

宏观研究/动态点评

2020年05月28日

张继强 执业证书编号: S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号: S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1《宏观: 盈利修复主线在于生产和内需复苏》2020.05

2《宏观: 欧美平稳恢复, 南美成新“震中”》2020.05

3《宏观: 疫情在好转, 疫苗遇挫折》2020.05

中美摩擦短期扰动人民币汇率

核心观点

本周以来, 在美元指数小幅走弱的情况下, 人民币汇率却出现较大幅度的贬值, 人民币汇率与美元锚发生背离。中美摩擦升温毫无疑问是短期左右人民币汇率表现的主因, 短期内仍有较大不确定性。但从基本面的角度看, 人民币汇率不具备大幅贬值的基础, “逆周期因子”等适时引导避免市场过度反应。我们认为, 临近 7.2 之后, 人民币汇率继续贬值的空间不大, 中期仍有望回到 7 附近的合理区域内波动。长期来看, 人民币汇率稳中有升的基本趋势不变。

近日的人民币贬值与基本面无关

在美元指数小幅走弱的情况下, 人民币汇率却出现较大幅度贬值。基本面的角度看, 中国最早从疫情中恢复, 高频数据显示经济正在快速恢复。4 月份我国贸易顺差 3181.5 亿元, 同比大增, 海外旅游、油价下跌等对中国外汇收支平衡影响均偏正面。中美利差的角度看, 中国资产更具吸引力。从这些因素来看, 近期的人民币贬值表现与基本面因素无关。

美国大选背景下的中美矛盾是关键

5 月 20 日, 美方发布对华战略报告, 强化对华为使用美国半导体技术的限制, 美国商务部将 33 家中国企业和机构列入限制出口、进口及转口的“实体清单”, 在台湾、香港等问题上干涉中国内政。随着美国大选临近, 中国话题将成为竞选双方的重要筹码, 在这种背景下, 仍需要对中美矛盾升级风险给予警惕。这从市场情绪、资金流动、经济增长预期等角度对人民币汇率产生扰动。过往的经验来看, 中美紧张关系升级之际, 人民币往往出现阶段性的贬值压力。

尤其是港区国安法推出对人民币存在短期冲击

国家安全立法在所有国家均属于中央事权, 港区国安法有利于香港特区的长期稳定, 确保香港作为独立关税区和自由港, 营造更为安稳的投资环境。中国香港是大陆最重要的转口港, 在承接大陆外商直接投资方面同样扮演着重要的作用。如果美方取消对香港的“特殊待遇”, 香港作为大陆吸引外资和转口贸易方面的口岸与全球金融中心可能将受到一定的冲击。在短期之内, 可能从风险偏好、资金流动等角度导致人民币的阶段性贬值压力。

“逆周期因子”等对人民币汇率稳定将起到积极作用

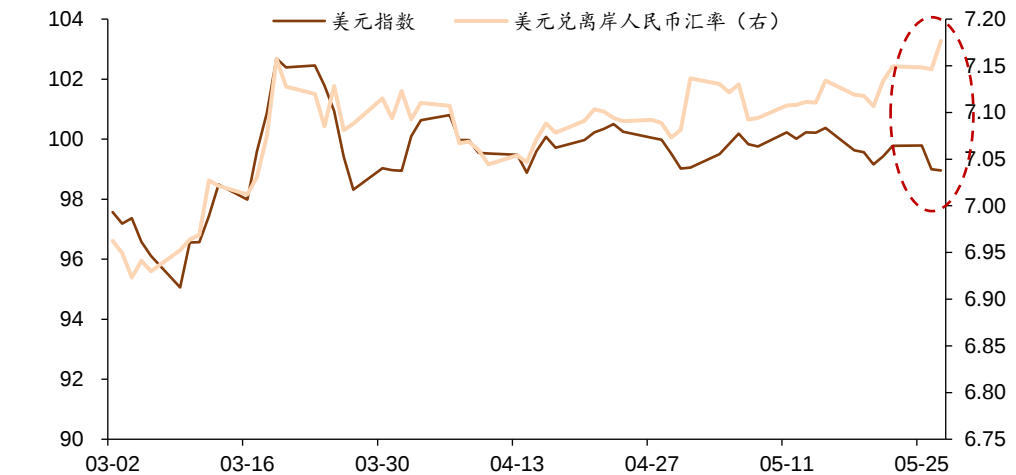
中国央行在 2015 年退出了汇率市场的常态干预, 人民币汇率开启双向波动。为了对冲“羊群效应”导致的人民币汇率单边顺周期情绪, 央行通过传统的数量型和价格型工具、窗口指导以及逆周期因子、离岸央票等新型工具, 保持人民币汇率在合理均衡水平上波动。疫情冲击以来, 央行已经多次发行离岸央票并适度调高逆周期因子, 显示了央行在维持人民币汇率在合理均衡的水平上基本稳定的能力。后续来看, 如果人民币汇率进一步贬值, 人民银行预计将继续采用预期引导、发行离岸央票、调高逆周期因子等手段对外汇市场进行引导, 以促进人民币汇率稳定。

