

宏观研究/深度研究

2019年06月03日

李超 执业证书编号: S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

程强 执业证书编号: S0570519040001
研究员 010-56793961
chengqiang@htsc.com

朱洵 执业证书编号: S0570517080002
研究员 021-28972070
zhuxun@htsc.com

刘天天 执业证书编号: S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

张浩 +86 10 56793946
联系人 zhang-hao@htsc.com

相关研究

1《宏观:存款保险制度如何处置风险?》
2019.05

2《宏观:历史上资产价格对于贸易争端是种什么体验?》2019.05

3《宏观:从基本面博弈转向资金面博弈》
2019.04

汇率与国际收支平衡哪个更重要?

兼论人民币汇率是否要保七

核心观点

我国央行货币政策实行多最终目标制,国际收支是最终目标之一,汇率是货币政策的中介目标,最终目标比中介目标更为重要,汇率事实上是服务于国际收支目标的,因此并不存在所谓保七保八的底线,关键是不出现大规模的资本流出。资本流出与汇率贬值容易形成负反馈,对此央行往往多措并举,如征收外汇风险准备金、在香港离岸市场发行央票、打击高报进口等。我们认为,人民币汇率短期可能波动加大,但中长期仍为升值趋势,人民币汇率与股债的关系,关键看资本是否流出。

汇率是货币政策的中介目标,国际收支平衡是最终目标

改革开放以来我国汇率机制改革不断深化,但当前尚未完全实现汇率市场化。我国施行有管理的浮动汇率制度,作为货币政策的中介目标,汇率相比数量型目标仅是补充角色。我国央行实施多最终目标制,央行决策时更多关注主要矛盾,并对各个最终目标进行阈值管理,国际收支是最终目标之一,可根据储备变动判断;最终目标比中介目标更为重要,中介目标服务于最终目标,我们认为这意味着汇率事实上是服务于国际收支目标的,即便完成汇率市场化,在国际收支出现问题时仍可干预汇率。

汇率不存在所谓保七保八底线,反而国际收支平衡更重要

目前保持人民币汇率弹性有助于稳增长和保就业,减少关税对企业冲击。汇率作为中介目标,没必要死守某个点,关键是不出现大规模资本流出。我们认为人民币汇率受预期影响较大,资本流出与汇率贬值容易形成负反馈,资本越流出,汇率越贬值,而汇率越贬值,资本越流出。当前的政策重心应在防范资本流出维持国际收支平衡,不要给市场死守某个点的预期。

防范资本流出与汇率贬值负反馈,央行采取多措并举

一旦资本流出与汇率贬值形成负反馈,国际收支平衡将受到冲击。我国央行多措并举防范资本流出与汇率贬值负反馈:1、对远期售汇业务征收 20% 的外汇风险准备金,加大换汇摩擦。但我们认为,外汇风险准备金率工具只能增大换汇摩擦,较难改变换汇方向。2、在香港离岸市场发行央票,调控离岸市场人民币流动性,抑制境外做空力量。央行近期发行离岸央票的节奏有所加快,对离岸市场调控力度在加强。3、调节资本流出方面,打击高报进口等方式,严格加强对进出口贸易真实性的审核,防止资本外流。

人民币汇率短期波动加大,中长期仍为升值趋势

我们认为人民币汇率的短期波动趋势受中美贸易摩擦和谈判进程的影响较大,如果摩擦缓解、市场预期达成贸易协议的可能性提高,人民币趋于升值;而在贸易摩擦形势紧张,达成贸易协议的可能性较低时,人民币趋于贬值。6月28日的日本 G20 峰会仍是重要的时间节点,存在贸易谈判预期反转的可能。同时,我们建议密切关注外汇储备与外汇占款的变动。我们认为未来十年,美元上行周期已经触顶,将逐渐进入下行通道,资本可能重新流入中国,人民币资产价值重估,中长期人民币汇率仍是升值趋势。

