

日期：2019 年 9 月 9 日



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

执业证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

扰动后人民币恢复稳中偏升走势

■ 主要观点：

人民币汇率上台阶后企稳

中美经贸协商只是短期扰动因素，最终决定人民币汇率方向的还是中美经济格局的变化；中国经济只要保持定力，中国经济在世界版图中上升的趋势就不会改变。事实证明，更为体现预期的海外市场人民币汇率在经过短暂的超额贬值后，很快回归正常，即在岸和离岸市场两个汇率在经历短暂的差距扩大后，再度缩小了差距，走势重新呈现了粘合状态。虽然人民币汇率经历了一波快速贬值，但市场对人民币汇率前景并无恶化，平稳仍是主流预期，且预期更趋一致。从人民币兑美元的实际走势看，经历了急贬-走平后，人民币迅速在新平台上站稳，市场预期将在现平台走稳。

人民币汇率的实质和现状

中国央行明示：我国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。从实际情况看，人民币已在较高程度上成为国际贸易货币，在一定程度上成为国际投资货币，在部分国家成为国际储备货币。对人民币汇率实行管理而非完全市场化，完全是我国开放和国际金融稳定运行的需要，并有利于人民币国际化推进和国际金融的稳定。

人民币稳中偏升的长期趋势未变

中国经济已即将走出底部徘徊阶段，“一带一路”和人民币国际化是战略方向，海外经济和货币在持续的货币过度宽松下，中期仍难以走出危机阴影。从国际经济和金融格局的演变看，人民币汇率中长期走势将表现为“稳中偏升”态势；受贸易谈判波折影响，短期或有所波动，但长期趋势不变；市场需密切关注货币当局对汇率走势的政策引导信号。在资本项目未完全开放前，汇率管控是有效的，人民币汇率走向基本取决于中国政府意图。按照人民币汇率的市场价值和历史价格，以及人民币国际化的发展方向，稳中偏升是未来人民币汇率的不可逆转走势。2019 年人民币汇率虽会波动加剧，但整体平稳格局不变！

目 录

一、 汇率走势和最新预期.....	1
1. 人民币汇率上台阶后企稳	1
2. 汇率主流预期仍平稳	3
二、人民币汇率市场预期的不稳定性.....	5
1. “破七”的心理关口几无经济意义	5
2. 一波三折的历史走势	6
3. 人民币汇率的实质	7
三、人民币汇率前景展望.....	9
1. 汇率均衡点的选择	9
2. 人民币稳中偏升的长期趋势未变	12

图

图 1 人民币汇率经历快速贬值	1
图 2 中国人民币汇率指数表现平稳.....	2
图 3 新兴市场货币的偏弱格局（对美汇率）	2
图 5 海内外汇率重新粘合	3
图 7 2015 年汇改重启后的人民币兑美元汇率走势.....	6
图 6 人民币汇率趋势演进和政策变化.....	7
图 7 人民币汇率的市场框架	8
图 8 人民币汇率历史并无长期均衡点存在.....	9
图 9 PPP/市场汇率的变化趋势.....	10
图 10 汇率波动方向的三个作用力量.....	11
图 11 中国两轨并一轨的任务.....	11
图 12 中国投资增长见底回升态势明显（当季同比，%）	12
图 13 西方经济表现并不强劲的态势.....	13
图 14 中外利率比较中中国显著高位.....	14