谨防贬值压力制约货币政策

近日银行间市场资金面出现紧张局面, 隔夜与 7 天回购出现了较大幅度的上行。我们测算, 4 月底超储率可能已经下降到 1.7-1.8% 的水平, 重启逆回购有其必要性。但随着疫情和经济状况好转, “发债-买结构性存款”套利行为的出现, 加上人民币贬值压力之下, 货币政策宽松程度可能出现了微调, 央行释放了维持 2.2% 回购利率的信号, 资金面也有所收紧。当然, 货币政策仍将以内为主, 短期的人民币贬值不是主导型因素。

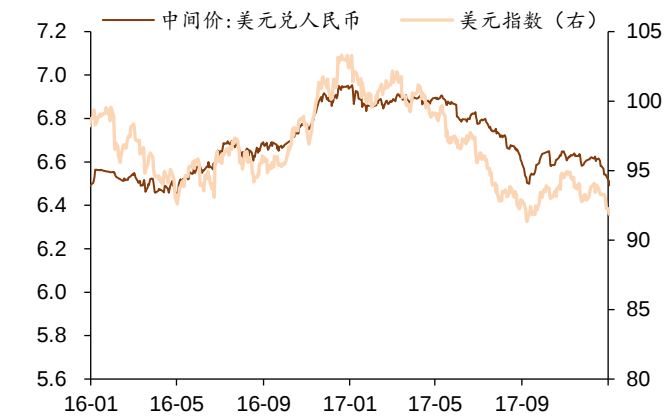
风险提示: 中美摩擦加剧超预期, “港区国安法”受到国际制裁。

图表1：美元指数和人民币汇率走势



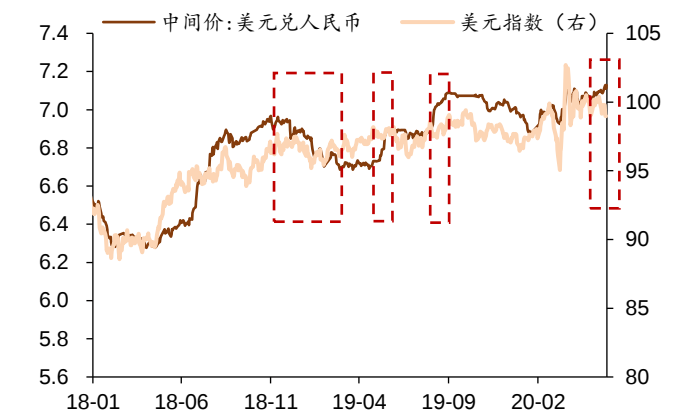
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2016-2017 年美元指数与人民币汇率高度正相关



