

15年会再现吗？

——汇率破7后的走势与影响

摘要

今日人民币兑美元汇率破“7”，打破了市场此前对汇率短期不会破7的一致预期。汇率出现超预期贬值，而股市也出现了深度调整，不禁令市场担忧15年8·11汇改之后汇率持续贬值，资本大幅流出以及资本市场深度调整的情况是否会再现。事实上，对比当前环境和15年，会发现存在很多本质差别，因而汇率不具备持续贬值的基础。首先，15年前人民币汇率积累了很大贬值压力，而本次汇率贬值压力基本上被释放；其次，15年美国货币政策处于收紧周期，而中国处于宽松周期，中美利差大幅收窄，而本次美国货币政策宽松速度快于中国，中美利差在扩大；再次，当前央行对外汇市场的控制力显著强于15年。因而基本面不支持人民币汇率持续贬值。

未来人民币汇率走势很大程度上取决于央行对预期的引导，如果央行在未来几天稳定汇率，避免形成持续贬值的一致预期，未来汇率将逐步企稳甚至存在再度阶段性回到关口7以内的可能。我们认为这是央行可以做到也应该做到的。如果未来几天汇率持续贬值，则可能会形成一致贬值预期，导致汇率贬值的自我实现。从对资本市场影响来看，汇率贬值带来的资本流出将对股市形成调整压力，因而汇率企稳将领先于股市企稳。而对债市来说，汇率贬值影响有限，虽然资本流出将对资金面形成冲击，但央行会加大资金投放甚至降准来对冲，因而宽松流动性不会改变，基本面走弱环境下债市将继续走强。

风险提示：汇率贬值超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

相关研究

1. 再度加征关税对中方影响有限，或更多是美方策略 (2019-08-04)
2. 信用或再度收缩，全面看多利率债——月度经济预测 (2019-08-01)
3. 供给回升难持续，经济保持弱势 (2019-07-31)
4. 政策保持定力，继续以结构性导向为主——中央政治局会议解读 (2019-07-31)
5. 企业盈利走弱，警惕联储政策低于预期的风险 (2019-07-28)
6. 预测美股短期回报的可靠指标：情绪动量——全球央行追踪第11期 (2019-07-23)
7. 经济依然弱平稳，改革开放再加速 (2019-07-21)
8. CPI猪肉项权重真被调低了么？ (2019-07-19)
9. 不应将“老路”与“新路”对立 (2019-07-18)
10. MMT理论对中国货币政策问题“药不对症” (2019-07-16)

1 人民币兑美元汇率再度破“7”

人民币兑美元汇率再度破“7”。今日人民币兑美元离岸和在岸汇率双双破“7”。这是2008年以来，人民币兑美元汇率再度回到7以上。由于此前人民币兑美元汇率多次接近“7”附近，例如16年末，18年10月末以及今年6月上旬，但每次都有惊无险的保留在“7”以内，因而市场形成了较为一致的预期，人民币汇率虽有贬值压力，但短期内破“7”可能性有限。今日人民币汇率突破“7”，确实是超市场预期之举，也超出了我们此前的预期。

人民币兑美元汇率为何破在此时破“7”。人民币兑美元破7背后有基本面因素和央行政策引导。从7月中以来，随着美联储降息预期弱化以及美联储在7月末鹰派降息落地，美元指数有所回升，从7月15日的96.9回升至8月2日的98.1，因而人民币兑美元相应的表现弱势。但在目前这个时点人民币汇率贬值，一方面与美国对我国3000亿美元出口商品加征关税相关，这个在央行今日就汇率问题答记者问时也有提及，央行认为汇率贬值破7是“受单边主义和贸易保护主义措施及对中国加征关税预期等影响”。

另一方面，我们认为目前汇率破7客观上也起到了改变市场对汇率不会破7一致预期的作用，这也是央行政策目的之一。央行行长易刚在6月7日接受彭博采访时表示：“不认为人民币的某个具体数字更重要”。此前前央行行长周小川也表示过“7”不见得要做人民币的底线。但这些引导并未改变市场对汇率不会破“7”的一致预期。现在，央行用实际行动改变了市场对汇率短期不会破“7”的预期。