人民币汇率与股债的关系,关键看资本是否流出

人民币贬值如果伴随资本较大幅度流出,就是资产价格重估逻辑,冲击股票估值,对股市形成利空。但如果不伴随资本流出,反而有利于改善出口型企业的基本面,对其股价可能是利好。根据利率平价理论,由于存在套利平价,本币贬值相当于为本币利率下行(远期)扩大了空间。同时,被动的快速贬值往往伴随着经济基本面预期下修,而经济基本面预期回落一般有利于债市利率下行。但如果贬值的同时伴随较大幅度的资本流出,债券同样将面临资产价格重估的逻辑,对债券价格形成利空。

风险提示:贸易谈判形势不顺利,汇率大幅贬值,外汇储备受到较大冲击;经济基本面回落压力加大,企业结售汇预期转变,资本流出压力加大。

正文目录

汇率是货币政策的中介目标，国际收支平衡是最终目标.....	4
我国尚未完全实现汇率市场化，仍在推进汇率形成机制市场化	4
我国实行有管理的浮动汇率制度，汇率实质为货币政策中介目标.....	4
国际收支平衡是最终目标，最终目标更重要，需要进行阈值管理.....	5
即使实现汇率形成机制完全市场化，在国际收支出现问题时仍可采取干预	6
汇率不存在所谓保七保八底线，反而国际收支平衡更重要	7
目前保持人民币汇率弹性，有助于稳增长和保就业，减少关税对企业冲击	7
汇率没必要死守某个点，关键是不要出现大规模的资本流出	7
资本流出与汇率贬值容易出现负反馈	8
当前的政策重心应在防范资本流出维持国际收支平衡，不要给市场死守某个点的预期	9
防范资本流出与汇率贬值负反馈，央行采取多措并举.....	10
征收 20% 的外汇风险准备金，增大换汇摩擦	10
发行离岸央票，抑制境外做空力量	11
打击高报进口等方式，防止资本外流	11
人民币汇率短期波动加大，中长期仍为升值趋势.....	13
贸易摩擦与贸易谈判扩大人民币汇率波动，短期存在破七可能	13
日本 G20 峰会后如果中美从边谈边打到只谈不打，可能出现人民币汇率反转	13
需密切关注外汇储备与外汇占款的变动.....	14
未来十年美国生产要素并不占优，新兴市场中国印度越南等国生产要素占优，美元进入长周期贬值，资本流出美国流入新兴市场，人民币中长期很可能是升值趋势	14
人民币汇率与股债的关系关键看资本是否流出	16
人民币贬值对于股票市场既可能是利好也可能是利空，关键看是否资本流出.....	16
人民币贬值对于债券市场是利好还是利空，同样关键看是否有显著资本流出.....	17