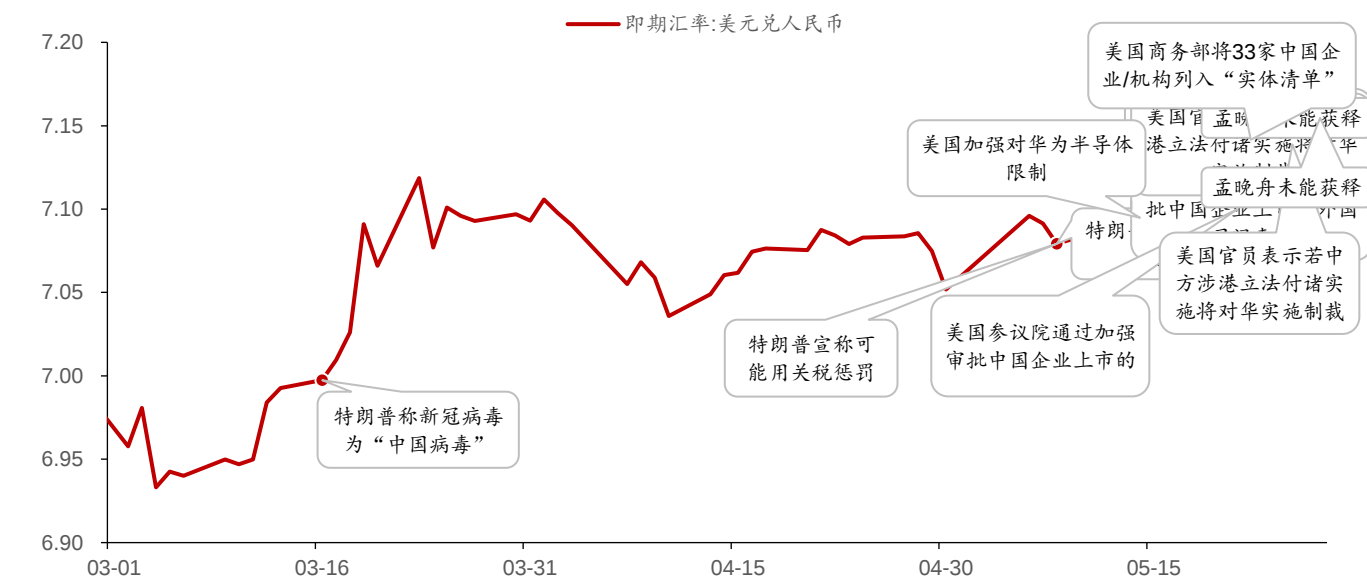
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2018 年至今美元指数与人民币汇率存在若干特殊的背离时期



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4：近期美元汇率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5：美国就疫情对中国的“甩锅”及报复性言论

4月29日	- 特朗普称，北京将“竭尽所能”阻止他连任。 - 美国国务卿蓬佩奥表示，美国政府正与澳大利亚、印度、日本、新西兰、韩国和越南合作，“推动全球经济向前发展”。某官员表示，美国正在推动建立一个被称为“经济繁荣网络”的“可信赖伙伴”联盟，将包括在数字商务、能源和基础设施、研究、贸易、教育和商业等所有领域按照同一套标准运作的公司和公民社会团体。
4月30日	中国外交部发言人耿爽在4月30日的记者会上作出回应。“我们多次说过，美国大选是美国的内部事务，中方没有兴趣进行干预，同时我们也希望美国政客不要拿中国说事儿，对中国的抗疫成效，以及中方为国际抗疫合作的贡献，国际社会自有公论。”
4月30日	- 特朗普声称已经看到表明该病毒起源于中国实验室的证据，世界卫生组织应该感到羞愧，他们就像中国的公关。 - 特朗普称与新冠肺炎疫情相比，和中国达成的贸易协议现在处于次要地位，并称在他考虑如何就新冠病毒的传播对中国采取报复措施之际，“提高对中国的关税”当然是选项之一。 《华盛顿邮报》报道美国政府高级官员正在考虑让中国对新冠病毒疫情的全球大爆发进行赔偿，特朗普与助手们私下讨论剥夺或限制中国主权豁免权问题。
5月1日	- 国土安全部一份情报报告称中国官员“故意隐瞒了传染病的严重性”，中国隐藏了有关冠状病毒的细节。 - 特朗普发推称，“Concast（特朗普对NBC母公司Comcast的称呼，con有敷衍的意思）和假新闻CNN，他们不遗余力说中国的好话。他们是中国傀儡。他们利用美国的媒体帮助中国，是人民公敌！”
5月3日	特朗普发推特称民主党人不想把疫情归咎于他们的摇钱树中国。
5月4日	- 路透社引述多位消息人士报导，特朗普政府讨论一系列措施，目前美国政府所有部门正全速推动供应链“去中国化”，施加更多惩罚性关税：美国国务院次卿克拉奇表示：“在过去的几年中，我们一直减少对中国供应链的依赖，但现在我们正在全速推动这个计划。”；现任和前任官员称，税收激励措施和潜在的迁厂补贴是正在考虑的刺激变革的措施之一；某些官员称不仅有新的关税，其他方式惩罚方式可能包括对官员或公司的制裁，以及与台湾的更紧密关系。 - 特朗普参加福克斯新闻town hall时表示，如果中国无法落实第一阶段协议，将征收新关税。
5月5日	- 特朗普在推特无理由抨击两家美媒，“MSDNC和假新闻CNN正疯狂地试图保护中国！”。 - 美国财长姆努钦：预计中国能遵守第一阶段贸易协议，否则，将会有非常重大的后果。
5月6日	外交部发言人华春莹表示，关税这个武器并不好使，既伤对手也伤自己，打贸易战不符合任何人的利益。特别是在当前形势下，各方应合作，而不是寻求利用关税作为武器和大棒来胁迫其他国家。关于所谓中国散播病毒，应该用事实来说话
5月10日	美国哥伦比亚广播公司（CBS）旗下新闻节目《60分钟》对一则关于中国的谣言进行了批驳，特朗普发推特暗讽CBS“维护中国”
5月24日	美国抹黑中国窃取美国疫苗。
5月25日	外交部发言人华春莹回应：“如果有人有比我的东西更好，那一定是从我这里偷走的，这是正常的逻辑吗？”

