

首席宏评（第80期）

当前的人民币兑美元汇率走势更多受中美贸易摩擦驱动

■ 核心摘要

1) 2019 年年初至今的人民币兑美元汇率，可以用一个升值阶段、两个贬值阶段和三个平台阶段来概括。尽管 2019 年年初至今人民币兑美元汇率总体上是贬值的，但绝大部分贬值主要在 2019 年 5 月与 8 月这两个月内完成。

2) 2019 年年初至今，人民币兑 CFETS 货币篮指数的走势，与人民币兑美元汇率走势之间，呈现出非常显著的正相关。2019 年年内，人民币兑 CFETS 货币篮指数的最低值与最高值相比，贬值了 5.0%。这至少说明，在 2019 年年初至今，稳定人民币兑 CFETS 货币篮的汇率，并不是中国央行外汇政策的核心目标。

3) 2019 年年初至今的人民币兑美元汇率走势既不是由美元汇率自身导致的，也不能由中美利差变动与短期资本流动变化等基本面因素来解释，那么汇率变动的驱动因素是什么呢？我们认为，中美贸易摩擦的变动可能是当前人民币兑美元汇率走势的重要驱动因素。

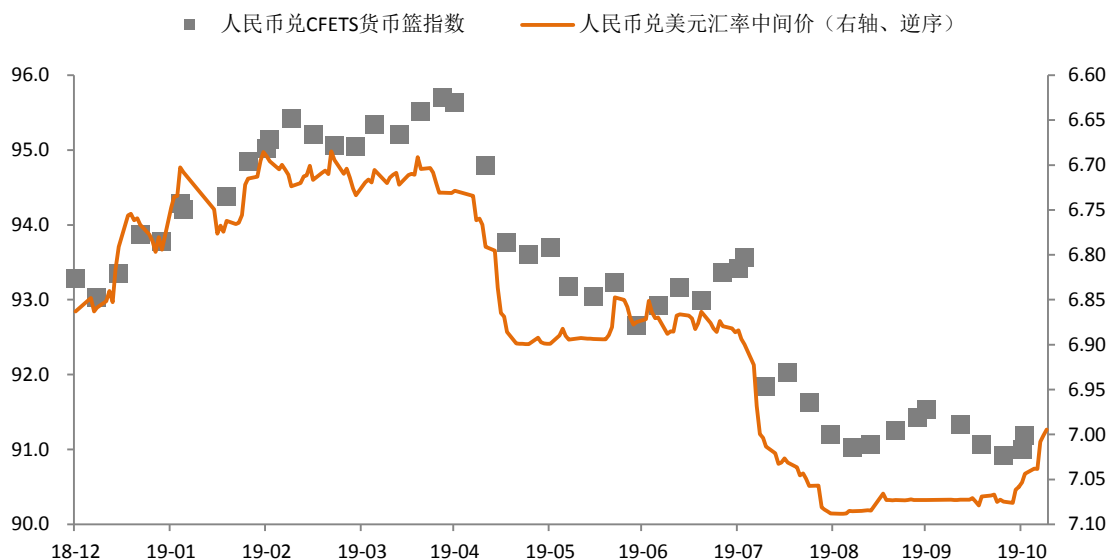
4) 虽然人民币兑美元汇率走势在 2019 年更多受到中美贸易摩擦演进的主导，但这并不意味着是中国央行在主动调整人民币兑美元汇率以对冲贸易摩擦加剧对中国的冲击，而是中美贸易摩擦加剧影响了外汇市场上的投资者情绪，从而通过市场供求变动影响汇率变动所致。

5) 在未来一段时间内，人民币兑美元汇率走势可能仍将受到中美贸易摩擦谈判进程的主导。如果谈判进程向好，则人民币兑美元汇率有望继续反弹。如果谈判进程重新出现反复，则人民币兑美元汇率可能再度贬值。从基本面来看，近期中美货币政策走向均呈现出审慎放松的态势，这意味着人民币兑美元汇率如果受基本面主导的话，将会在 7 上下振荡一段时间。

2019 年年初至今的人民币兑美元汇率，可以用一个升值阶段、两个贬值阶段和三个平台阶段来概括。如图 1 所示，2019 年 1 至 2 月，人民币兑美元汇率总体上呈现升值趋势；2019 年 5 月初至 5 月下旬、2019 年 7 月底至 8 月底，人民币兑美元汇率出现过两次急速贬值；2019 年 3 至 4 月、2019 年 6 至 7 月以及 2019 年 9 至 10 月，人民币兑美元汇率均处于水平盘整态势。换言之，尽管 2019 年年初至今人民币兑美元汇率总体上是贬值的，但绝大部分贬值主要在 2019 年 5 月与 8 月这两个月内完成。

有趣的是，2019 年年初至今，人民币兑 CFETS 货币篮指数的走势，与人民币兑美元汇率走势之间，呈现出非常显著的正相关（图 1）。例如，人民币兑 CFETS 货币篮指数，也在 2019 年 5 月与 8 月发生过两次急跌。2019 年年内，人民币兑 CFETS 货币篮指数的最低值与最高值相比，贬值了 5.0%。这至少说明，在 2019 年年初至今，稳定人民币兑 CFETS 货币篮的汇率，并不是中国央行外汇政策的核心目标。

