

## 年中宏观研究专题报告之二-----汇率篇

## 7.2 元依旧是一个重要的观察窗口

## -----人民币汇率中期展望

## 内容提要：

人民币兑美元汇率今年上半年经历了疫情、中美关系、美元升值和流动性枯竭等一系列挑战，继续保持相对稳定。5 月底再度逼近 7.2 元而不破，进一步确认了人民币兑美元汇率波动区间的下限，7.2 元的观察窗口依旧具有意义。即如果人民币汇率再次面临 7.2 元，如央行采取果断干预措施，则 7.2 元的区间底部依旧有效，但如果央行放弃了干预，人民币汇率可能将进入一个新的波动区间进行有管理的浮动，正如 2018 年 4 季度一样。

我们认为下半年受制于疫情影响、产业链破坏、中美关系、美元指数等影响，人民币兑美元走势难以表现出强势，但是，人民币汇率稳定至关重要，是金融稳定不可缺少的一环。尽管中国正在吸取波兰和智利的成功经验推进汇率市场化，但这是一个渐进的过程，不可操之过急。

## 一. 上半年人民币兑美元汇率经受了考验

上半年，人民币兑美元汇率经受了疫情、美元流动性枯竭和中美关系不稳定等因素的考验，坚持了有管理的双向浮动，保持了人民币汇率在合理均衡水平上的相对稳定，7.2 元的波动下限得到了进一步确认和考验。

回顾上半年人民币汇率走势，受制于各种基本性因素，人民币走势偏弱。人民币汇率仅在中美达成贸易协定后，走势偏强，攀上 7 元的心理关口和 6.95 元中枢位置，在疫情、美元流动性枯竭和中美关系不稳定等因素的冲击下，人民币兑美元走势大多数时间在 6.7 元和 7.2 元的下箱体中运行，因此，总体表现为弱势。

同时，我们不难发现，在众多利空因素中，中美关系的不稳定是冲击人民币汇率的最直接的因素。受到美国干预中国香港事务的影响，5 月 27 日，人民币离岸价格和岸价重新跌倒 7.2 元，重现了去年 9 月初也因中美关系动荡汇率大跌的一幕，但是，从 5 月 28 日的中间价看，中间价仅出现了有限的下调：5 月 27 日 16 点半的在岸价为 7.1547 元，前一日在岸价位 7.1354 元，而 5 月 28 日中间价从 7.1092 下调到 7.1277 元。即再演了去年 9 月初的一幕，启用逆周期因子，但考虑到美元的走弱，即使启用逆周期因子，力度也明显弱于去年 9 月初。但是，7.2 元的双向波动区间底部再次得到确认，7.2 元的观察窗口还有存在的意义。

