

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：李 赫 中国银行国际金融研究所
电 话：010 - 6659 4206

签发人：陈卫东
审 稿：宗 良 周景彤
联系人：范若滢 李 赫
电 话：010 - 6659 2780

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

2019年人民币汇率变动将有何不同？*

汇率变动是多种因素共同作用的结果。许多影响 2018 年人民币汇率的因素也将会影响 2019 年的人民币汇率，但一些新因素将使 2019 年人民币汇率走势与 2018 年有很大的不同。2018 年人民币汇率呈现“一波三折”、总体贬值的特征，而预计 2019 年人民币汇率“双向波动”更为明显，人民币汇率总体将保持稳定，贬值幅度不会像 2018 年那么大。对人民币汇率要保持足够的调控力，保有稳定汇率的“杀手锏”，要顺势而为，不刻意追求人民币国际化，要提高汇率预期管理质量，增强政策公信力。

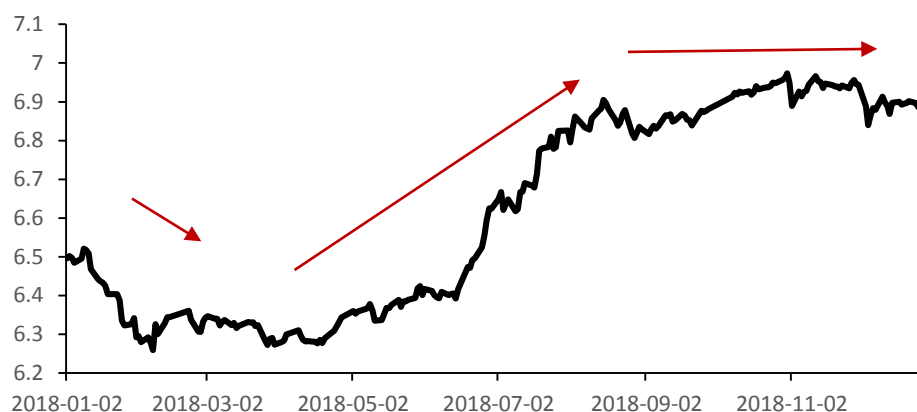
2019 年人民币汇率变动将有何不同

汇率变动是多种因素共同作用的结果。许多影响 2018 年人民币汇率的因素也将影响 2019 年的人民币汇率，但一些新因素将使 2019 年人民币汇率走势与 2018 年有很大的不同。2018 年人民币汇率呈现“一波三折”、总体贬值的特征，而预计 2019 年人民币汇率“双向波动”更为明显，人民币汇率总体将保持稳定，贬值幅度不会像 2018 年那么大。对人民币汇率要保持足够的调控力，保有稳定汇率的“杀手铜”，要顺势而为，不刻意追求人民币国际化，要提高汇率预期管理质量，增强政策公信力。

一、中美贸易战背景下 2018 年人民币汇率——“一波三折”

2018 年，人民币兑美元汇率总体上呈贬值态势，从年初的 6.4967 到年末的 6.8658，贬值幅度为 5.38%。但相比 2015 年、2016 年的持续贬值、2017 年的持续升值，2018 年人民币汇率走势可用“一波三折”来概括，呈现“先强-后弱-再稳”的特点（图 1）。2018 年 2 月前，人民币兑美元汇率延续了 2017 年以来持续走强的态势，并在 2 月 7 日达到 6.2596 的年内高点；但 3 月中旬之后，人民币由强转弱、由升转贬，并于 6 月 14 日美联储加息、6 月 15 日特朗普批准对中国 500 亿美元出口产品加征关税后出现加速贬值；在 8 月份央行相继重启外汇风险准备金要求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 6.80-6.98 区间。