图表目录

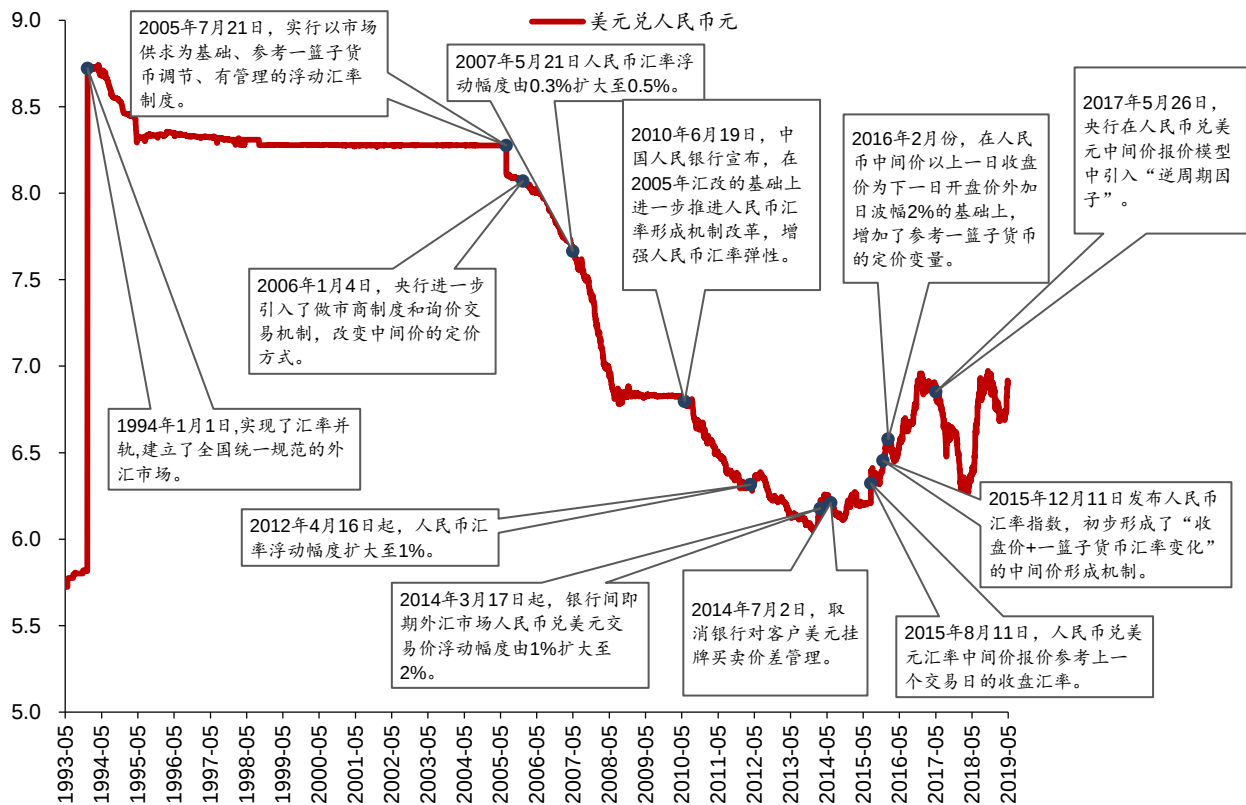
图表 1: 改革开放 40 年以来, 我国体制改革不断深化, 汇率制度也不断深化, 先后经历三次重大改革和多次调整	4
图表 1: 货币政策操作工具、中介目标和最终目标一览, 汇率是中介目标	5
图表 2: 人民币汇率指数衡量其对一篮子外国货币加权平均汇率的变动	5
图表 3: 我国中央银行实行多目标制	5
图表 4: 国际收支平衡是最终目标、更重要	5
图表 5: 我国外汇储备仍位于 30000 亿美元上方	6
图表 6: 外汇占款缓慢回落	6
图表 7: 中美贸易摩擦加剧是导致近期人民币汇率加大波动的主要因素	7
图表 8: 历史上人民币汇率“7”是一个重要的心理关口, 但其实央行并不存在一个明确需要调控的汇率点位	8
图表 1: “8·11 汇改”之后短期内人民币对美元维持趋贬	8
图表 2: 2014 年底开始出现外汇占款和外汇储备双双下降	8
图表 3: 当外汇储备大幅下行, 国际收支平衡目标受到挑战时, 央行或加大调控力度	9
图表 4: 当汇率贬值压力过大时, 远期净结汇很有可能重新转为负增长	9
图表 5: 征收 20% 的外汇风险准备金, 增大换汇摩擦	10
图表 6: 央行调控离岸市场人民币流动性, CNH HIBOR 隔夜利率飙升, 离岸人民币汇率贬值预期降温	11
图表 7: 美元兑人民币随着贸易摩擦形势变化而变化	13
图表 8: 外汇储备和外汇占款变动	14
图表 9: 美元周期未来是下行趋势	15
图表 10: 人民币汇率 2015 年以来经历了数次较快贬值冲击	16
图表 11: 2015 年 8 月-2016 年初、2016 年四季度, 均出现了外储环比快速下降的情况	16
图表 12: 贬值如果伴随着资本显著流出, 就是资产价格重估逻辑, 对股市形成利空 ..	17
图表 13: 如果没有较大幅度资本流出, 则贬值一般有利于债市利率下行	18