表

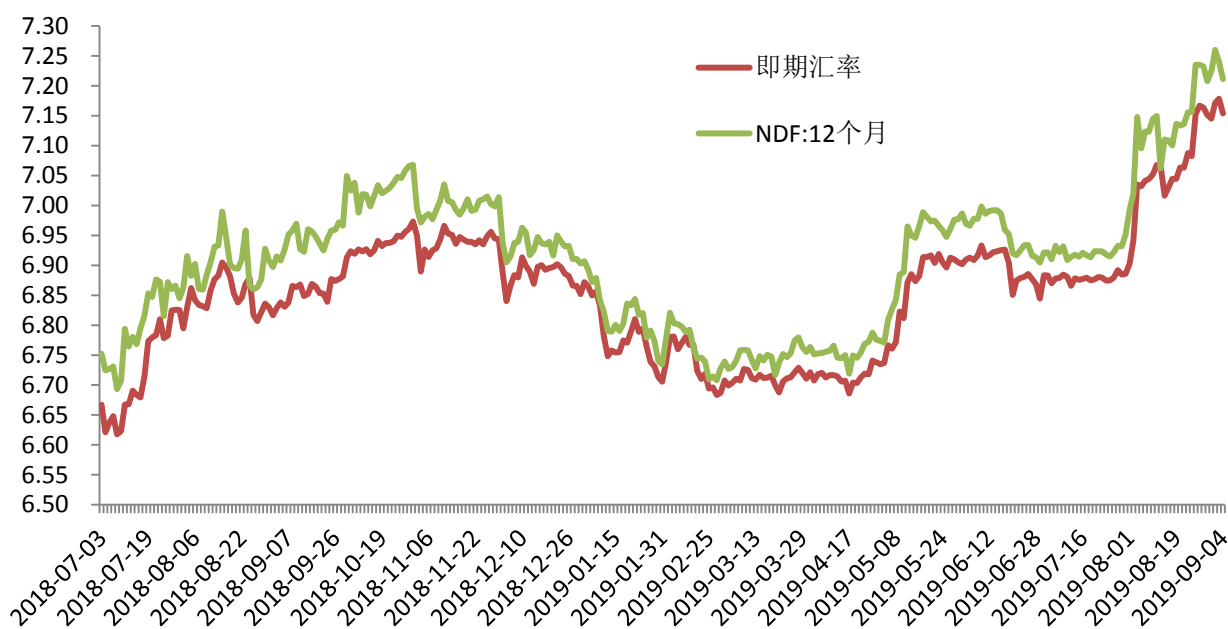
表 1 人民币汇率的市场预期（2019 年 7 月）	4
表 2 人民币汇率的市场预期（2019 年 8 月）	5

一、 汇率走势和最新预期

1. 人民币汇率上台阶后企稳

受全球经济不稳及发达国家货币政策变化的影响，2019 年新兴市场货币波动增加，某些国家贬值压力上升。人民币兑美元汇率受中美贸易关系变化影响，加上汇率本身市场化程度提升，波动也加剧。由于美国对华贸易谈判的反复无常，以及美国特朗普总统在对华经贸中大搞极限施压那一套，市场扰动因素增加。2019 年 8 月以来，人民币汇率经历了一波快速贬值过程。原先一度平稳的走势，突然被打破！

图 1 人民币汇率经历快速贬值



数据来源：Wind， 上海证券研究所

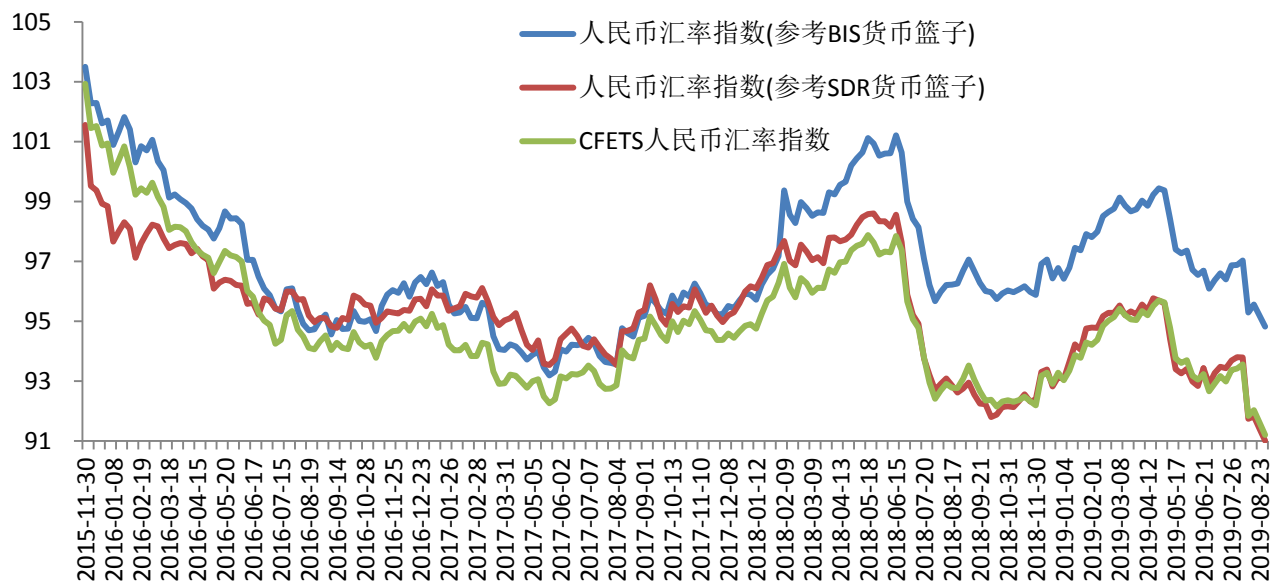
从年初以来的汇率变化看，2019 年的 6 月和 7 月，人民币兑美元汇率相对平稳。2019 年汇率年中的平稳，是在前期走稳的基础上，略微升值后的走稳，6.90 上下这个点位一度被市场认为是均衡点。