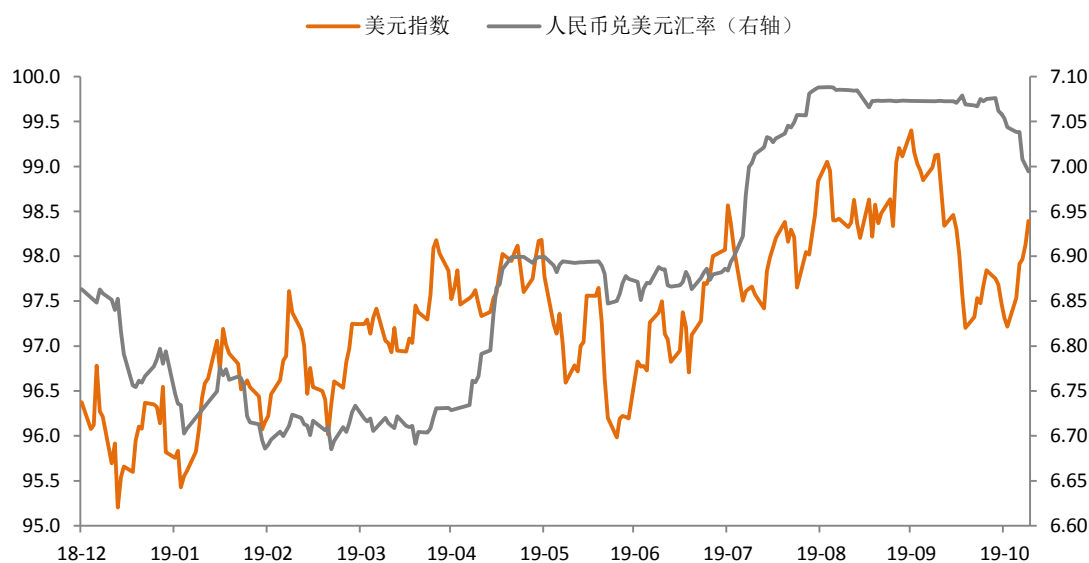
图表1 2019 年年初以来人民币汇率的走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

下一个问题自然是，2019 年年初至今，人民币兑美元汇率的贬值，主要原因是否是美元自身的走强呢？如图 2 所示，诚然，总的来看，2019 年年初至今，美元指数确实呈现出震荡上升态势，这或许是导致人民币兑美元汇率走弱的部分原因。然而，同样如图 2 所示，在 2019 年 5 月人民币兑美元汇率急跌之时，美元指数走势基本上是水平震荡的。而在 2019 年 8 月人民币兑美元汇率再次急跌之时，美元指数走势的升值也显著低于人民币兑美元汇率的跌幅。这说明，至少在 2019 年，美元汇率自身走势并非人民币兑美元汇率急跌的主要原因。

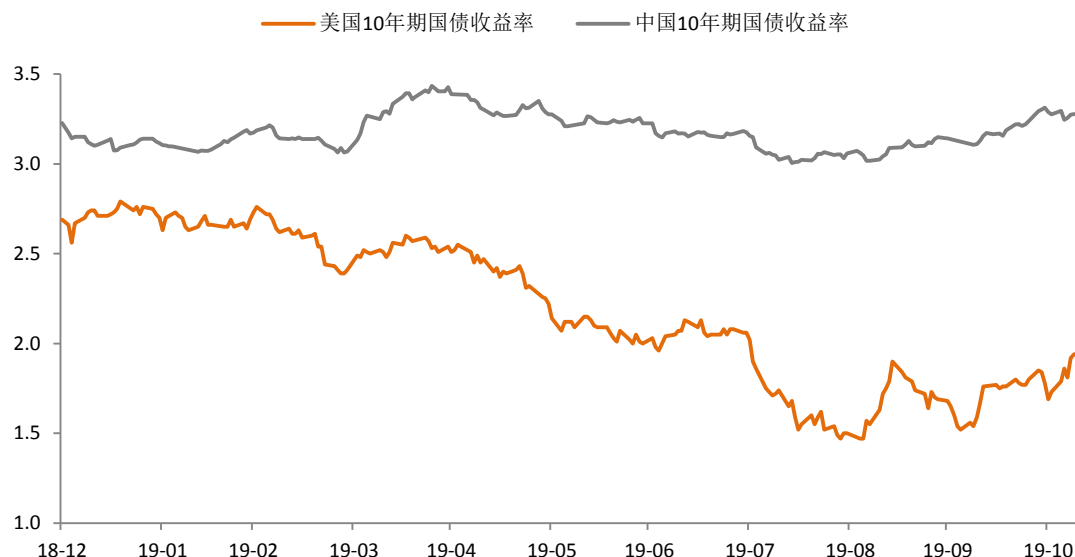
图表2 2019 年年初以来人民币兑美元汇率以及美元指数的走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