汇率是货币政策的中介目标，国际收支平衡是最终目标

我国尚未完全实现汇率市场化，仍在推进汇率形成机制市场化

我国仍在推进汇率形成机制市场化，尚未完全实现汇率市场化。汇率及汇率制度与经济增长、通胀、经济结构等因素关系密切，改革开放 40 年以来，我国体制改革不断深化，汇率制度也不断深化，1994 年、2005 年和 2015 年三次汇率改革在推进人民币汇率形成机制改革、汇率形成机制市场化过程中起到重要作用，特别是 2015 年 8 月 11 日，央行对人民币中间价形成机制改革，形成当前“收盘价+一篮子货币汇率变化”的中间价基础形成机制，此后又进一步引入逆周期因子。综合来看，虽然汇率机制改革已取得不少突破，但仍未完全实现汇率市场化，我国仍在持续推进汇率形成机制市场化。前央行行长周小川在 2019 年 3 月底也表示，人民币汇率机制市场化仍未实现，有管理的浮动汇率方向是确定的，在考虑外部挑战和新兴市场特殊性的情况下，逐步推进汇率市场化是有意义的、符合国际认可的、可以更好反映市场关系、对经济平衡和资源配置有帮助的。我们认为，如果说利率市场化是深化市场经济改革在国内资金市场上的必然反应，汇率市场化则是我国主动参与国际范围内资源配置的重要举措，可使进出口更多地反映我国的资源禀赋和比较优势。2019 年一季度《货币政策执行报告》也提出完善人民币汇率市场化形成机制，明确表示央行将“根据市场情况灵活应对，坚持以我为主，并适当兼顾国际因素，在多目标中把握好综合平衡。”

图表 1：改革开放 40 年以来，我国体制改革不断深化，汇率制度也不断深化，先后经历三次重大改革和多次调整



资料来源：中国政府网，中国人民银行，华泰证券研究所

我国实行有管理的浮动汇率制度，汇率实质为货币政策中介目标

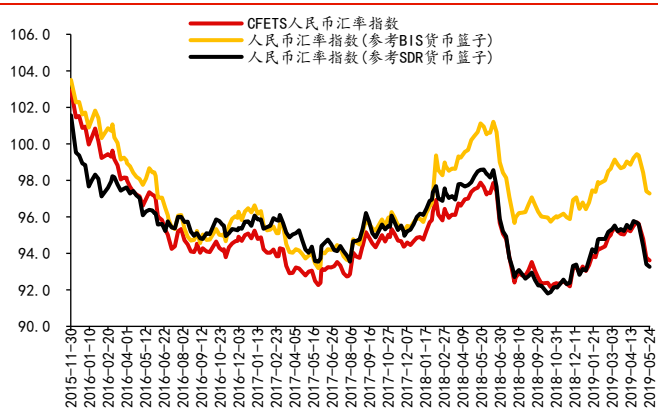
汇率是货币政策中介目标，货币政策多个目标中仍以数量型目标为主。我国当前拥有众多货币政策中介目标，汇率是货币政策中介目标，并非最终目标，但值得注意的是，当前我国货币政策多个中介目标中仍以数量型为主，即仍以社融、M2 为主，譬如政府工作报告要求“广义货币 M2 和社会融资规模增速要与国内生产总值名义增速相匹配”，利率和汇率作为补充。汇率制度方面，根据央行官网资料显示，我国实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，值得注意的是三点，一是根据市场供求为基础，市场化意味着“汇率操纵国”的指控缺乏依据，二是我国汇率是参考一篮子货币而非盯住一篮子货币；三是参考一篮子货币意味着，人民币不是由双边货币强弱关系决定的。2015 年 12 月中旬，中国外汇交易中心开始发布了人民币汇率指数，即 CFETS 指数，体现人民币对一篮子外国货币加权平均汇率的变动，权重根据中国对各个国家的贸易额赋权。