我们再多次报告中指出，观察央行兑人民币汇率管理的举措，可以很容易发现人民币近几年来一直维持区间的双向波动。

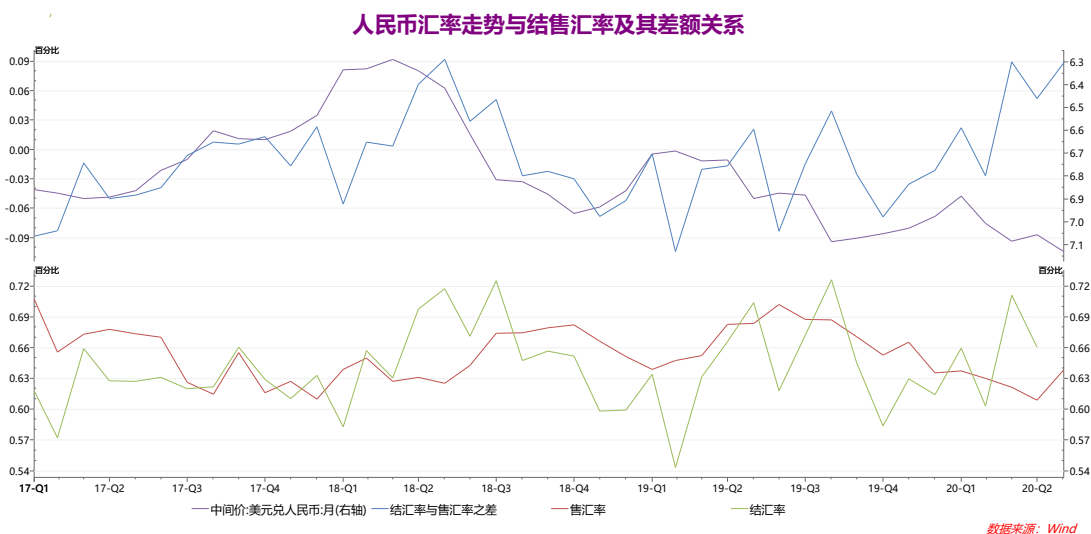
在 2018 年，人民币汇率的波动区间是 6.3 元和 6.9 元之间，在当年 8 月汇率跌近和跌进 6.9 元时，央行采取了包括恢复远期售汇风险准备金、重新启用逆周期因子、通过发行离岸央行票据等手段收紧离岸市场人民币流动性、并提高离岸人民币交易成本等果断措施，美元兑人民币汇率因此重新回落到波动区间之内。但是，在当年四季度人民币汇率再度下破 7.2 元的时候，央行却采取了放任措施，

没有进行有力的干预，人民币汇率随即进入了一个新的区间进行波动，这个区间从 2019 年的情况看，就是 6.3 元和 6.9 元之间。

而在 2019 年 9 月 2 日，当日美元指数逼近 100 点大关，而美元兑人民币汇率逼近 7.2 元，前一日在岸市场 16 点 30 份的收盘价为 7.1716 元。在这关键时刻，央行第二天公布的美元兑人民币汇率中间价只下调了 1 个基点，下调到 7.084 元。即央行明显启用了逆周期因子对汇率进行了干预。

我们也发现市场已经对人民币汇率波动的区间有所预期，这可以从银行的代客结汇率和售汇率变动中可见一斑。一般讲，在目前我国汇率管理制度下，结汇率和售汇率反映了人民币汇率的预期，当汇率预期贬值的情况下，因推迟结汇而导致结汇率降低，同时因提前售汇导致售汇率提升。但有趣的是，在人民币汇率动荡的当月，结汇率反而上升而售汇率下跌或上升有限，如今年的 5 月和 3 月，2019 年的 8 月等，结汇率均达到 70% 以上。这说明市场已经对人民币汇率的波动区间及其有管理的浮动形成了理性的预期：即不可能出现无序大跌。