中国货币当局多次表示，中国货币汇率表现稳定，市场化程度提高。从市场的实际表现看，如果没有中美经贸关系紧张程度变化的影响，人民币确实表现稳定。这也说明，美国对华政策出尔反尔的行为，已成为市场动荡的重要来源，市场需对这一冲击源头引起重视；同时，中国宏观管理部门在稳定市场和维持经济平稳运行过程中，也许做好对冲美国干扰的准备。

从人民币汇率的整体走势看，即从人民币整体对外价值变化的角度，人民币指数一直表现稳定，与新兴市场货币普遍因发达国家货币政策

变化而呈现显著弱势状态明星不同。

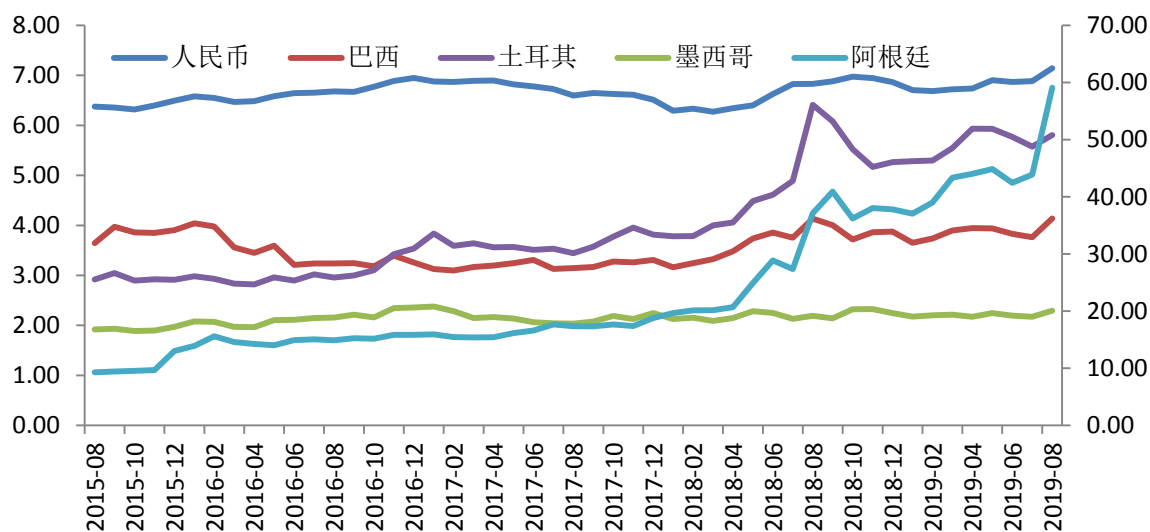
图 2 中国人民币汇率指数表现平稳



数据来源: Wind, 上海证券研究所

不同篮子的汇率指数走势明显不同, BIS 篮子最为稳定, 说明人民币汇率主要是对发达国家货币, 即当今世界的国际货币贬值, 对其它货币则表现稳中偏强态势。这与中国经济在世界经济格局中的地位和实际经济表现一致, 即中国经济在全球版图中实际上表现最为强劲, 货币汇率只是受到发达国家货币政策变化冲击, 而表现偏弱, 但就全球格局而言, 中国货币是除主要国际货币外表现较好的货币之一, 这也说明国际货币地位在国际金融领域的“霸权”短期还难以挑战。

