年1月，受中国经济弱势开局和货币供给渠道变化影响，货币供应量增速大幅回落，新增社会融资规模同比下降，人民币贷款增量仍维持在较高水平。
- 为应对外汇占款下降、新股上市锁定资金、春节前现金需求增大等造成的社会流动性趋紧状况，央行于2月4日宣布下调存款准备金率0.5个百分点，并对三农和小微企业额外降准。此外，央行又持续进行公开市场逆回购净投放，补充基础货币缺口，释放稳增长信号。同期股票市场出现震荡回调，未来仍有望延续上涨行情。
- 而受美国经济持续复苏、全球货币政策分化加剧影响，1月以来人民币对美元汇率持续贬值、震荡加剧，对非美元货币则出现较大幅度升值，总体来看资金外流迹象明显。未来人民币对美元汇率不太可能出现大幅贬值，全年汇率走势可能是先贬后升。央行仍将保持对人民币汇率波动的高容忍度，并有可能继续扩大波动区间，增加汇率双向浮动弹性。

城市金融研究所所长：周月秋

国内宏观经济研究团队：

樊志刚 赵幼力

王小娥 李露 杨苒

执笔：杨苒

yangxing@icbc.com.cn

相关研究：

2015/2/11 《解析存款保险制度及其对商业银行的影响》

2015/2/6 《对央行下调存款准备金率的点评》

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

目 录

一、1 月份我国金融市场概况..... 1

二、对今年初以来人民币汇率走势的分析..... 3

图表目录

图 1 境内、外美元兑人民币即期汇率及中间价走势..... 3



一、1月份我国金融市场概况

(一) 货币供应量增速大幅回落，基础货币供给渠道出现变化

1月份，M2同比增长10.8%，增速分别比上月末和上年同期低1.4和2.4个百分点，创下历史新低。1月份新增社会融资规模为2.05万亿元，比去年同期少5394亿元。但从信贷数据来看，1月份人民币贷款增加1.47万亿元，同比多增2899亿元，为2010年以来最高新增量。

M2增速和社会融资总量下降，而人民币信贷新增却维持高位，这之间出现明显背离，主要基于以下原因：一是基础货币的供给渠道出现明显变化。央行投放基础货币主要有两个渠道，外汇占款和人民币贷款。2003-2009年，外汇占款增加几乎是我国基础货币唯一的投放渠道，外汇占款增量/基础货币增量均超过1。我国除了用央票回收过量的基础货币投放外，还用提高法定存款准备金率的方式，冻结市场上的基础货币。2010年开始，随着国际市场结构的调整和我国国际收支状况的变化，该比值开始小于1，通过对冲外汇占款投放基础货币机制作用在下降。2014年以来，随着央行退出外汇市场日常干预，外汇占款放缓态势更加明显。2014年末，外汇占款同比少增2.12万亿元。其中，12月新增外汇占款下降近1200亿元。从外汇储备来看，2014年下半年开始呈缓慢下降趋势，截至2014年末，我国外汇储备为3.84万亿，较年初略增加217亿，较6月末下降1502亿。今年1月份，随着人民币贬值预期持续高涨，导致资金出现外流迹象，进一步拉低了M2的增速。二是同业业务持续大幅萎缩导致货币的创造效应减弱。去年一月份还没有开始执行“127号文”，银行表内非标业务规模仍然较大，随着对同业业务的监管趋严，通过非标渠道创造的货币规模明显萎缩。1月份委托贷款增加804亿元，同比少增3167亿元，信托贷款增加52亿元，同比少增1007亿元。三是由于年初信贷储备投放，以及2月春节前贷款集中投放等季节性行为，贷款新增维持高位。1月，贷款占同期社会融资规模增量的71.7%，同比大幅提高20.8个百分点。

从存款数据来看，1月份人民币存款增加1.70万亿元，同比多增1.66万亿元。尽管从数字上看当月存款增长强劲，但主要是基于以下几个原因：一是去年春节在1月份，居民大量取现使得当月存款明显下滑。二是在执行存款月末偏离度新规以后，银行季末、

月末冲存款现象减少。三是今年1月份财政存款增长7000亿元，明显高于往年同期（去年1月份财政存款仅增加1543亿）。总体来看，如果修正这三个不可比因素，实际上1月份的存款增长较弱，在理财、互联网金融、P2P投融资平台、股票市场分流等因素的影响下，商业银行揽储压力依然较大。