图 1：人民币汇率走势与结售汇率及其差额关系



数据来源: Wind

资料来源: 银河期货研究所 外汇管理局 WIND

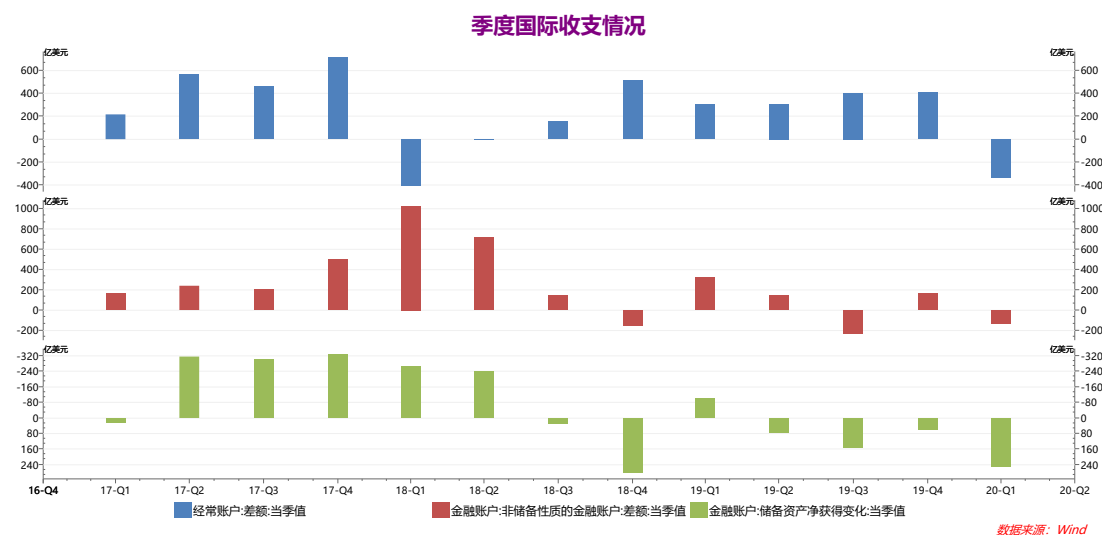
## 二、中期看人民币兑美元汇率依旧呈现相对疲态

尽管如此，下半年人民币兑美元汇率可能依旧处于相对疲态。

从新进公布的国际收支情况看，一季度的国际收支出现了“双逆差”，同时，国际储备资产出现连续4月的减少。尽管我们认为一季度的非储备性质逆差是因为3月美元流动性枯竭而导致的证券投资外流与减少而导致，目前情况已经有所改善，我们认为经常项目逆差也是由于疫情导致的，从目前的情况看，进口下跌更猛烈于出口，经常项目依旧可以维持小幅顺差，尽管这一顺差在性质上是属于衰退性顺差。但是有几个趋势性的问题难以解决：一是从直接投资减少和投资收益逆差的情况看，外商投资出现趋势性下跌，特别是在全球产业链受到破坏和需要重构的情况下；二是经常项目中的货物贸易顺差减少也已经呈现趋势性，特别是在世界经济下行和贸易保护主义沉渣泛起的背景下；三是储备资产，特别是储备资产中的外汇储备出现了趋势性的降低。一国的国际收支反映了一国的外汇供求情况，储备资产的持

续下跌增加了维持汇率强势的难度。

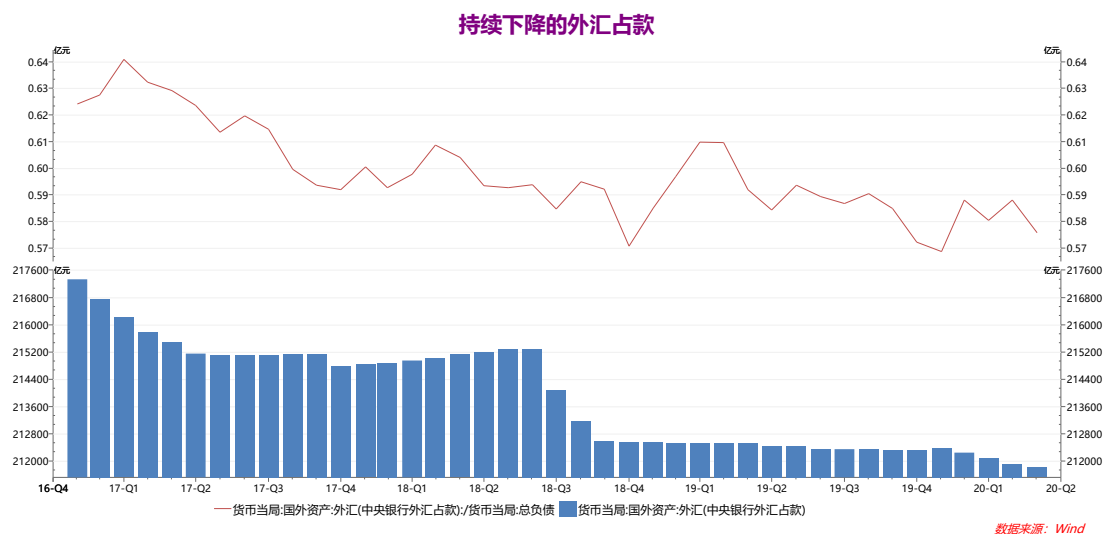
图 2：季度国际收支情况



资料来源：银河期货研究所 外汇管理局 WIND

第二，从外汇占款来看，近期也出现持续性下降，并创下多年来的低点。外汇占款在一定程度上反映了客户向商业银行结售汇和商业银行向央行结售汇的关系，但在根本上反映了央行用人民币收购外汇资产的关系。即当央行减少用人民币收购外汇资产，央行报表中的外汇占款才会出现减少，而央行减少用人民币收购外汇资产在一定程度上是基于稳定人民币汇率的考虑，甚至央行为稳定人民币汇率，用外汇资产收购了人民币资产。