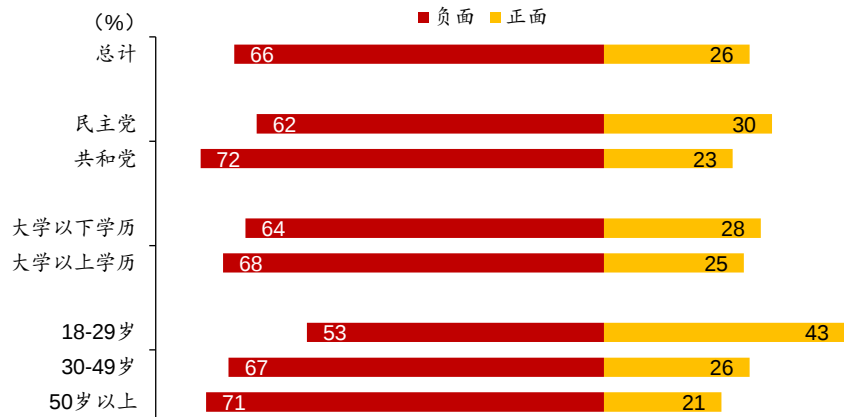
资料来源：Wind，外交部，华泰证券研究所

图表6：美国对华企业限制升级

5月12日	- 美国福克斯电视台财经频道报道称，特朗普总统正在采取措施切断美国联邦政府雇员退休基金与中国证券的联系。 - 美国半导体设备制造商LAM（泛林半导体）和AMAT（应材公司）等公司发出通知称，中国国内从事军民融合或为军品供应集成电路的企业，不得使用美国清单厂商半导体设备代工生产军用集成电路，同时“无限追溯”机制生效。
5月14日	- 被问及如何“对付中国”，特朗普称可以“我们可以做很多事，可以断绝整个关系”。 - 美国将华为对美国企业销售通讯设备的临时许可再延长90天，即至8月13日。 - 美国商务部宣布，强化对华为使用美国半导体技术的限制，以下两类产品受到《出口管制条例》（EAR）的管辖：1）由华为及其在实体清单（例如，海思半导体）上的关联公司利用某些美国商务控制清单（CCL）软件和技术生产的半导体设计类的商品；2）根据华为或实体名单上的关联公司（例如，海思半导体）的设计规范生产的芯片组之类的项目，它们是某些位于美国境外的CCL半导体制造设备的直接产品。此类外国生产的物品仅在知道要转出口，从国外出口或转移（在国内）到实体列表中的华为或其任何关联公司时才需要许可证。为防止对使用美国半导体制造设备的外国代工厂造成直接的不利经济影响，这些设备已根据2020年5月15日的华为设计规范启动了任何项目的生产步骤，只要这些外国生产的项目不受新许可规定的约束，从生效日期算起的120天内，它们将被重新出口，从国外出口或转移（在国内）。
5月16日	华为心声社区发文“没有伤痕累累 哪来皮糙肉厚”
5月17日	商务部新闻发言人批评美国动用国家力量打压华为的行为，敦促美方立即停止错误做法，称将采取一切必要措施，坚决维护中国企业的合法权益。
5月21日	- 美国参议院通过加强审批中国企业上市的外国公司问责法。 - 美国批准一项1.8亿美元的对台军售案
5月23日	美国商务部将33家中国企业/机构列入“实体清单”，美国商务部宣布将公安部物证鉴定中心列入出口管制实体清单。
5月25日	- 外交部发言人华春莹回应：“如果有人有比我的东西更好，那一定是从我这里偷走的，这是正常的逻辑吗？” - 外交部回应应对各个国家航班一视同仁，强硬回应美国官员称可能重启核试验，并对美国商务部制裁相关中国企业机构表示强烈不满
5月27日	孟晚舟未能获释，加拿大裁定孟晚舟美国引渡案件“双重犯罪”成立。
5月27日	中国公安部物证鉴定中心就被美国商务部列入出口管制实体清单事发表声明：对此表示强烈不满和坚决反对，敦促美国商务部立即撤销有关错误决定。