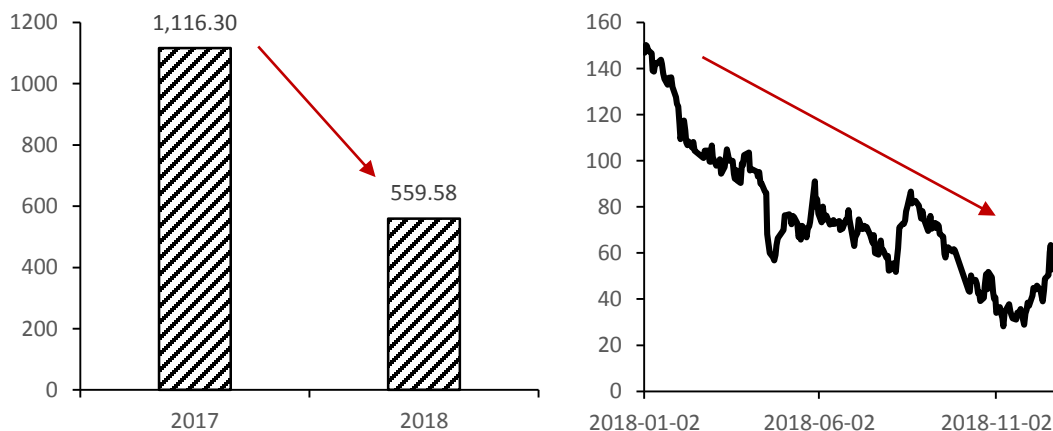
图 1: 2018 年人民币兑美元汇率走势



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

与此同时, 2018 年市场主体对人民币汇率波动的容忍度明显增强, 结售汇行为总体保持理性。2018 年银行结售汇逆差为 559.58 亿美元, 比 2017 年同期收窄 49.9% (图 2)。2015 年汇改后, 离岸市场汇率与在岸市场汇率价差相对较大, 做空和唱空人民币汇率的声音较大。但 2018 年以来, 人民币离岸市场汇率与在岸市场汇率价差较小, 说明在岸市场和离岸市场对人民币汇率的预期比较一致。

图 2: 银行结售汇逆差 (亿美元) 图 3: 2018 年中美 10 年期国债利差



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

2018 年人民币汇率总体贬值且幅度较大，主要与四个方面的因素有关。

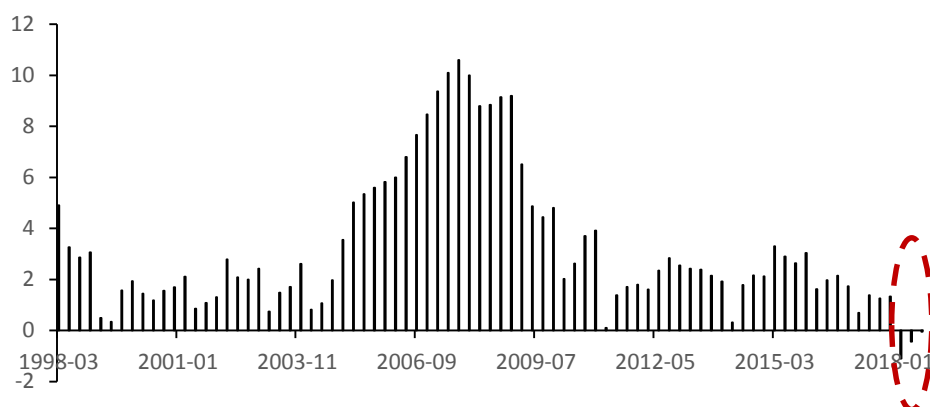
一是经济基本面差异。经济增长对汇率会通过“GDP 增长—投资利润率上升—资本流入增多—汇率升值”这个路径来产生影响。2018 年，我国经济增长 6.6%，较上年回落 0.2 个百分点，并且逐季放缓、下行压力较大，而美国经济总体强劲，全年预计增长 2.9% 左右，比上年加快 0.6 个百分点。中美宏观经济的增速差收窄是人民币整体贬值的重要原因。

二是货币政策方向。从货币政策操作来看，2018 年中、美货币政策操作“一松一紧”，即中国货币政策稳中趋松，美联储加息缩表，货币政策回归正常化，导致中美利差持续收窄。2018 年中国人民银行实行了四次降准，美联储则实施了四次加息。中、美两国货币政策的“一松一紧”导致中美利差持续缩小，10 年期国债利差从年初的 147 个基点缩小到年末的 56 个基点（图 3）。

三是中美贸易摩擦。2018 年 3 月 23 日，美国总统特朗普在白宫正式签署对华贸易备忘录，标志着中美贸易摩擦实质性升级。6 月 15 日，美国开始对中国 500 亿美元产品征税；9 月 24 日，美国开始对中国 2000 亿美元产品加征关税。中美贸易摩擦超预期升级，导致国内外市场信心受挫，人民币汇率加速贬值，从 6 月 15 日 6.4146 下跌到 8 月 24 日 6.8789，跌幅达 6.7%。

四是经常项目顺差。从资本流动角度分析，我国贸易顺差缩小造成了外汇储备少增、汇率持续承压。2018 年，我国货物和服务贸易顺差 2.33 万亿元，比上年减少 18.3%。经常项目差额占 GDP 的比重由 2017 年的 1.34% 降到 2018 年第三季度的 -0.04%（图 4）。外汇储备则由 2017 年末的 3.14 万亿美元减少到 2018 年末的 3.07 万亿美元，减少了 672 亿美元。

