

宏观经济新闻解析



宏观观察

• 2015年5月：人民币纳入SDR	4
• 2015年9月：美联储推迟加息	8
• 2015年9月：大宗商品巨头嘉能可暴跌	11
• 2015年10月：泛太平洋战略经济伙伴关系协定（TPP）取得实质性突破	14
• 2015年11月：证监会新股发行重启	17
• 2016年2月：日本央行实行负利率政策	19
• 2016年3月：杠杆上的楼市	21
• 2016年4月：债转股重出江湖	25
• 2016年5月：供给侧改革	28
• 2016年9月：基础工业指数、货币信贷与VIX	35
• 2016年10月：离岸人民币	42
• 2016年10月：欧盟QE	46
• 2016年11月：央行货币政策工具	50
• 2016年11月：不良资产处置	56
• 2017年2月：固定收益解析	60
• 2017年3月：2016年中国债市危机	61
• 2017年4月：国债与国开债	63
• 2017年5月：缩表	70
• 2017年9月：逆周期因子	74

宏观观察

• 2017年10月：ICO监管取缔	78
• 2017年12月：资管新规引发监督热议	81
• 2018年5月：中美贸易战	84
• 2018年6月：关注新一轮油价上涨趋势	89
• 2018年10月：我国地方政府债务	93
• 2018年10月：科创板与注册制	98
• 2018年11月：中国企业融资现状及政策思考	101
• 2018年12月：关注新一轮央行降准	103
• 2019年4月：中国宏观经济基本面概览	107
• 2019年5月：解读4月份中央政治局会议	110

人民币纳入SDR——意义、条件与展望

◆ 什么是SDR：

- 特别提款权 (Special Drawing Right, SDR, 亦称“纸黄金”)是IMF创设的一种储备资产和记账单位。它是基金组织分配给会员国的一种使用资金的权利。会员国在发生国际收支逆差时,可用它向基金组织指定的其他会员国换取外汇,以偿付国际收支逆差或偿还基金组织的贷款,还可与黄金、自由兑换货币一样充当国际储备。但由于其并非真正货币,使用时必须先换成其他货币,不能直接用于贸易或非贸易的支付。

- 目前 (2011-2015) SDR组成篮子及相对汇率与比重如下：

Currency	Exchange Rate (Weight)
USD	0.6600 (41.9%)
EUR	0.4230 (37.4%)
JPY	12.1000 (9.4%)
GBP	0.1110 (11.3%)

- SDR篮子每五年调整一次。今年10月IMF将公布评审结果,决定将于2016年执行,故今年是人民币被纳入的冲刺期。

◆ 人民币被纳入SDR篮子的意义：

- 加入SDR对人民币国际化具有重要的象征意义。它一定程度上代表了IMF和官方机构的背书。此外,中国也会加快推进各项改革,包括外汇管理制度,增加资本项下人民币的可兑换程度等等。

◆ 某货币被纳入SDR篮子的条件：

- 纳入SDR的一篮子货币需满足两个标准,一是该国的出口总量位居前列,二是货币能够自由使用。
- 2014年中国出口占全球12.37%,高于美国的8.57%、德国的8%和日本的3.6%。所以人民币已满足第一个条件。
- 根据2011年IMF文件,货币能够自由使用有4个标准:该货币在官方外汇储备中的份额;以该货币计值的国际银行借贷;以该货币计值的国际债券;即期外汇市场交易量。在这四项上,人民币的排名均在10名左右,可见人民币被纳入SDR存在技术上的,而非政治上的阻碍。

◆ 中国还需做什么准备？

- 推进利率市场化并完善债券市场：**利率是资金的价格,如果不能实现利率市场化,自然无法建立健全的债券市场,也就无法实现足够大的人民币债券存量。
- 推进资本账户开放：**周小川行长称：“虽然国际货币基金组织并没有明确说加入SDR的货币应该是资本项目可兑换的货币,但是大体来讲,逻辑关系也是接近的。”
- 完善人民币汇率形成机制：**若不能逐步实现市场化定价,人民币作为外汇的交易量很难提升。并且在IMF中拥有最大投票权的美国也希望人民币汇率定价市场化。