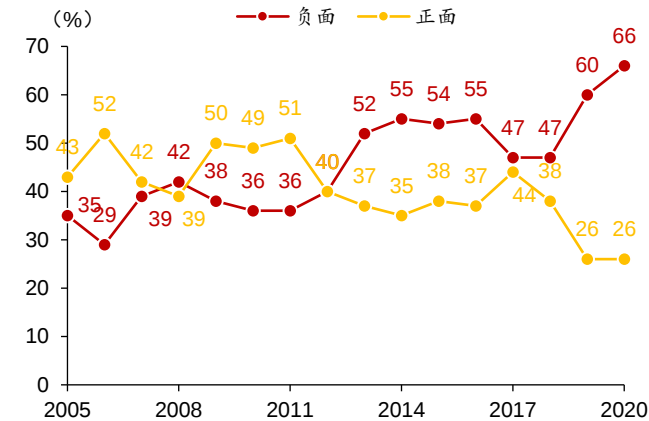
资料来源：Wind，外交部，华泰证券研究所

图表7： 在不同分组中美国居民对中国持负面情绪的比例均过半（截止 4 月 21 日）



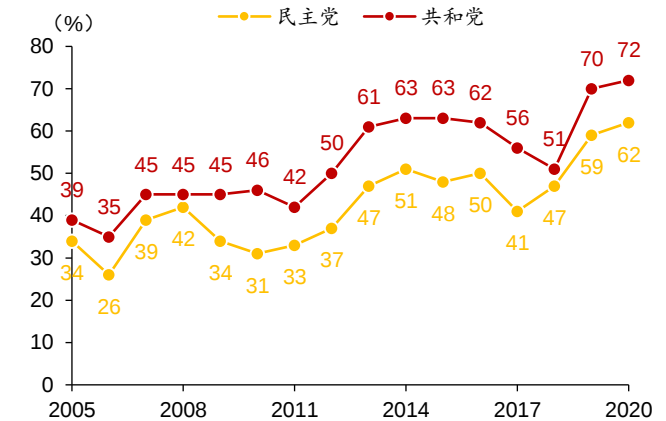
资料来源：Pew Research Center，华泰证券研究所

图表8： 近年来美国居民对中国负面情绪上升（截止 4 月 21 日）



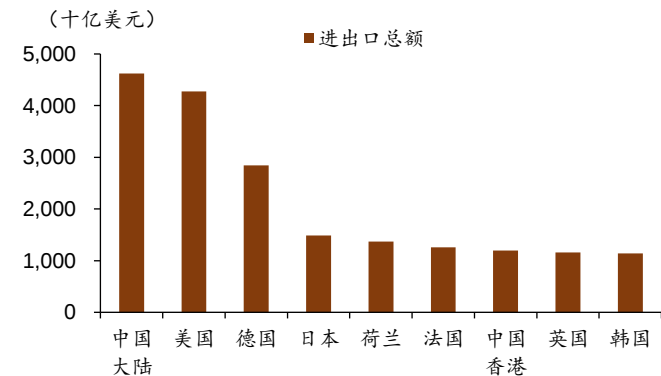
资料来源：Pew Research Center，华泰证券研究所

图表9： 民主党及共和党对中国持负面情绪比例均过半（截止 4 月 21 日）



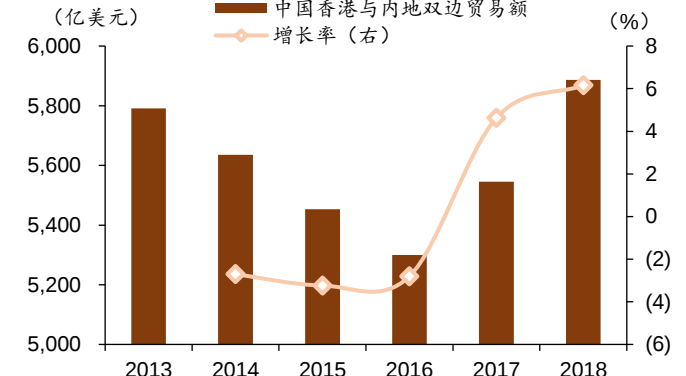
