

“破7”之后怎么走？

——人民币汇率波动和后市分析

2019 年 8 月 7 日



西南期货研究所

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号 1603 室

电话：021-61101856 021-61101853

邮编：200122

邮箱：research@swfutures.com

地址：重庆市江北区东升门路 61 号金融城 2 号 T2 栋 29-2, 29-3

电话：023-63630520

023-63605636

邮编：400023

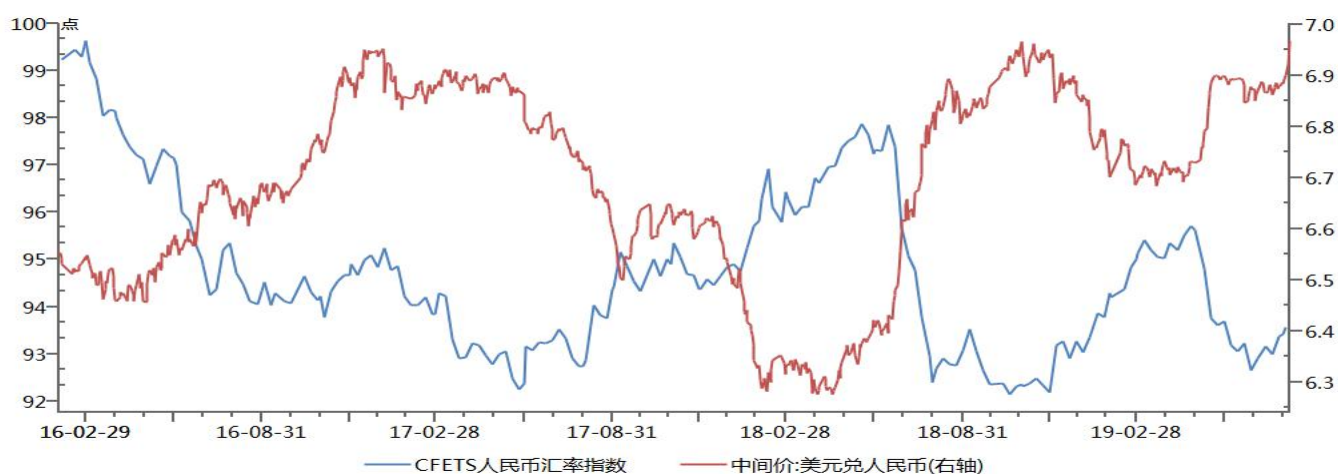
传真：023-63630748

8月5日，受中美贸易摩擦再度升级的影响，离岸人民币汇率和在岸人民币汇率双双破7，引发市场巨大关注。与以往不同，此次人民币迅速贬值过程中，央行并未过度干预和引导预期，这是否反应央行主动引导汇率贬值，以对冲美国征收关税的影响？人民币贬值对国内的影响有多大？破7之后，人民币汇率将怎么走？本文旨在理清这几个关键的问题。

一、“破7”源于中美贸易摩擦升级后的预期改变和情绪宣泄

中美经贸关系成为主导人民币汇率走势的关键因素。2018年下半年以来，在国内经济面临下行压力和中美贸易争端不断升级的背景下，人民币汇率不断走弱，从6.3左右贬值到6.9附近。但为了避免人民币贬值预期的不断强化，稳定外汇市场，每当汇率接近7之时，央行都会采取喊话、发行央票等措施，打击人民币空头，稳定市场预期。2018年11月，随着中美两国元首在阿根廷G20峰会上达成初步共识，中美经贸关系趋于缓和，人民币汇率开始稳步走强。但四月以来，随着中美经贸谈判未果，美国政府再度对华商品征税，市场预期再次发生逆转，人民币汇率再次朝着7波动。8月2日，特朗普政府宣布，从9月1日起，将对中国剩余3000亿商品征收10%的关税，中美贸易摩擦再度激化。次日，中国政府也发表了措辞严厉的回应，称在原则问题上绝不妥协，中方将不得不采取反制措施。彭博称，中国已停止进口美国农产品。市场对中美经贸关系的前景预期更加悲观，离岸与在岸人民币汇率先后破7。