（二）社会流动性趋紧，央行及时下调存准率

虽然去年11月央行全面降息，银行间市场资金价格回落，但短期资金面仍然趋紧，7天回购利率波动中枢仍接近4%，明显高于去年下半年约3%的水平，实体经济所感受到的融资成本并无明显下调。2月份，受新股发行冻结资金、春节假日前现金需求逐步上升等因素影响，市场面临较大的流动性缺口，资金面进一步趋于紧张。截至2月17日，银行间市场7天回购利率、7天上海同业拆放利率（Shibor）分别收于4.83%、4.75%，比1月8日的利率低点上升109、100个基点，涨幅达29%、27%。针对上述情况，为“补逆差”和“过春节”，央行于2月4日宣布下调存款准备金率0.5个百分点，并对三农和小微企业额外降准。此次降准预计可释放流动性6500亿元左右。此外，央行2月5日又实施了300亿元公开市场逆回购操作投放流动性。央行通过降准并配合其他货币政策，增加基础货币的投放，同时释放稳增长信号，有利于保证适度的流动性水平，增强经济增长的内生动力。

（三）股票市场震荡走低，未来仍有望延续上涨行情

1月份，上证指数冲高回落，最高上触3376点后受阻回落，整月以微跌报收。截至1月30日，上证指数报收3210.36点，深证成指报收11150.69点，分别较去年末-24.31和106.07点。1月股市震荡走低，主要原因在于：一是1月PMI28个月来首次跌破50%枯荣线，暴露了当前中国经济的下行压力，市场持仓观望情绪增加，1月全月A股新增账户数仅197万户；二是伴随着新一轮发行制度的改革，2015年以来启动IPO发行的新股数量达到50多家，短期将带来资金面的流动性紧张；三是证监会宣布规范券商融资融券业务，并对违规券商予以严厉处罚，引发A股短期震荡调整。

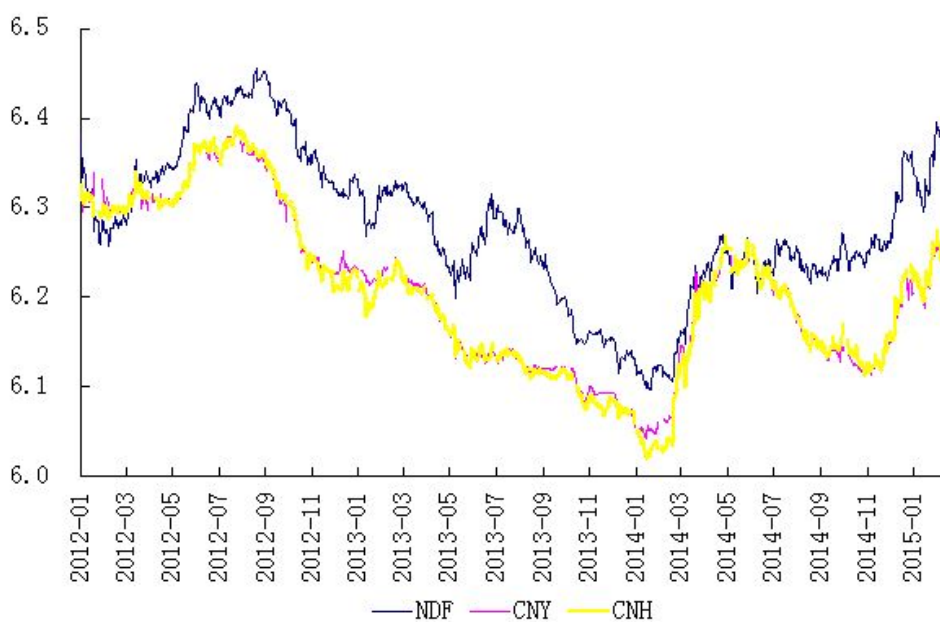
2月份，受央行下调存准率的利好消息影响，股市开始缓慢上涨。截至2月25日，上证指数报收3228.84点，深证成指报收11539.70点，分别较1月末上涨18.48和389.01点。展望未来，我们认为，短期内的A股仍是阶段性震荡——“大涨大震，小涨小震”的行情格局。中长期随着股票期权、注册制等改革措施的推进，以及政府积极的财政政策和中性偏松的货币政策陆续出台，A股市场仍有望延续上涨行情。