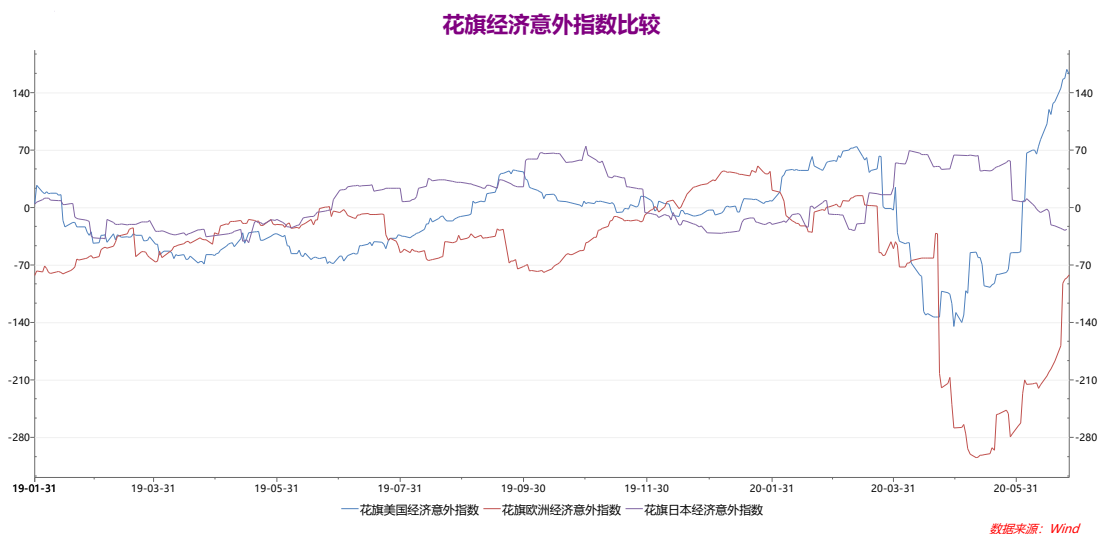
图 3：持续下降的外汇占款



资料来源: 银河期货研究所 外汇管理局 WIND

第三,从美元指数看,美元指数依旧有望维持相对强势。至少我们认为期望美元指数出现大幅调整的可能性并不大。我们认为美元的地位是历史赋予的,难以动摇。从近期发生的美欧贸易风波看,在境外权益市场大跌的情况下,美元指数不跌反升就足以说明一个问题。从花旗意外经济指数看,美国走势反弹明显强于欧日。

图 4: 主要国家花旗经济意外指数比较



资料来源：银河期货研究所 外汇管理局 WIND

在人民币的中间价的制定上，除了参照市场价外，还要求保持对一篮子货币的相对稳定。如美元指数上升，假设人民币盯住的一篮子货币由美元、欧元、英镑、日元组成，即  $RMB = RMB/USA + RMB/EUR + RMB/GBP + RMB/JPY$ ，该等式可以转换为： $RMB = RMB/USD (1 + USD/EUR + USD/JPY + USD/GBP)$  如美元指数上升，就是欧元、日元、英镑对美元贬值，即  $USD/EUR$ 、 $USD/JPY$ 、 $USD/GBP$  上升，为了保持等式的不变，要求  $RMB/USD$  回落，即人民币相对于美元下浮。因此对人民币汇率形成压力。