图1：人民币汇率多次接近“7”而未突破



数据来源：Wind，西南证券整理

2 汇率会持续贬值吗？15年会重现吗？

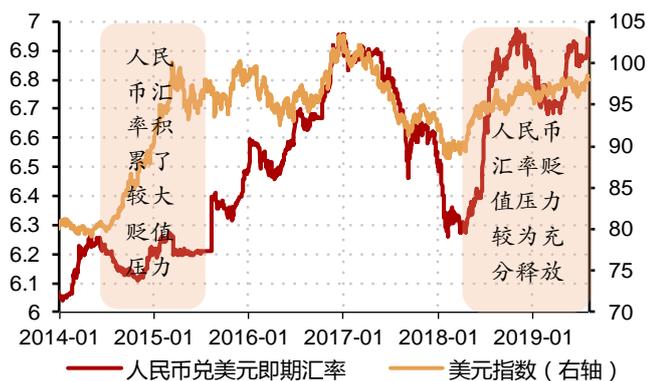
今日汇率再度超预期贬值，令大家重新想起15年8·11汇改及此后汇率持续贬值的情况。15年8月11日，央行改革中间价定价方式，随后中间价和即期汇率出现快速贬值，人民币兑美元汇率中间价从8月11日到8月14日，5个交易日从6.1贬值至6.4附近，即期汇率则从6.2贬值至6.4附近。而后人民币汇率并未停止贬值的脚步，在16年初、16年末多次贬值，持续贬值至接近7附近。伴随着汇率贬值的是资本的大幅流出，央行口径外汇占款在15年7、8月月均下降3000亿元以上，15年末上升至月均7000亿元左右。伴随着

资本大幅流出的是，股票市场深度调整，在股灾后，上证综指从 15 年 8 月中的 4000 点左右持续回落至 16 年 1 月末的不到 2700 点。汇率贬值加剧了股市调整，形成了 15 年的“汇灾”，深化了 15 年的“股灾”。今日汇率超预期贬值后，上证综指再度下跌，当时下挫 1.6%，这不禁引发未来汇率是否持续贬值，15 年是否会重现的担忧。

但实际上，目前情况和 15 年有很大差别，因而汇率走势及对经济和资本市场冲击并不会复制 15 年情况。首先，积累的汇率贬值压力不同。15 年 8·11 汇改之前，人民币积累了很大的贬值压力。14 年 7 月到 15 年 3 月，美元指数从 80 左右水平升值到接近 100，而同期人民币兑美元汇率基本上没有太大变化，与周边新兴市场国家货币相对于美元显著贬值的趋势背离，因而积累了较大的贬值压力。但这次美元指数表现平稳，并未出现明显贬值，此前人民币兑美元调整也比较充分，因而本次人民币并未累积较大的贬值压力。