图表1： 货币政策操作工具、中介目标和最终目标一览，汇率是中介目标

货币政策		
操作工具	中介目标	最终目标
调整基准利率； 调整商业银行的法 定存款准备金率； 公开市场操作； 再贷款、再贴现。	数量型： 货币供应量（M2）； 社会融资规模； 价格型： 政策利率曲线； 汇率。	经济增长； 物价稳定； 充分就业； 国际收支平衡； 隐性目标：金融稳 定。 金融改革和开放； 发展金融市场。

资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表2： 人民币汇率指数衡量其对一篮子外国货币加权平均汇率的变动

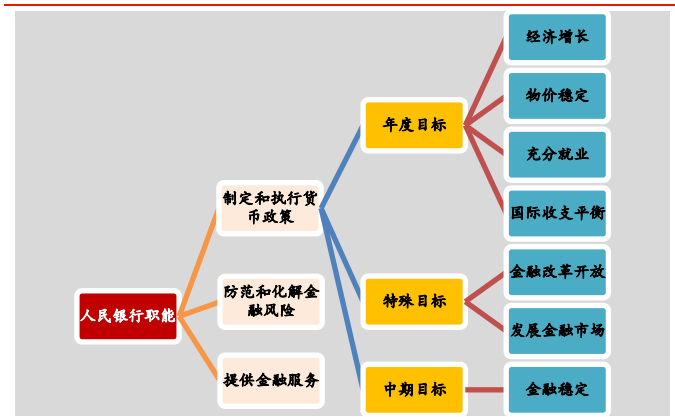


资料来源：Wind，华泰证券研究所

国际收支平衡是最终目标，最终目标更重要，需要进行阈值管理

我国央行实施多目标制度，国际收支平衡是最终目标。央行对《中国人民银行法》赋予的货币政策目标有明确表述和解读，“货币政策最终目标指的是货币政策制定者期望货币政策运行的结果，对宏观经济总体目标所能发挥的实际效应，一般包括充分就业、稳定物价、经济增长和国际收支平衡四项内容”。2016年6月24日，时任央行行长周小川参加IMF研讨会时表示，长期以来，中国政府赋予央行的年度目标是维护价格稳定、促进经济增长、促进就业、保持国际收支大体平衡。从中长期动态角度来看，转轨经济体的特点决定了中国央行还必须推动改革开放和金融市场发展，这么做的目的是为了实现在动态的金融稳定和经济转轨，转轨最终是为了支持更有效、更稳定的经济。结合《中国人民银行法》以及周小川同志讲话，我们可以将央行货币政策概括为四个年度目标：经济增长、物价稳定、充分就业、国际收支平衡；一个中期目标（隐性目标）：金融稳定；两个转轨时期特殊目标：发展金融市场和金融改革开放。可以明确看到，国际收支平衡是最终目标。

图表3： 我国中央银行实行多目标制



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

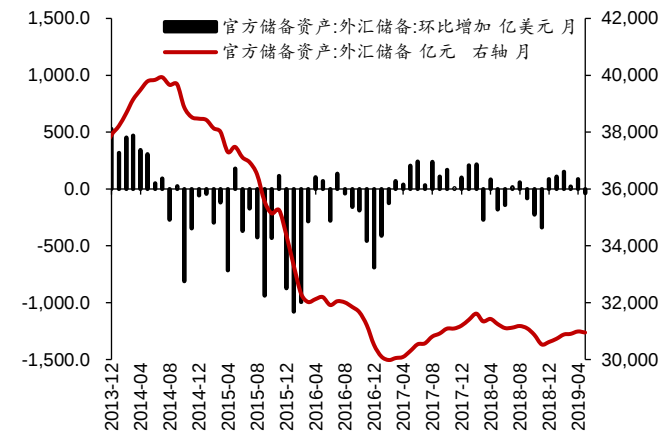
图表4： 国际收支平衡是最终目标、更重要

	2019 年 政府工作报告目标	2019Q1	2019Q2 E	2019Q3 E	2019Q4 E
GDP	6.0-6.5%	6.40%	6.30%	6.30%	6.30%
CPI	3%左右	1.80%	2.80%	2.60%	2.60%
城镇调查失业率	<5.5%	5.30%	5.10%	5.00%	5.00%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