今年以来人民币兑美元汇率走势是否是中美经济基本面因素主导的呢？如图 3 所示，2019 年年初至今，中美 10 年期国债收益率之差总体上呈现拉大趋势，尤其是在 2019 年 5 月至 8 月期间。从理论上而言，中美 10 年期国债收益率之差拉大，应该推动人民币兑美元升值。这就意味着，中美利差变动不是近期人民币兑美元汇率的走势的主要原因。

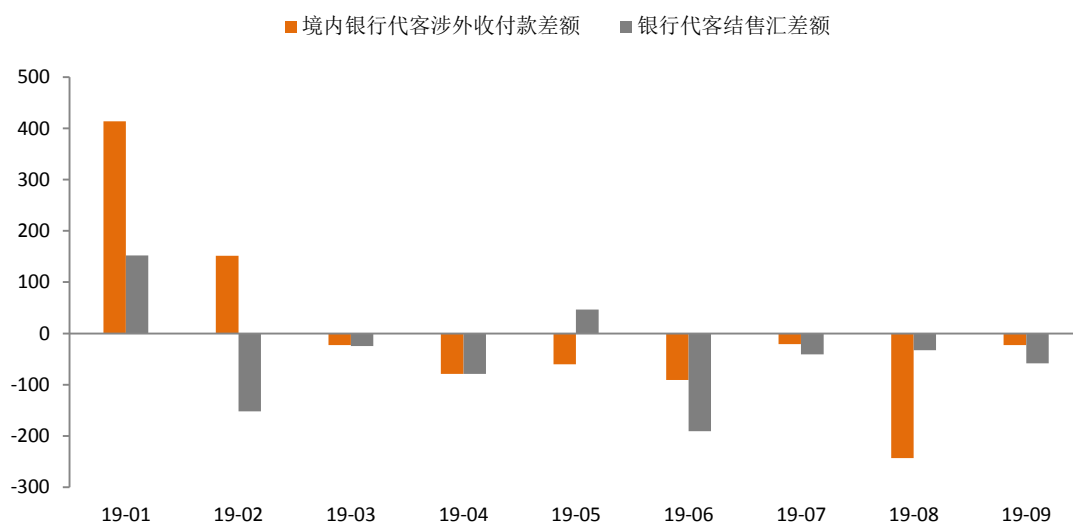
图表3 2019 年年初以来中美 10 年期国债收益率走势



资料来源：Wind，平安证券研究所

短期资本流动的变化是否是 2019 年年初至今人民币兑美元汇率变动的主要驱动因素呢？答案似乎也是否定的。如图 4 所示，从 2019 年 3 月起至今，中国总体上面临短期资本外流的态势。但在 2019 年 5 月，短期资本流动与 4、6 月相比反而有所改善，这显然解释不了 2019 年 5 月人民币兑美元汇率的急跌。不过，在 2019 年 8 月，境内银行代客涉外收付款差额出现了前三个季度之内的最大逆差，这可能是导致该月人民币兑美元汇率急跌的原因之一。

图表4 短期资本流动状况（亿美元）



资料来源：Wind，平安证券研究所

既然 2019 年年初至今的人民币兑美元汇率走势既不是由美元汇率自身导致的，也不能由中美利差变动与短期资本流动变化等基本面因素来解释，那么汇率变动的驱动因素是什么呢？我们认为，**中美贸易摩擦的变动可能是当前人民币兑美元汇率走势的重要驱动因素**。例如，2019 年 5 月 9 日，美国政府宣布，自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高至 25%。这很可能是 2019 年 5 月人民币兑美元汇率急跌的主要原因。而在 2019 年 8 月 2 日，美国贸易代表办公室宣布，对于 2019 年 10 月 1 日将要生效的对约 2500 亿美元中国输美商品加征关税税率由 25% 上调至 30% 的行为向公众征求意见。这很可能是引发 2019 年 8 月人民币兑美元汇率急跌（包括人民币兑美元汇率破 7）的主要原因。

当然必须指出的是，虽然人民币兑美元汇率走势在 2019 年更多受到中美贸易摩擦演进的主导，但这并不意味着是中国央行在主动调整人民币兑美元汇率以对冲贸易摩擦加剧对中国的冲击，而是中美贸易摩擦加剧影响了外汇市场上的投资者情绪，从而通过市场供求变动影响汇率变动所致。

最近，随着中美贸易摩擦达成阶段性协议，人民币兑美元汇率已经出现明显反弹，由 2019 年 10 月 28 日的 7.08 左右反弹至 2019 年 11 月 7 日的 7.00。人民币兑美元汇率中间价甚至在 11 月 8 日重新返回 7.0 以上（报价 6.99），这距离 2019 年 8 月 8 日人民币兑美元汇率破 7 恰好 3 个月时间。我们认为，**在未来一段时间内，人民币兑美元汇率走势可能仍将受到中美贸易摩擦谈判进程的主导**。如果谈判进程向好，则人民币兑美元汇率有望继续反弹。如果谈判进程重新出现反复，则人民币兑美元汇率可能再度贬值。从基本面来看，近期中美货币政策走向均呈现出审慎放松的态势，这意味着人民币兑美元汇率如果受基本面主导的话，将会在 7 上下振荡一段时间。

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_9122

