

关于破 7，信号大于实际

证券研究报告
2019 年 08 月 05 日

作者

选择这个时点打破“7”的信仰，客观原因是美元指数达到了过去两年的最高点 98+，主观原因可能是对美国 3000 亿加税极限施压的回应。目前资本项目的外流压力较小，“破 7”的心理压力明显小于 15-16 年和 18 年。

主动贬值有正面作用，也有负面影响，具体影响和市场预期以及央行的预期引导有很大关系。从央行答记者问来看，既要打破“7”的信仰给未来汇率浮动留空间，也要管控“破 7”之后的贬值预期，防止出现负反馈。可见“破 7”的信号意义大于实际意义。预计汇率会在 6.9-7.1 附近震荡一段时间，大幅贬值的可能性较低。

目前美股利空比较集中：鹰派降息之后，短期利好出尽，经济周期向下，3000 亿对美股 EPS 影响更大。对 A 股保持积极：对贸易战持久性的预期比较充分，对 3000 亿+10%的反应明显比 2000 亿+25%小，表现相对美股独立。由于美股波动性释放叠加“破 7”，外资流出对白马抱团有持续压力，结构上仍是科技成长占优，以景气度见底回升为主线。

风险提示：中美摩擦领域进一步扩大；贬值预期导致汇率超调

宋雪涛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517090003
songxuetao@tfzq.com

相关报告



1. 14 年以来，实际经济增速在“L 的一竖”上震荡下行，人民币汇率磕磕绊绊从 6 走到 7。15 年“811 汇改”之后，汇率基本在 6.3-6.9 之间，有贬值压力比有升值压力的时候多。19 年和 18 年类似，开年升值至 4 月中旬后贬值，19 年至今贬值不到 3%。
2. 之前“不破 7”的信仰非常坚定，16 年和 18 年两次非常接近“破 7”，其在 16 年 12 月美元指数达到 103+，但最后都未破。选择这个时点打破“7”的信仰，客观原因是美元指数达到了过去两年的最高点 98+，主观原因可能是对美国 3000 亿加税极限施压的回应。目前资本项目的外流压力较小，“破 7”的心理压力明显小于 15-16 年和 18 年。
3. 过去汇率过于坚挺，肯定有当时的考虑，但也有负面影响：对政策的影响是抑制国内货币财政的宽松空间（不可能三角），对经济的影响是间接削弱工业部门竞争力，导致工业产出下降、固定资产投资下降和生产端通货紧缩。
4. 从逻辑上讲，主动贬值有正面作用：释放货币财政的宽松空间，增强对抗经济下行的能力，有利于大宗价格底部的形成，从而缓解通缩和固定资产投资下行。但主动贬值对出口的作用有限，容易引发小国的竞争性贬值，使得贬值的相对优势迅速消失，15 年 811 汇改之后就是如此。
5. 主动贬值也有负面影响：会影响外资流入意愿，造成资产价格下跌。比贬值杀伤力更大的是贬值预期，因为贬值预期会形成自我实现与放大的负反馈，导致汇率超调，所以贬值到多少，影响有多大，和市场预期以及央行的预期引导有很大关系。15 年 12 月和 16 年 12 月，均出现过贬值预期导致的股债大幅双杀。
6. “破 7”后，央行有预见性地发布了“答记者问”，从央行的回答来看，既要打破“7”的信仰给未来汇率浮动留空间，也要管控“破 7”之后的贬值预期，防止出现负反馈。可见“破 7”的信号意义大于实际意义。预计汇率会在 6.9-7.1 附近震荡一段时间，大幅贬值的可能性较低。考虑到目前中美欧的经济周期，下半年美欧经济差收窄、美元小幅走弱、人民币升值的可能性更高。
7. 央行“答记者问”有几个重点：“7”是水位，既不是年龄，过去就回不来了，也不是堤坝，一旦被冲破就会一泻千里；中国经济基本面良好，财政状况稳健，金融风险可控，为人民币汇率提供了根本支撑；中国是主要经济体中唯一的货币政策保持常态的国家；人民银行有经验、有信心、有能力保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
8. “破 7”后，宏观策略可从对冲和配置两个方面应对汇率的不确定性：第一，外贸企业，可用汇率期货期权对冲（比如进口商买入看跌期权，出口商买入看涨期权）；第二，人民币资产净多头组合，可用外币计价大宗、外汇互换或直接添加本币做空头寸的方式对冲；第三，资产配置可提升避险资产仓位，如债券或贵金属等，或做多风险资产的波动率。
9. 说一下 3000 亿的影响，因为也是“破 7”的可能原因。3000 亿的主要组成是消费品，其中占比最高的是手机、电脑、儿童车、游戏机、电视和显示器、鞋服、玩具、体育用品等，这些商品大概有 1800 亿美元。从 3000 亿公开听证会的结果看，3000 亿可立即找到中国制造以外的替代品的比例比 2000 亿更低，美国消费者和企业承担的税负成本比 2000 亿更高。对于美国消费者：由于商品毛利润低，加征关税会带来涨价，估计 PCE 上升 0.1%（3000 亿+10%）；对于美国企业：3000 亿涉及大量美国跨国企业的海外业务收入，标普 500 企业的 44% 收入来自海外，对美股 EPS 的影响比 2000 亿更高。
10. 不看好美股，利空比较集中：鹰派降息之后，短期利好出尽，经济周期向下，3000 亿对美股 EPS 影响更大。对 A 股保持积极：对贸易战持久性的预期比较充分，对 3000 亿+10% 的反应明显比 2000 亿+25% 小，表现相对美股独立；由于美股波动性释放叠加“破 7”，外资流出对白马抱团有持续压力，结构上仍是科技成长占优（货币宽松、中报业绩回升、科创板示范效应、政策催化），以景气度见底回升为主线（详见报告《秋收冬藏：下半年宏观和投资展望》）。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
		强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪		

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_10967