图 3 新兴市场货币的偏弱格局 (对美汇率)

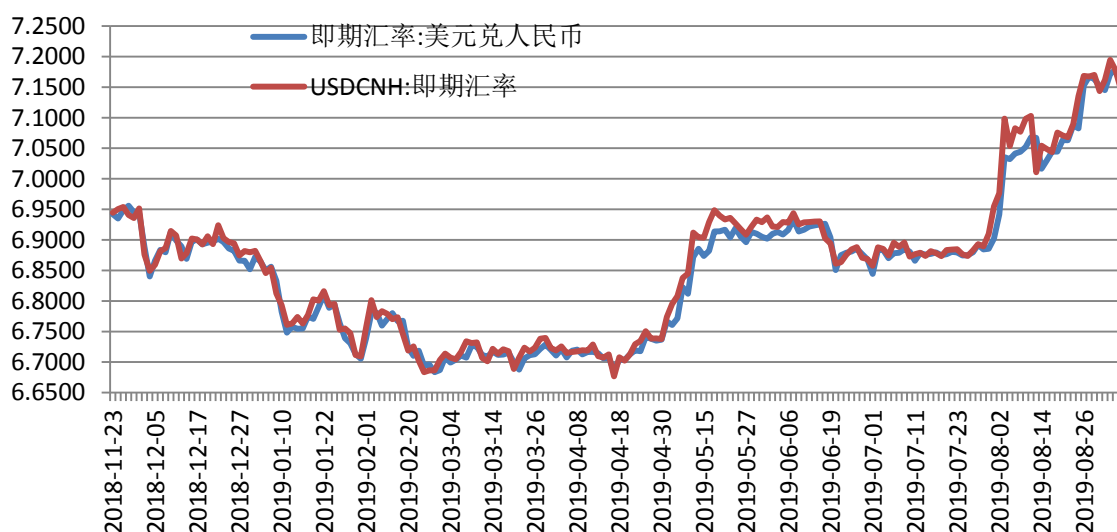


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 汇率主流预期仍平稳

8月人民币兑美元汇率急贬的导火索是中美贸易12轮协商后的破裂，以及美国多次玩弄极限施压手段；汇率动荡加剧后，市场有声音认为中美间经贸摩擦会升级到金融、投资等各层次经济领域，中美经济关系间合作将出现裂痕等担忧，因而部分机构对汇率情景悲观预期上升。但我们认为，中美间经贸协商只是短期扰动因素，最终决定人民币汇率方向的还是中美经济格局的变化；中国经济只要保持定力，中国经济在世界版图中上升的趋势就不会改变。事实证明，更为体现预期的海外市场人民币汇率在经过短暂的超额贬值后，很快回归正常，即在岸和离岸市场两个汇率在经历短暂的差距扩大后，再度缩小了差距，走势重新呈现了粘合状态。

图4 海内外汇率重新粘合



数据来源：上海证券研究所

按路透7月份对人民币兑美元汇率中短期预测的调查情况看，中美贸易战暂停键按下和欧美央行货币政策转向预期升温，人民币汇率走势改变：经历了前期的急贬-走平后，迅速回升至一新平台，市场预期将在现平台走稳。

彼时市场对人民币汇率中短期走势（1-12月）的整体预期更趋平稳，且机构间分歧缩小。之前笔者就认为，人民币汇率走势主要取决于中国政府政策意图，中国对汇率工具向来谨慎使用，急贬之后人民币汇率将重新进入平稳运行期，“破7”仍然是一个小概率事件。在中国货币当局对市场进行预期指导后，市场对汇率贬值预期已逐渐消退，G20峰会和欧美央行政策转向预期升温后，市场对人民币汇率的信心重新上升，