二、对今年初以来人民币汇率走势的分析

2014年以来,随着美国经济的复苏,人民币兑美元即期汇率累计贬值幅度达2.5%。2015年开年后,受欧洲央行推出近万亿欧元QE,随后俄罗斯、印度等多国央行开启货币宽松政策影响,美元进一步走强,人民币兑美元汇率7个交易日中6次逼近跌停,截至2月17日已较年初累计贬值0.8%。其中,1月26日,在岸人民币兑美元即期汇率跌近200BP,最低触及6.2531,创去年6月以来最低。此后,1月27、28、29日人民币兑美元汇率三度盘中逼近跌停线,跌幅分别为1.7%、1.94%和1.9%。而2月2日、3日两个交易日再次下跌,特别是3日跌幅一度接近1.96%。从离岸市场来看,海外投资者对于人民币的看法趋于谨慎,贬值预期持续加强(见图1)。

图1 境内、外美元兑人民币即期汇率及中间价走势
(2012.1.3-2014.2.17)



数据来源:CEIC,工商银行城市金融研究所。

(一) 原因分析

人民币汇率的变化主要取决于以国际收支为基础的外汇供求关系。总的来说,近期

人民币对美元持续贬值、大幅震荡，既有境内外基本因素的驱动，也有其它因素的影响：

1. 中国宏观经济弱势开局，基本面决定汇率面临下调压力。2015年开年，中国经济的基本面数据不容乐观。12月规模以上工业企业利润总额同比下降8%，降幅较上月扩大3.8个百分点，这是自2011年10月以来的最大跌幅。1月官方与汇丰PMI指数均跌破50%荣枯分界线，且官方PMI降至49.8%，为时隔28个月该指数首次降至50%以下。1月CPI同比上涨0.8%，自2009年11月份以来首次跌至“1”以下，创逾5年新低；PPI同比下降4.3%，环比下降1.1%，反映出生产资料市场需求清淡、供应过剩的局面未有改观，制造业生产仍然呈收缩状况，经济下行风险较大。

从进出口数据来看，1月我国进口和出口增速双双下跌，1月份进出口总值比去年同期下降10.8%。其中，出口下降3.2%；进口下降19.7%。经季调后，1月份进出口、出口和进口的降幅分别为7.1%、1.3%和14.4%，进口降速大于出口降速使得贸易顺差呈现衰退式增长。贸易状况不如人意，除春节季节性因素外（我国企业一般有节前出口，节后进口的习惯），量减价跌是主要因素。一方面，以原油为代表的国际大宗商品价格持续低位震荡，1月30日布伦特原油为52.99美元/桶，较2014年中下跌了近50%，油价下跌会导致物价下行，并可能产生一定的通缩压力；另一方面，近期人民币对欧元、英镑、澳元、日元等非美元出现较大幅度升值，使我国对欧、日等地出口同比增速明显下滑。1月对欧出口下降4.6%，近11个月来首次为负；对日出口下降20.6%，为2009年以来最差增速。而进口增速的大幅下滑，除去与上年春节错位及高基数因素外，则与内需持续疲弱直接相关。

2. 全球货币政策分化加剧，影响人民币汇率保持稳定。从美国来看，随着美元经济复苏，强势美元逐步回归。美国经济的良好表现和加息预期，导致国际资本部分流出新兴市场国家，转向流入美国市场。由于美元在决定全球流动性方面的核心作用，中美利差的缩小不仅可能会引起资本流入的减少，也有可能造成一定程度的资本流出。2013年下半年以来，我国外汇占款出现了大幅波动。外汇占款中枢下降势必导致中国“资金池”水位随之下降，致使外汇渠道从蓄水的功能可能转变为漏损的功能，改变了我国货币创造的主渠道，进而加剧了人民币贬值的压力。