图 4：经常项目差额占 GDP 比重变化（%）

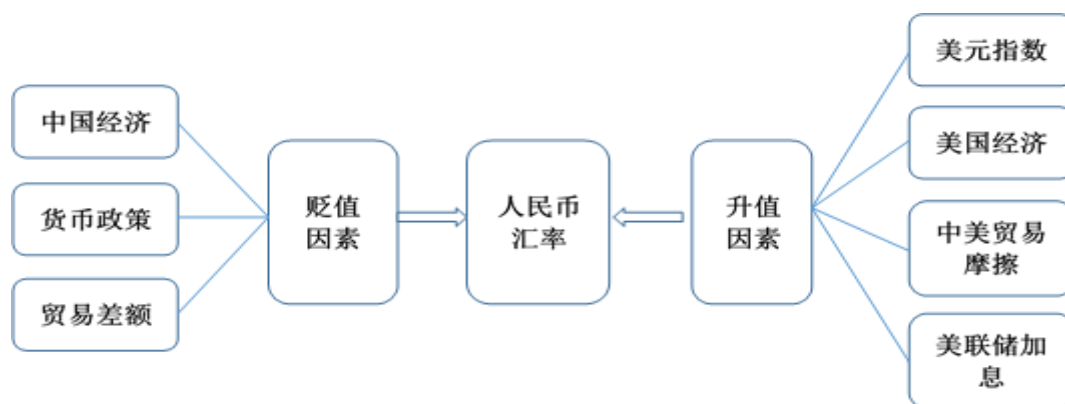


资料来源：Wind，中国银行国际金融研究所

二、2019 年人民币汇率变动的逻辑和走势

2019 年，影响人民币汇率走势的因素，既有贬值方面的又有升值方面的（图 5），整体将在宽幅区间内波动。

图 5：人民币汇率的贬值和升值因素



资料来源：作者整理，中国银行国际金融研究所

贬值因素方面，主要来自国内，包括经济增长减速、货币政策趋松、贸易盈余缩小等。实际上，2019 年影响汇率贬值的国内因素是 2018 年贬值因素的延续。第一，中国经济继续放缓。宏观经济方面，供求两端双双走弱，预计 2019 年经济增速还会进一步放缓，尤其是上半年放缓更为明显。第二，货币政策继续放松。人民银行已经公布在 1 月 15 日和 25 日分别实施降准，释放流动性 1.5 万亿元，未来还有降准的可能，

预计全年降准在 3 到 4 次，货币政策料将比 2018 年更为宽松一些。第三，贸易盈余减少。2018 年 12 月，受中美贸易摩擦影响，出口增速为-4.4%，进口增速为-7.6%，预计未来中美贸易摩擦的影响将会更大，贸易顺差可能进一步缩小。

升值因素方面，主要来自外部，比如美元指数技术性回调、美国经济减速、中美贸易摩擦缓和、美联储加息缩表政策放慢步伐等。第一，美元指数技术性回调。2018 年，美元指数从 4 月 16 日的 89.44 之后持续走强，一路攀升到 11 月 12 日的 97.69，之后高位震荡盘整，直到 2019 年 1 月依然处于 96 以上的高位（1 月 22 日为 96.32）（图 6）。从历史经验来看，五年平均的美元指数在 90 左右，而现阶段美元指数处于高位，预计未来将有技术性回调。从周期角度来看，2018 年经历了强美元周期后，美元指数即将进入下降周期，主要是由于美联储加息影响增强、减税效应减弱等因素导致美国经济在 2019 年将大概率出现减速，从而拖累美元指数回落造成的，这会减轻新兴市场国家货币（包括人民币）的波动压力。第二，美国经济见顶放缓。与 2018 年三季度相比，美国的消费、企业利润、投资等数据都相对疲弱，预示美国经济有放缓迹象。同时，房地产泡沫、政府债务上限等问题，都成为悬在美国经济头上的利剑。2018 年 12 月，美国成屋销售仅 499 万套，创三年来新低（图 7）。第三，中美贸易摩擦缓和。2018 年 12 月 1 日，随着习特会在阿根廷的顺利举行，中美贸易摩擦缓和，暂停在 2019 年 1 月加征关税的计划，并努力在 90 天内完成贸易谈判。中美重启谈判，提振了市场信心，全球避险情绪明显回落。2019 年 1 月 18 日，VIX 指数回落并收于 17.8。预计在 2019 年 3 月前，即中美贸易谈判期间，市场预期总体上会好于 2018 年。第四，美联储放缓加息缩表步伐。从 2018 年 10 月 10 日，美国股债“双杀”¹后，市场对美联储加息政策颇有微词。近期，美联储官员也频繁释放鸽派信号，2019 年预计加息次数降为 2 次（图 8）。美联储减少加息频率，有利于缓和中美两国利差缩小的趋势。