◆ 下面我们将对这三项准备工作做较深入地分析

1、推进利率市场化

- ◆ **我国利率市场化的历史**：中国的利率市场化的进程在改革开放初期就已经开始了。决策者很早就确立了存贷款利率市场化的策略，即先外币、后本币，先贷款、后存款，先长期/大额、后短期/小额。
 - **贷款利率**：1983年国务院授予人民银行在基准贷款利率的基础上，上下各20%的利率浮动权；央行于2004年基本取消了金融机构人民币贷款利率的上限，于2013年取消了金融机构贷款利率0.7倍的下限。
 - **存款利率**：1999年允许商业银行对保险公司试办长期大额协议存款，利率水平由双方协商确定。央行2004年放开了金融机构人民币存款利率下限，并在2014年始承诺对50万元以下个人存款承担赔付责任。
 - **短中长期利率体系的建立**：1996年，中国银行间拆借市场CHIBOR正式成立，央行取消对利率的上限管理，实现了拆借利率的市场化。2007年，上海银行间拆借市场SHIBOR上线并取代CHIBOR成为货币市场的基准利率。1996年，财政部实现了国债的市场化发行。同年成立了中央国债登记结算有限责任公司。1999年，财政部首次在银行间债券市场以利率招标方式发行了国债。2003年，国债登记结算公司开始编制中国债券指数和中国债券收益率曲线包括国债收益率曲线。
- ◆ **我国利率市场化最新进展**
 - 5月26日晚间，央行发布中国人民银行公告〔2015〕第9号文件，全面放开交易限制。这一举措将释放大量债券入市，有利于建立由短期和中长期利率组成的“利率锚”，把完整的收益率曲线架构出来。
 - 6月2日，央行公布《大额存单管理暂行办法》，规定个人投资人认购的大额存单起点金额不低于30万元，机构投资人认购大额存单起点金额不低于1000万元。
- ◆ **我国利率市场化未来走势**
 - 改革的最终目标是建立央行可调控的有效货币政策传导机制。在这个过程中，不进行利率市场化改革，利率就不能准确反映投资风险与收益，金融机构就无法主动根据利率进行风险定价。而利率本身是要反映收益的，如果资产无法进行风险定价，则利率市场化也难以进行。
 - 我国将在未来逐步打破刚性兑付，降低零风险资产的收益率，增强金融机构的风险定价能力；同时建立完善的“利率锚”，推动基准利率体系的建立。

2、推进资本账户开放

- ◆ **资本账户开放**：资本账户开放是指不对资本跨国交易进行限制或对其采取可能会影响其交易成本的相关措施。关于资本账户开放，有以下三点值得注意；
 - 资本帐户开放不仅应当取消“汇兑和支付”方面的限制，还应当包括取消对“交易”本身的限制。
 - 资本帐户开放应取消针对资本流动的限制和对任何可能对资本交易成本影响的相关措施。
 - 资本账户开放包括单一汇率或非歧视性汇率安排的要求，但不一定要求实行自由市场汇率。
- ◆ **当前趋势**：中国将更深入地参与全球化进程，今后将作为投资者参与国际市场，人民币也逐渐走向全球市场。当前的中国正大力推动人民币的国际化，而统筹协调各项改革的重点和次序，减小改革风险，成为各界焦点。
- ◆ **资本账户开放的意义**
 - **减少人民币现金交易**：如果资本账户是开放的，采取人民币现金交易的情形就会减少，境外人民币与境内货币供给无关，从而推进人民币国际化进程。
 - **对冲风险**：中国现在的经济开放度和贸易依存度越来越高，这要求有相应的国际资产交易开放来对冲风险。资本账户的开放可以避免经常账户顺差产生的大量对外债权由央行集中持有，将对外债权通过民间主体这一最有效的渠道进行运作。

- ◆ **风险与措施**：央行调统司司长盛松成认为，资本账户开放是循序渐进的过程，只有协调推进各种金融改革，才可以减少金融体系的振荡，有序完成金融市场化改革。谈到资本账户开放以后的风险，盛松成强调中国的资本账户开放不等于不管，而是有管理的开放。
- ◆ **审慎而积极的态度**：“统筹规划、循序渐进、先易后难、分步推进”，资本项目开放的各种举措将从跨境直接投资（FDI和ODI）、跨境证券类投资（QFII、QDII、RQFII）以及外债（贸易与项目融资）等三个方面逐渐开展。

● QFII、QDII、RQFII对比

投资主体	面向对象	最新累计额度	范围与限制	三者与沪港通关系
RQFII	国外	3827亿元	投资股市不超过20%	● 三者仅针对机构投资者，沪港通针对所有合格的个人和机构。 ● 三者投资场所更广泛，可在境内外主要证券市场投资。 ● 三者可与沪港通组合形成境外投资股票的投资策略。
QFII	国外	745亿美元	适用于证券市场，不能短期炒作，应具有中长期投资的性质	
QDII	国内	890亿美元	门槛较低，适合更广泛的投资者参与	

3、完善人民币汇率形成机制

◆ 我国现行汇率制度：

- 2005年7月21日起，我国开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。由于中国不允许自由兑换外币，一直被西方认为汇率没有市场化。