平稳重新成为市场共识。市场预期的变化再度表明，中国政府对人民币汇率预期的引导有着较高的有效性，投资者提高对政策的关注度！

本次市场预期表明，1月期（7月末时点）、3月期、6月期和12月期的期末汇率预测均值分别为6.87、6.89、6.85和6.82，同期预测中值分别为6.89、6.93、6.90和6.80；调查进行时汇率已经经历回升后走稳，时点即期汇率（6月29日）为6.87，预期值和上期基本一致，可见平稳仍是市场最大流看法，持续贬值根本不是市场主流看法。结合预测分布的中值来看，市场对人民币汇率前景的看法显然由“稳中偏升”→走平。从预测分布看，持贬值看法的机构数明显减少。

市场继续存在的贬值预期主要理由有二：中国经济继续承压、中美经济关系仍有可能恶化。

表 1 人民币汇率的市场预期（2019 年 7 月）

Period	1 month	3 month	6 month	12 month
Release / Effective Date	31 Jul 2019	30 Sep 2019	31 Dec 2019	30 Jun 2020
Mean	6.87	6.89	6.85	6.82
Median	6.89	6.93	6.90	6.80
Highest	6.98	7.20	7.15	7.50
Lowest	6.65	6.55	6.40	6.25
Spread	0.33	0.65	0.75	1.25
No. of Forecasts	50	59	61	58

数据来源：路透，上海证券研究所

在中美间关税上调确认后，市场在当期提高了的汇率水平上重新展开预测，预测显示市场并不存在人民币兑美元汇率持续贬值的预期。按路透8月份对人民币兑美元汇率中短期预测的调查情况看，虽然美国升级关税威胁和把中国列为汇率操纵国后，人民币汇率经历了一波快速贬值，但市场对人民币汇率前景并无恶化，平稳仍是主流预期，且预期更趋一致。从人民币兑美元的走势看，经历了急贬-走平后，人民币迅速在新平台上站稳，市场预期将在现平台走稳。

更新后的市场预期现实，对人民币汇率中短期走势（1-12月）的整体预期仍然平稳，本次市场预期表明，1月期（8月末时点）、3月期、6月期和12月期的期末汇率预测均值分别为7.07、7.08、7.09和7.08，同期预测中值分别为7.07、7.10、7.10和7.06；调查进行时冲击汇率的事件已经发生，人民币汇率正在快速贬值中，但在货币当局的预期引导下，市场并无恐慌气氛，可见当时的急贬只是投机冲击，持续贬值根本不是市场主流看法。结合预测分布的中值来看，市场对人民币汇率前景的看法显然由“稳中偏升”→走平。从预测分布看，过度悲观只是个别机构的

看法。

笔者一直认为，人民币汇率走势主要取决于中国政府政策意图，中国政府对汇率工具向来谨慎使用，急贬之后人民币汇率将重新进入平稳运行期，“破7”并未给市场造成大的冲击。在中国货币当局对市场进行预期指导后，市场对汇率贬值预期已逐渐消退。显然，人民币稳中偏升是符合中国的长期战略利益的，但短期内来一波贬值也符合经济维稳的需求，因而货币当局有意愿任由人民币汇率的持续性贬值。美国财政部界定中国“汇率操纵”，本意是反对人民币贬值，但事件反而助推了海外市场投机力量的看贬预期，客观上帮助中国实施了对冲美国自己对中国升级贸易冲突的影响。市场预期的变化再度表明，中国对人民币汇率预期的引导有着较高的有效性，投资者提高对政策的关注度！

表 2 人民币汇率的市场预期（2019 年 8 月）

Period	1 month	3 month	6 month	12 month
Release / Effective Date	30 Aug 2019	31 Oct 2019	31 Jan 2020	31 Jul 2020
Mean	7.07	7.08	7.09	7.08
Median	7.07	7.10	7.10	7.06
Highest	7.25	7.40	7.45	7.75
Lowest	6.91	6.80	6.70	6.71
Spread	0.34	0.60	0.75	1.04
No. of Forecasts	33	33	33	32

数据来源：路透，上海证券研究所

市场继续存在的贬值预期主要理由有二：中国经济继续承压、中美经济关系仍有可能恶化。笔者认为，中国经济已即将走出底部徘徊阶段，“一带一路”和人民币国际化是战略方向，海外经济和货币在持续的货币过度宽松下，中期仍难以走出危机阴影。因此，从国际经济和金融格局的演变看，人民币汇率中长期走势将表现为“稳中偏升”态势；受贸易谈

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_10257