图1：在岸人民币汇率与人民币汇率指数



数据来源：Wind

数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

尽管目前中国仍面临经济下行压力，但美国经济也处于见顶回落阶段，美联储也开启了降息周期，美元指数上升的空间有限。央行公布的银行自身结售汇逆差与代客结售汇逆差，与 2016 年贬值压力时相比也大幅缩小，表明近期贬值压力不大。因此，从经济基本面看，人民币并不存在大幅贬值的基础。此次人民币汇率迅速贬值，根本原因还是在于，中国经贸关系再度恶化，市场预期发生转变，对人民币的悲观情绪宣泄所致。

因此，尽管离岸与在岸人民币汇率双双破 7，但人民币对一篮子货币基本保持了稳定。这是因为，尽管 7 月以来，人民币对美元有所贬值，但美元指数走强，人民币对一篮子货币仍表现稳定。例如，2019 年以来，CFETS 人民币汇率指数基本稳定在 93 以上的位置。

二、“破 7”并非央行主动引导汇率贬值，而是顺势而为

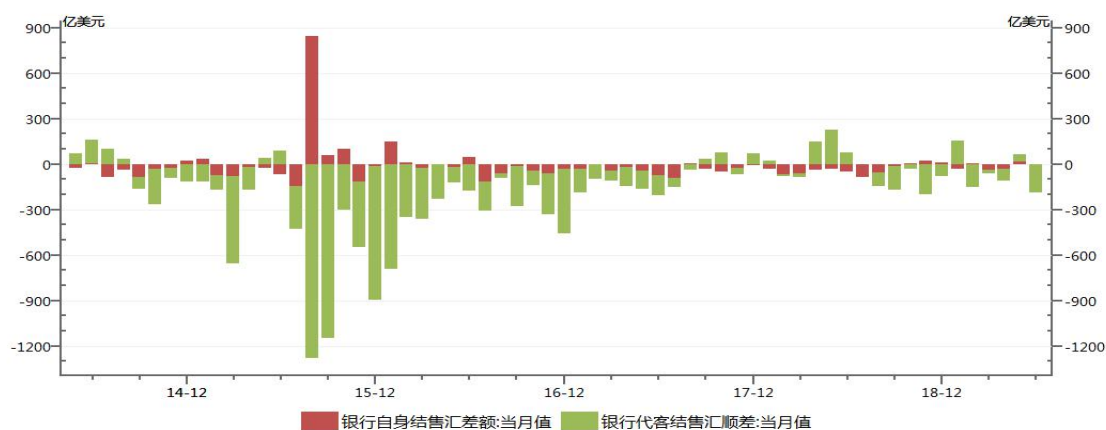
以往，每当汇率接近 7 之时，央行都会采取喊话、发行央票等措施，打击人民币空头，稳定市场预期，而结果也往往奏效，在岸和离岸人民币汇率始终未破 7。但 8 月 5 日，离岸和在岸人民币汇率双双暴跌 1000 个基点，而央行似乎采取了放任不管的做法。对此，市场有声音认为，这是央行主动引导人民币贬值，以对冲特朗普政府征收关税的影响。我们认为，这种说法欠缺考虑，此次人民币贬值，央行采取了顺应市场，允许人民币贬值的做法，而非主动引导人民币贬值，原因在于：

首先，央行曾多次表示，允许人民币汇率更大程度上的自由浮动，无需坚守某一具体的数值，“7”并非不可逾越的红线。破 7 之际，央行也公告表示，7 不是年龄，过去了就回不来了；也不是堤坝，一旦被冲破大水就会一泻千里；7 更像水库的水位，丰水的时候高一点，枯水的时候低一点，有涨有落。因此，在银行结售汇逆差不大，但市场预期改变的情况下，央行顺应市场，允许汇率破 7，而非主动引导人民币贬值。

其次，汇率贬值对我国有利有弊，并不能完全对冲美国关税的影响。有观点认为，由于人民币破 7 发生于特朗普威胁加税之后，所以意味着我国已经准备以贬值对抗加税，因此后续可能继续大幅贬值。如果加税 10%我们就贬值 10%，那么人民币会贬值到 7.7 附近。但是，汇率波动对经济的影响是结构性的，尽管贬值有利于出口，但不利于进口企业。同时，我国对外贸易以进口原材料和部件，加工组装出口成品为主，汇率贬值并不能抵消所有的关税成本，而只能抵消出口减去进口的附加值的成本。因此，汇率贬值并非万能，反倒容易引起人民币持续贬值的预期，导致资本外流的压力，威胁外汇市场的稳定。央行并没有强烈的动机主动引导汇率贬值。