◆ 人民币汇率形成机制及其影响：

- 在发达的市场经济国家中，实行的是自由汇制——汇率由货币的需求和供给关系决定，受到利率、货币政策、贸易政策等等因素的影响，围绕着均衡价格上下波动。
- 人民币的汇率形成机制与自由汇制有很大的不同。由于人民币只实现了经常性项目的可自由兑换，却没有开放资本项目，人民币并不能自由地兑换美元及其他外汇。在资本项目不可自由兑换的条件下，人民币汇率的形成在实质上仍是由政府决定、而不是国际汇市波动因素作用的结果。
- 这种由政府确定汇率，并实施行政管制的、与美元保持固定比价的稳定型汇率机制，又称“盯住美元机制”。其最重要的特点是不论其他货币是升值还是贬值，人民币兑换它们的比价都是从它们兑换美元的比价换算而来。
- 尽管人民币的这一汇率稳定机制帮助中国经济实现了“多出口、少进口”的政策目标，并且帮助金融体系在面对动荡的国际金融环境时保持了稳定。然而未市场化的汇率使得人民币的真正价值无法体现，而且由于管制限制了投资，国内的产业结构也难以随市场信号的变动而自发调整。

来源：新闻

◆ 完善人民币汇率机制的措施

- **增加人民币汇率的灵活性：**在防范风险的前提下，适当放松外汇管制，扩大外汇管制区间，减少央行在市场上的干预频率，反映市场供求变化及广泛的市场参与者的交易意愿，为汇率进一步市场化奠基。
- **健全和完善外汇市场：**增加市场交易主体，推广大额代理交易，让更多金融机构和企业直接参与外汇的买卖；增加外汇市场交易品种，同时积极推动外汇衍生品市场的发展，推出更多规避风险的外汇市场工具；健全外汇交易方式，加快发展商业银行做市商制度，活跃外汇市场。
- **改进人民币汇率调节机制：**对于汇率的短期和中期波动的调节，央行可以主要通过外汇市场上的操作来进行，通过影响外汇市场供求关系的变化，来实现调节的目标；而对于汇率的长期水平及其走向，则主要依靠改变基准利率(或直接改变或通过外汇市场操作间接改变)来实现。
- ◆ **汇率机制改革动态**
 - 美国财政部长雅各布·卢5月27日表示，中国开放经济及货币还有很多工作要做。他认为，IMF可能在今年让人民币加入SDR，但也可能需要更久，中国的汇率政策一直是一大隐忧。
 - 央行2014年年报称，2015年央行将发挥市场在资源配置中的决定性作用，努力在金融重点领域和关键环节改革实现新的突破。继续加快推进利率市场化改革，完善人民币汇率市场化形成机制，稳步推进资本项目可兑换，提高金融资源配置效率，完善金融调控机制。

美联储9月暂不加息，仍预计年底前加息

◆ 新闻事件

- **美联储推迟加息**：美国联邦储备委员会于美东时间17日14:00宣布，考虑到全球经济疲弱以及美国持续的低通胀，美联储将联邦基金利率维持在现有水平（0-0.25%），暂不加息。同时美联储主席耶伦称，仍然预计在2015年年底加息。
- **加息历史回顾**：20世纪90年代以来，美联储共经历了三次加息进程：

轮次	时间	加息次数	基准利率变化
第一轮	1994.2-1995.2	7	从3%上升到6%
第二轮	1999.6-2000.5	6	从4.75%上升到6.5%
第三轮	2004.6-2006.6	17	从1%上升到5.25%

- 2008年12月，美联储联邦基金目标利率降至历史低点0.25%，自此长期维持不变至今。

◆ 推迟原因分析

- **海外局势或成主因**：海外局势是影响本次美联储不加息的主要因素之一，耶伦解释称，美联储尤其聚焦中国和新兴市场的风险。耶伦表示，8月金融市场在一定程度上体现出了中国风险。耶伦同时表示了对中国决策者处理金融市场问题的熟练程度的担忧。
- **通胀维持低位，下行压力增大**：FOMC声明中称，近期全球经济和金融局势的发展可能给短期通胀率造成进一步的下行压力。而八月份公布的美国非农就业数据不及预期也成为了美联储加息的阻力，美联储再次重申，只有在美国就业市场形势好转，有理由相信通胀会回升到2%的长期目标时，才会考虑开始加息。
- **核心PCE指数走低**：PCE指数用于发现所有国内个人消费品价格的平均增长，能够反映由于价格变动使消费者购买替代产品的价格。PCE指数被认为能更全面、稳定地衡量美国通胀，更加受到美联储的关注。

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_5857