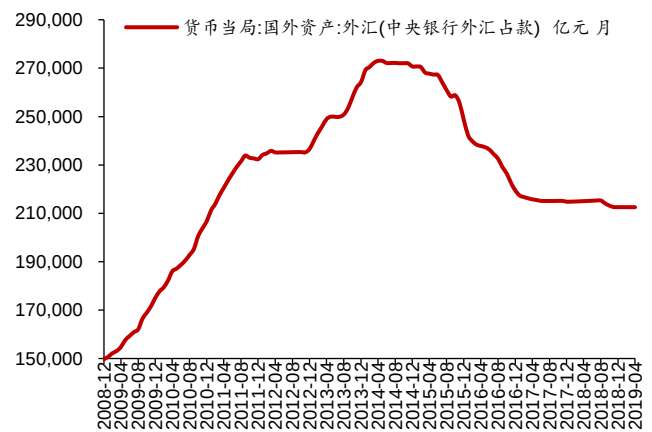
最终目标更重要，央行对最终目标实施阈值管理。汇率与国际收支哪个更重要？事实上，这一问题等价于中间目标和最终目标孰更重要？央行在进行决策时，是通过中介指标的控制和调节最终实现政策目标的，因此最终目标自然比中介目标更为重要。央行在实施和执行货币政策时，对最终目标实施阈值管理，即结合当前的经济、货币环境，以国务院公布的主要经济目标为方向，当偏离目标值过大时，借助货币政策工具通过中介目标影响最终目标回到阈值范围。2019年3月政府工作报告对2019年经济目标明确指示，“国内生产总值增长6%—6.5%；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，城镇登记失业率4.5%以内；居民消费价格涨幅3%左右；国际收支基本平衡，进出口稳中提质……”相较于经济增长、就业和通胀都有相对清晰的目标，“国际收支基本平衡”较为模糊，我们认为这一表述可以理解为“避免国际收支剧烈变动、稳定国际收支”，国际收支平衡的测度可以观察外汇储备或外汇占款的变动，如果外汇储备或外汇占款在单月流出较多或者持续流出，则央行在决策时，大概率会提高对国际收支平衡这一目标的考量。

图表5: 我国外汇储备仍位于 30000 亿美元上方



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 外汇占款缓慢回落



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

即使实现汇率形成机制完全市场化，在国际收支出现问题时仍可采取干预

即使汇率形成机制完全市场化，在国际收支出现问题时仍可以采取干预。我们认为，汇率是货币政策中介目标，而国际收支是货币政策最终目标，由于中介目标是实现最终目标的途径，某种意义上说汇率是服务于国际收支的，央行在调整汇率过程中并非是基于对汇率目标的某种考量，而是基于稳定国际收支、保持国际收支基本平衡而调整货币政策工具汇率，这一机制本身与我国汇率形成机制是否完全市场化无关。更进一步讲，由于汇率需要服务国际收支平衡目标，即使汇率形成机制完全市场化，在国际收支出现问题时仍可以采取干预。以美国等发达国家为例，即便其汇率形成机制已经实现市场化，在国际收支出现大幅恶化、资本快速流出的情况下，仍会通过一定的手段进行干预应对，这是由于汇率容易出现超调问题，仅通过管控资本流出的手段可能也无法完全对冲资本流出压力。因此整体来看，我们认为，即便一国汇率已经实现自由浮动、市场化时，在资本流出压力较大和汇率超调问题出现时，仅仅加强资本管制是不够的，还需要一定的汇率调控来稳定预期，降低汇市波动，避免对金融稳定、金融体系和实体经济产生较大冲击。