与之相反的是，欧洲、日本及部分新兴国家则纷纷开启了量化宽松货币政策。2015



年1月，欧央行在以德国为代表的欧洲顶端国家与希腊为代表的欧洲后进国家之间一番讨价还价之后最终确立了欧元区的货币宽松政策。欧洲央行1月22日推出欧版量化宽松政策，从3月开始每月实施600亿欧元的债券购买计划，持续至2016年9月，规模达到1.14万亿欧元。此次欧央行推出QE计划引发了显著的外溢效应，非欧元区国家如瑞士、丹麦纷纷宣布降息。丹麦央行在不到10天的时间内连续三次调降存款利率，由-0.05%降至-0.5%。从日本来看，新近推出的3.5万亿日元的经济刺激方案（QQE）有望为日本经济打入强心剂，显示日本也正在逐渐加强其宽松货币政策。非美元货币出现新一轮竞争性贬值的迹象，使全球货币政策走向进一步分化。而各国货币政策趋于宽松，这可能会导致更多国家仿效，出现汇率竞争性贬值。因此，这种背景会使得美元持续走强，这也必然会给近来处于“第二强”的人民币对美元汇率基本保持稳定带来极大的压力。

3. 资本主动输出及套利驱动等其它因素的引导。一是人民币汇率改革以来，由于人民币单边升值的预期，不但吸引了大量的套利资金，也影响了我国货币政策的有效性。因此，央行在2014年3月将人民币兑美元汇率波动区间由1%扩大至2%以后，加剧了人民币的双向波动。二是去年以来，中国开始规划和推动丝路基金，向“一带一路”沿线国家提供基建资金，以及向东盟提供类似资金，中国企业在世界各地进行投资和并购等，加之中国国内经济成本升高导致的直接投资净流入减少，推动中国成为最大的资本输出国，使得中国资本和金融项目的逆差明显化。2014年四季度，我国资本和金融项目出现912亿美元逆差，超过2008年四季度的468亿美元逆差，创下了1998年以下最大规模的赤字。未来，中国式的“资本流出”更多可能是主动加快资本输出的结果。三是国内的套利驱动。近期随着美元升值预期上升，境内外美元兑人民币报价价差扩大，助推企业和个人国内购汇和国外结汇意愿，从而套取低买高卖美元的汇差，但这种套利活动更多的是受短暂的投机利益诱使。

（二）未来走势预测

对于未来汇率走势，我们认为，2015年人民币对美元汇率不太可能出现大幅贬值，全年汇率走势可能是先贬后升，下半年即期汇率贬值幅度有所收窄，全年贬值幅度在2%—3%之间。上述判断基于以下理由：

一是中国央行有维持人民币稳定的决心和能力。截止2014年末，我国外汇储备3.84

万亿美元，外汇储备依然充足。2月6日，央行宣布将人民币对美元汇率中间价设定在6.1261，较前一交易日上调105BP，表明了维护汇率稳定的决心。同时，中国目前还存在较为严格的外汇管制。从长期来看，央行不会允许人民币持续贬值并导致资本大规模外流。当然，只要汇率波动是可控和可接受的，央行也会乐于接受这种波动，这也利于消除其他国家要求人民币升值的压力。

二是中国经济虽然面临一定的下行压力，但仍处于中高速增长期。2014年我国经济增长已下降至7.4%左右，但并没有出现大规模失业，就业市场基本实现供需平衡。同时，宏观调控政策以“微刺激”为主基调，过去对经济增长采用大规模强刺激的调控模式有了明显转变。这些事实表明，我国经济已经大致接近于潜在经济增长率。贸易方面，2008年以来，我国贸易顺差占GDP比重一直在3%以内，长期保持低位，基本实现贸易平衡。总体来看，我国经济已经比较靠近内部均衡与外部平衡的状态，人民币汇率也基本接近均衡走势。

第三，人民币国际化需要稳定的人民币作为支撑。人民币国际化是国家战略利益的综合体现。2015年，随着“一带一路”等国家战略的推进，人民币国际化进程仍将快速推进。当前，人民币的主要功能仍然停留在跨境结算阶段，要提高人民币的国际地位，必须完善人民币的投资货币和储备货币功能，增加中国经济的影响力。人民币国际化进程的推进，不仅需要稳定的经济增长，提高境内外人民币使用者的信心，还需要相对稳定的人民币作为支撑。

综上，即使去年美联储逐步退出量化宽松政策，美元指数逐步走强，人民币尽管面临着与其他货币一样的贬值压力，但还是保持了对美元小幅贬值，对其他货币升值的态势，实际有效汇率一直处于上升态势。未来随着人民币国际化的继续推进，资本账户的进一步放开，预计人民币对美元汇率仍将是小幅贬值，同时央行保持对人民币汇率波动的高容忍度，并有可能继续扩大波动区间，增加汇率双向浮动弹性。