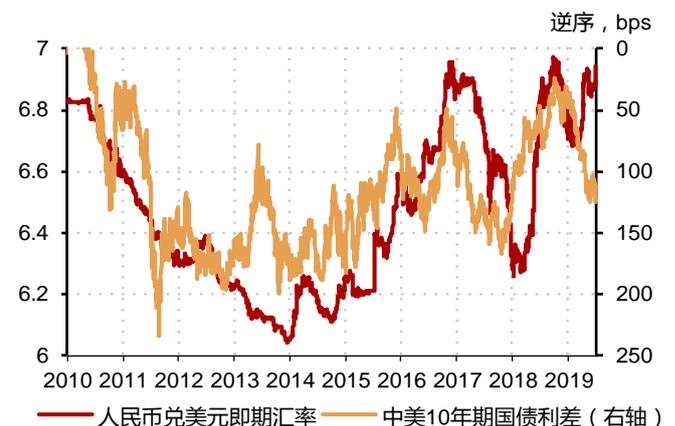
其次、中美货币政策位置不同，不支持汇率持续贬值。15 年下半年美联储处于超常规宽松政策退出规程中，美联储于 15 年底启动首次加息，而后处于持续加息进程中，随着美联储不断加息，美国国债利率也持续攀升，美国 10 年期国债利率从 15 年 2 月不到 1.7% 攀升至 6 月的 2.4% 以上，而后虽然会后所回落，但在 16 年下半年再度开启上升势头。而国内货币政策从 14 年末开始进入宽松阶段，从 14 年 11 月首次降息周期，多次进行降息降准，随着央行货币政策持续宽松，国内债券利率大幅下行。10 年期国债利率从 15 年 7 月的 3.6% 大幅下降至 15 年底的 2.7%。国内外货币政策变化导致利率走势相反，中美利差持续收窄，加大了资本流出和汇率贬值压力。中美 10 年期国债利差从 15 年 8 月 12 日的 140bps 下降至 15 年末不到 50bps。但目前货币政策与 15 年明显不同，美联储货币政策处于宽松周期，且边际宽松速度比我国央行更快，导致美国利率下行速度比我国更快。从去年 11 月以来，中美利差基本上处于扩张趋势中。中美 10 年期国债利差从去年 11 月中不到 30bps 提升至今目前 123bps 左右，累计扩大近 100bps。因而货币政策位置不同决定的利差走势不支持目前人民币汇率持续贬值。

图 2：与 15 年不同，本次汇率并未累积较大贬值压力



数据来源：Wind，西南证券整理

图 3：中美利差走阔，不支持人民币汇率持续贬值



数据来源：Wind，西南证券整理

再次，央行对外汇市场的调控能力相较于 15 年明显增强。正如央行在今日就人民币汇率答记者问中所述，近年来在应对汇率波动过程中，央行积累了丰富的经验和政策工具。无论是从控制资本流动的能力，还是从稳定外汇市场的能力上来看，都明显强于 15 年。特别是对离岸市场，央行可以通过改变离岸市场流动性以及拆借利率来调控离岸人民币汇率。而央行表示人民币将在合理均衡水平上基本稳定，因而我们认为央行也无意让人民币持续大幅

度贬值。而且，从中美谈判角度来看，持续大幅度的贬值也不利于中美谈判顺利进行。因此，如果市场行为导致后续汇率继续贬值，央行大概率可能出手进行干预。今日央行在答记者问中也表示：“针对外汇市场可能出现的正反馈行为，要采取必要的、有针对性的措施。”显示央行为后续市场出现超预期行为留有后手。

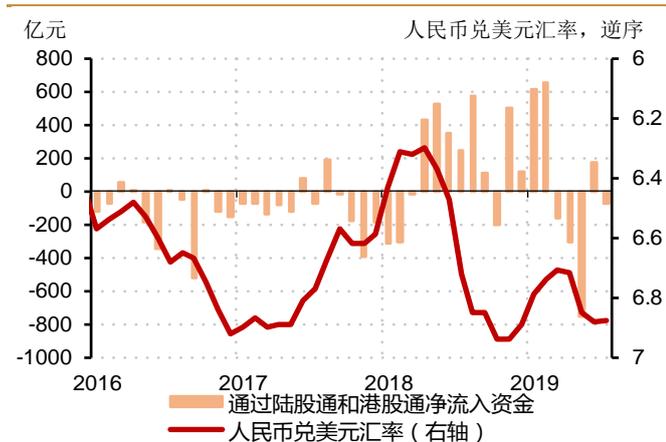
央行对汇率走势的引导是未来汇率是否会继续大幅贬值的决定因素。基本面不支持汇率出现持续贬值走势，但市场是否具有持续贬值风险，关键在于央行引导。汇率是高度受预期影响的资产。现在央行是打破了对短期汇率不会破“7”的一致预期，但未来是否会形成汇率持续贬值预期关键在于央行引导。如果未来几天汇率保持平稳，或者甚至有所升值，重回7以内，那么市场就无法形成汇率一致贬值预期，因而未来汇率贬值压力也较为有限。但如果未来几天汇率持续贬值，那么很有可能性成一致的汇率贬值预期，这会导致汇率贬值的自我实现。