最后，一旦贬值预期形成，威胁外汇市场稳定，央行也会采取措施，维持汇率稳定，稳定市场预期。例如，人民币破 7 之后，央行行长易纲发表谈话称，无论是从中国经济的基本面看，还是从市场供求平衡来看，当前的人民币汇率都处于合适的水平。对人民币继续作为强势货币充满信心，人民银行完全有经验、有能力维护外汇市场平稳运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。8 月 6 日，央行宣布 8 月 14 日将在香港发行两期人民币央行票据，总发行量为 300 亿元，其中 3 个月期央行票据 200 亿元，1 年期央行票据 100 亿元。明显，央行旨在回收离岸市场人民币的流动性，打击人民币空头，稳定市场预期。

图 2：结售汇市场差额



数据来源：Wind

数据来源：Wind 资讯、西南期货研究所

三、人民币汇率的后市展望

对于“破 7”之后人民币汇率的后市展望，我们认为，如央行所言，“7”并非堤坝，一旦大水冲破就一泻千里。从基本面的角度，人民币并不存在长期持续贬值的基础，原因在于：

1、尽管国内经济仍面临较大的下行压力，但去年以来人民币的持续贬值，已释放大部分的贬值压力。目前，尽管美国经济增长仍然展现足够的韧性，但随着财政刺激政策的消退，美国经济处于见顶回落的阶段，时隔十年，美联储已于 7 月利率决议降息 25 个基点，正式开启降息周期。目前，市场预期美联储将在 9 月再度降息，并在 2019 年再降息两次。随着关税对美国经济的不良影响开始显现，美联储货币政策转向宽松，美国经济很难一枝独秀。因此，尽管欧元区等国经济表现疲软，美元指数很难有太大的涨幅，人民币贬值的压力趋于减小。

2、过去一段时间，离岸做空力量已大为削弱，结售汇市场的逆差也在缩小。例如，以银行代客结售汇顺差和银行代客对外收付款顺差的比较来看，2016 年下半年以来，二者回归到基本相当、并在零附近的状态，反映跨境资本流动以实需为主、并较为均衡。离岸人民币存款从 2015 年 8 月 11 日汇改后快速下降，到 2017 年 3 月达到低点，此后尽管有所恢复，但截至 2019 年 4 月仍然只有 6.12 万亿元，远不及此前接近 10 万亿的高点。相比于 2016 年结售汇市场巨大的逆差，当前的跨境资本流动和贬值预期并不强烈，央行有足够的外汇储备和工具应对。

3、前文中我们提到，此次人民币贬值是央行顺应市场，而非主动引导汇率贬值。为维护外汇市场稳定，打击汇率贬值和资本外流压力，必要时央行将采取措施，回收离岸市场流动性，打击人民币空头，稳定市场预期。例如，2018 年 10 月，外管局局长潘功胜曾在新闻发布会上说，“对于那些试图做空人民币的势力，几年之前我们都交过手，彼此也非常熟悉，我想我们应该都记忆犹新”。央行行长易纲也表示，当前的人民币汇率都处于合适的水平。对人民币继续作为强势货币充满信心，人民银行完全有经验、有能力维护外汇市场平稳运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。8 月 6 日，央行宣布在香港发行央票，旨在回收离岸市场流动性，打消市场持续贬值的预期。因此，央行有足够的动机和能力，维持汇率在合理均衡水平的基本稳定，避免人民币持续大幅贬值。

4、从中美利差和资本流动的角度，当前，中美国债利差处于历史较高水平且不断扩大，如美国十年期国债收益率在 1.8% 以下，而中国十年期国债收益率在 3.1% 左右。在美联储降息的背景下，资本有望从低收益率的美国流入中国。随着我国金融市场的扩大开放，股票市场的低估值具有吸引力，未来资本有望持续净流入。

图 3：中美国债收益率

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_10822