资料来源：Pew Research Center，华泰证券研究所

图表10： 2018 年香港进出口总额列全球第 7



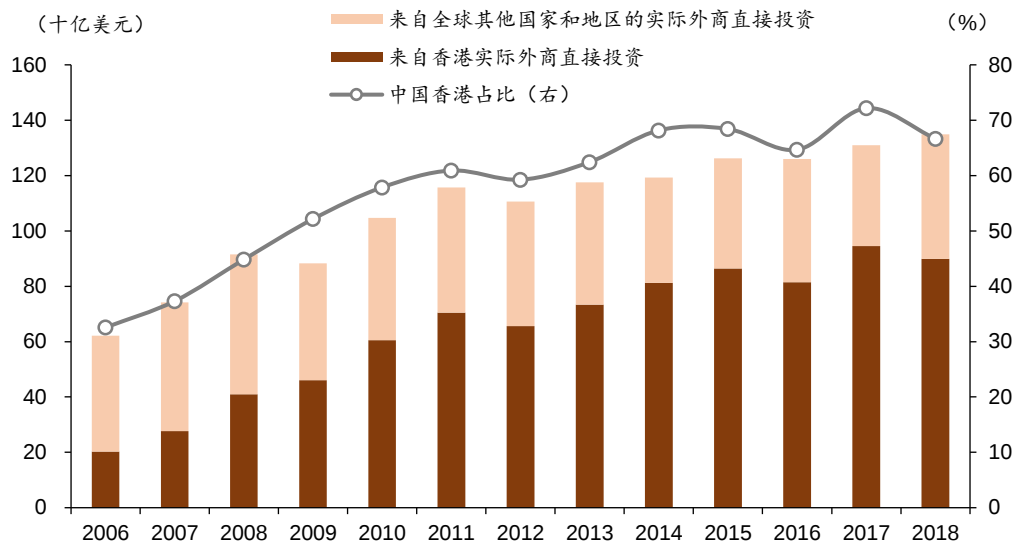
资料来源：WTO，华泰证券研究所

图表11： 内地与香港双边贸易额 2017-2018 年保持增长



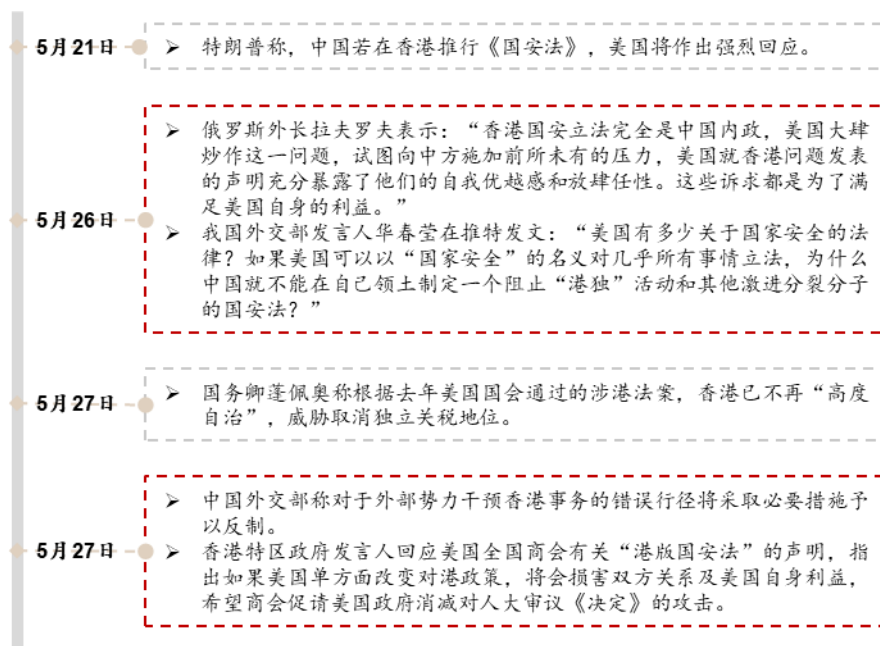
资料来源：香港政府统计处，华泰证券研究所

图表12: 香港是大陆外商直接投资的重要来源



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表13: 美国对香港国安法进行干涉



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_4878