汇率不存在所谓保七保八底线，反而国际收支平衡更重要

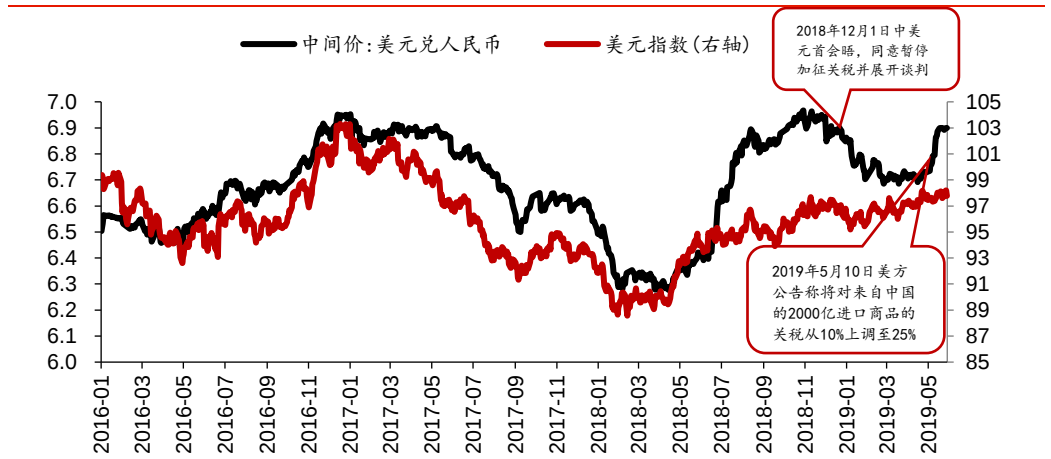
目前保持人民币汇率弹性，有助于稳增长和保就业，减少关税对企业冲击

我们认为，中长期人民币汇率的两大核心逻辑在于：第一，美元指数是人民币汇率的核心影响因素，因此汇率的灵活性取决于美元指数。第二，央行如何使用汇率价格这一中介目标来实现最终目标，也就是央行对于人民币汇率的基本调控态度。而从短期趋势来看，人民币汇率在 2019 年 1 季度进入了典型的政策驱动走势，也就是美元兑人民币汇率的基本面因素权重边际减弱，市场更多地关注中美两国贸易谈判进展。

5 月以来，在贸易谈判进入最后阶段之际，中美谈判局势急转直下。5 月 6 日，特朗普加码向中国施压，宣布将于 5 月 10 日上调对 2000 亿美元中国商品关税税率从 10% 至 25%，并威胁对另外 3000 亿美元也征收关税。5 月 10 日 2000 亿美元商品关税税率正式上调。5 月 13 日美国启动对 3000 亿美元中国商品加征关税程序。美元兑人民币汇率从 5 月初的 6.7 贬值到 5 月底的 6.9 附近。

我们认为，目前人民币汇率保持弹性，适当的贬值有助于稳增长和保就业，抵消部分关税对于企业的冲击。5 月 19 日，中国人民银行副行长、国家外汇管理局局长潘功胜就当前我国金融和外汇市场运行情况接受采访时表示，经济金融稳健运行，为外汇市场和人民币汇率保持合理稳定提供有力支撑，中国央行“完全有基础、有信心、有能力，保持中国外汇市场稳定运行，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