¹ 2018 年 10 月 10 日，道指暴跌 830 点，收创近两个月新低；纳指大跌 4%，收创三个月新低；标普 500 指数收跌 3.29%，创 2 月以来最大单日跌幅。美国国债也遭到抛售，10 年期国债收益率不断上行，一度涨至 3.26%。

图 6: 2018 年美元指数变动趋势

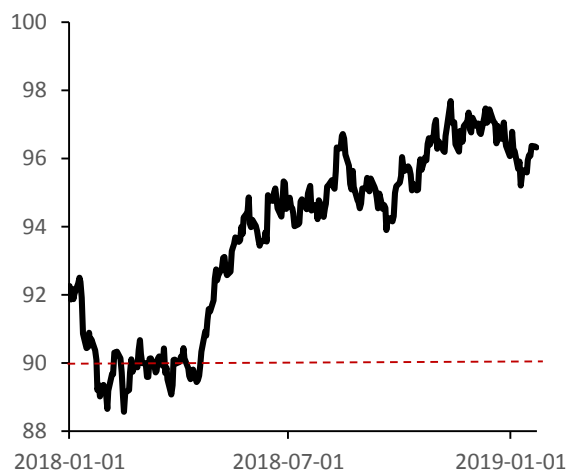
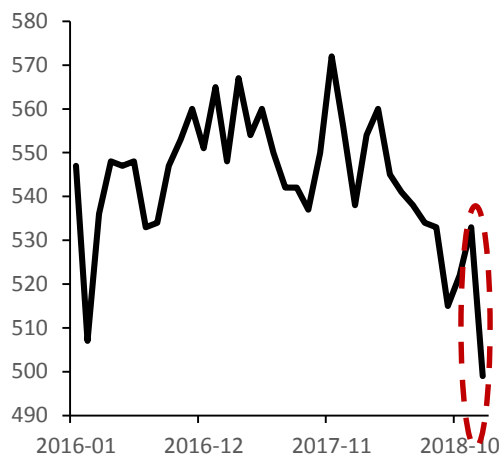
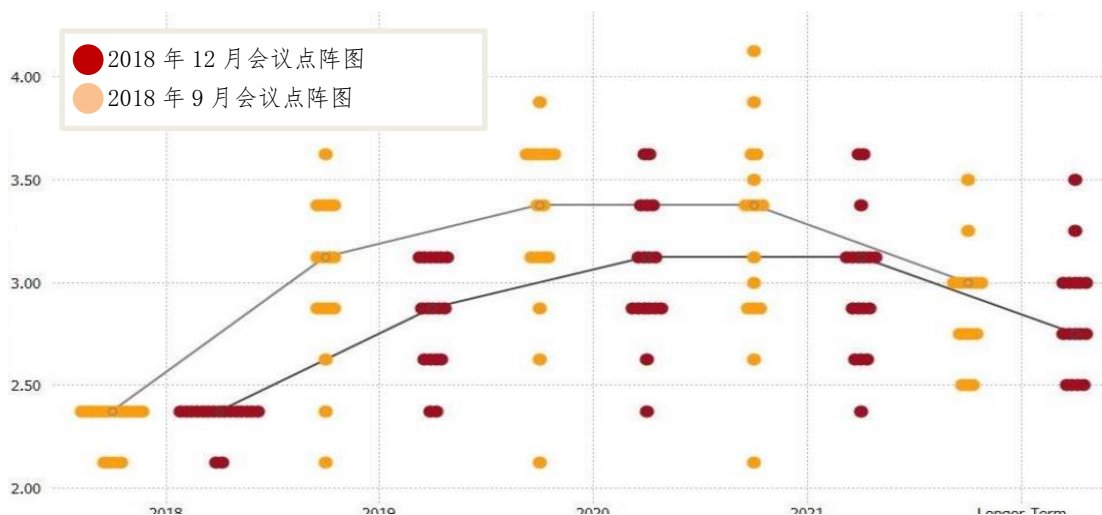


图 7: 美国成屋销售（万套）



资料来源: Wind, 中国银行国际金融研究所

图 8: 2018 年 12 月票委立场（红色）相较 9 月（黄色）显著收敛



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_14272