3 汇率贬值对资本市场的影响

汇率贬值将带来资本流出压力上升，但规模将显著低于15年。虽然汇率贬值幅度将大概率低于15年，但毕竟汇率在贬值，因而还是具有一定的资本流出压力。从基本面不支持汇率大幅贬值的情况来看，我们认为资本流出的规模将显著低于15年水平，可能是小幅流出状况。但如果央行对汇率预期引导出现失误，出现汇率持续贬值预期，资本流出压力可能会加大，这可能加大对资本市场冲击力度。

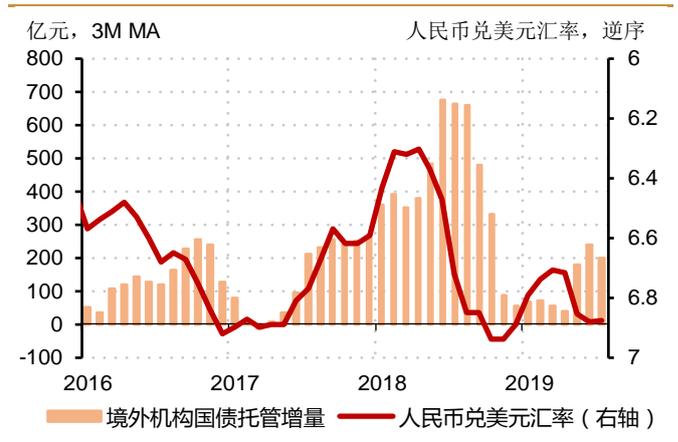
资本流出将对权益市场形成压制。随着股市开放程度加大，外资成为股市越来越重要的影响力量。而外资流动方向受汇率影响很明显，从去年11月人民币兑美元汇率触底以来，股市中外资开始流入，成为今年1季度股市回升的主要驱动力之一，而且是最早反应的资金。从4月开始，人民币汇率再度走弱，资本也进入大幅流出阶段。而7月汇率贬值压力上升后，资本再度流出。随着汇率破“7”，资本将延续流出状况，这将对股市形成持续压力。而如果汇率不企稳，则资本流出不会停止，因而股市可能继续承压。从这个角度看，汇率企稳将在股市企稳之前，因而未来几天需要密切关注汇率变化。

图4：人民币汇率与外资流入速度正相关



数据来源：Wind，西南证券整理

图5：汇率走势与外资进入债市速度一致



数据来源：Wind，西南证券整理

汇率贬值对债市冲击有限，继续看多利率债。虽然汇率贬值带来的资本流出将对流动性形成冲击。但我们需要看到，如果汇率贬值导致资本流出，特别是迫使央行用持有外汇资产购入人民币支撑外汇，这时央行就会通过公开市场增加资金投放，甚至可能会降准，因为央行出售外汇资产实质上是回笼基础货币，因而需要投放流动性或降准进行对冲。从结果上看，在经济疲弱环境下，宽松的流动性环境不会改变。从 15、16 年汇率大幅贬值时期来看，央行通过加大公开市场操作和连续降准保障了流动性持续宽松，因而并未对债市形成明显冲击。债牛和汇率贬值共存。而从长期来看，资金面宽松为债市提供安全边际，而经济下行压力上升将继续利好于债市，因而我们继续看多债市，10 年期国债利率第一阶段将降到 3.0% 以下。

与市场主流观点相同，我们同样认为汇率贬值利好黄金。这是最朴素而直接的逻辑，汇率贬值意味着以人民币计价的黄金价格上涨；同时，全球政经形势的不稳定导致避险情绪上升，也为黄金带来机会；最根本的是，全球经济下行期实际利率下降，是黄金的基本面支撑。

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_10956