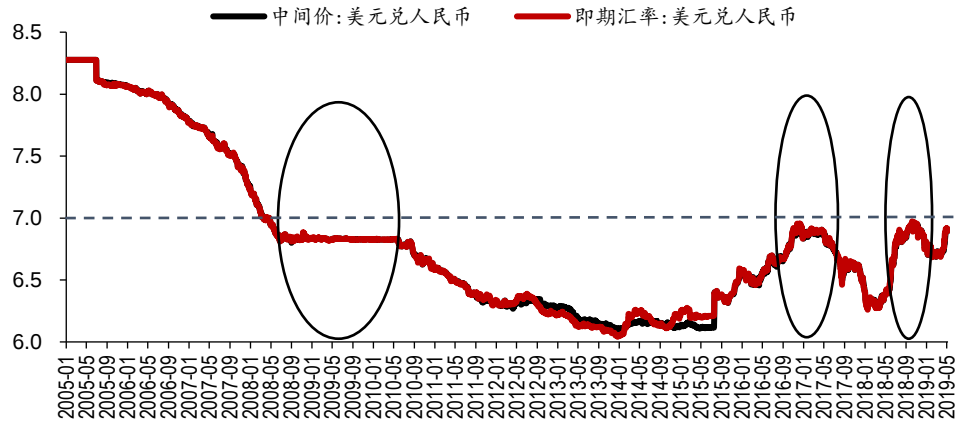
图表7：中美贸易摩擦加剧是导致近期人民币汇率加大波动的主要因素



资料来源：Wind，华泰证券研究所

汇率没必要死守某个点，关键是不要出现大规模的资本流出

中国央行货币政策的最终目标之一为国际收支平衡，汇率只是实现此最终目标的中介目标，不存在一个明确需要调控的汇率点位。市场上部分观点认为汇率是货币政策的一个最终目标，这个认知是错误的。那为何很多时候，市场的关注点聚焦在人民币“保 7”还是“破 7”？因为从历史上看，7 是一个重要的心理关口。2008 年次贷危机冲击全球金融市场，为稳定人民币汇率，央行当时采取紧盯美元的策略，将美元兑人民币汇率中间价维持在 6.8-6.9 附近。这是市场第一次将 7 作为人民币汇率的心理关口。2016 年，美联储加息进程、特朗普当选叠加英国意外脱欧导致美元走强，人民币趋弱，美元兑人民币汇率中间价从年初的 6.51 升至年末的 6.95。由此进一步加强了市场对于 7 是重要上限的预期。2018 年，特朗普减税政策提振美国经济，美联储处于加息进程叠加上中美贸易局势紧张，美元上涨，人民币总体呈贬值趋势。在 8 月份中国央行相继重启外汇风险准备金和逆周期调节因子政策之后，人民币汇率稳住了跌势，稳定在 6.97 以内，未破 7。

图表8：历史上人民币汇率“7”是一个重要的心理关口，但其实央行并不存在一个明确需要调控的汇率点位

资料来源：Wind，华泰证券研究所

汇率稳定不是指将汇率固定在某一水平，实际上不管人民币汇率是贬值、升值或是维稳，央行最终都是为了维持国际收支的平衡。历史经验表明，在人民币汇率逼近7会有较大的资本流出压力。如果突破7这个心理关口，外汇市场可能存在的“羊群效应”或加大超调风险。市场产生更多关于人民币贬值的预期，可能会引发恐慌性的资本外流和购汇行为，这会对国内资产价格形成冲击。所以在人民币汇率贬值的过程中，一旦国际收支平衡目标受到挑战时，例如居民出现大规模换汇时，央行可能会加大调控力度。

资本流出与汇率贬值容易出现负反馈

我们认为，人民币汇率受预期因素影响较大，而宏观调控政策扭转市场预期的难度较大。资本流出与汇率贬值容易出现负反馈。资本越流出，汇率越贬值。汇率越贬值，资本越流出。再举一个例子，2014年初随着美联储开始逐渐缩小购债规模、货币政策逐步走向常态化，人民币也结束了自2005年7月21日汇改以来逾8年的波动上行趋势，开始逐步走贬。同时，2014年底我国央行启动降息降准的宽松政策，叠加股灾后大量资金从股市撤出，人民币遭遇明显的贬值压力。2014年底开始外汇占款和外汇储备双双下降成为趋势，表明贸易顺差之下，有大量资本流出。可以看到，由于汇率的预期自我实现机制较强，汇率面临超调的风险。此后央行通过“8·11汇改”等一系列主动和被动调控政策加以应对，但从“8·11汇改”之后短期内人民币对美元维持趋贬的表现来看，在市场对人民币贬值预期强化的情况下，宏观调控政策扭转预期的难度仍较大。

图表1：“8·11汇改”之后短期内人民币对美元维持趋贬

6.8
 中间价:美元兑人民币

图表2：2014年底开始出现外汇占款和外汇储备双双下降

 货币当局:国外资产:外汇(中央银行外汇占款)
 官方储备资产:外汇储备(右轴)

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_12224