第四，疫情影响不可忽视，特别是疫情在全球的蔓延不可忽视。特别是近期中国进口的持续下跌值得警惕。中国进口的下降意味着外国，特别是发展中国家的对华出口的中间品和产成品下降，对于部分发展中国家来说，国际储备资产比较有限，如国际储备数据显示，马来西亚今年3月的国际储备资产仅仅为1017.04亿美元，商品贸易净额较去年同期下降14.7%；而越南2018年包括黄金在内国际储备资产仅仅为554亿美元，加上2019年新增的储备资产，也不到650亿美元。一旦出口减少将危机其储备资产，进而危机其汇率的稳定性，导致金融市场的动荡。从历史看，历次经济危机和金融危机均是从汇率上撕开裂口的。一旦出现全球汇率动荡，人民币汇率也可能受到一定程度的波及。

第五，中美不稳定的关系可能波及到汇率的稳定。正如前文所叙，2019年和2020年两次人民币汇率逼近7.2元均是因为中美风波直接引发的。下半年是美国的选举时间，不确定因素可能急剧增多。

### 三. 维持人民币汇率相对稳定至关重要

尽管如此，维持人民币汇率的相对稳定，推进人民币汇率有序市场化改革至关重要。无论在“两会”的报告中，还是近期央行货币委员会二季度例会上均强调了这一观点。汇率问题应该是防范系统性风险的重要一环。

尽管在理论上贬值可以起到促进出口和抑制进口的作用，但是这个理论可能不符合中国的现实。由于我国进口商品价格总体价格弹性比较低，原油和铁矿石等严重依赖国外市场，即使价格因贬值而抬高也不得不进口，外汇支出反而会增加，同时又有可能引发输入性通货膨胀；而出口商品又面临着越南等东南亚低成本国家的竞争，通过贬值而提高价格竞争力的作用也相当有限。贬值很难起到改善国际收支的作用，反而在短期内会恶化国际收支，即所谓的“J 曲线效应”应对我国很明显。因此，那种简单地用对方征收关税幅度推测人民币汇率下浮幅度的观点是站不住脚的。

何况中国经过 40 年的努力已经摆脱了早期的出口导向的经济发展战略。根据世界银行最新报告，中国已经成为众多国家，特别是东南亚国家最终需求的主要来源之一，即中国已经成为这些国家和地区的主要进口国。

图 5: 来自中美欧日的最终需求在该地区国内增加值中的比重



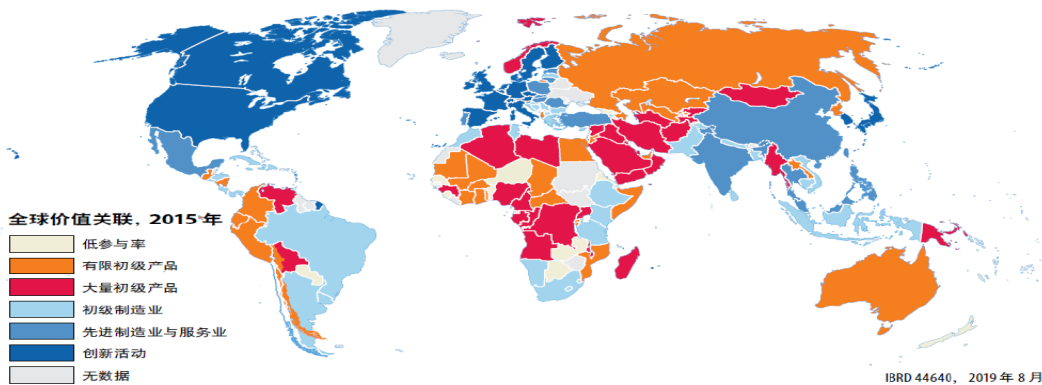


资料来源: 银河期货研究所 世界银行 WIND

另外, 根据世界银行的研究, 全球价值链的发展和生产的碎片化也消弱了汇率和贸易之间的联系。中国的中间品出口已经占到了近 50% 的出口比重。世界银行认为中国已经成为“先进制造业与服务业”国家。

图 6: 全球价值链中和中国的地位

地图 0.1 所有国家都参与了全球价值链——参与方式却不尽相同



资料来源: 银河期货研究所 世界银行 WIND

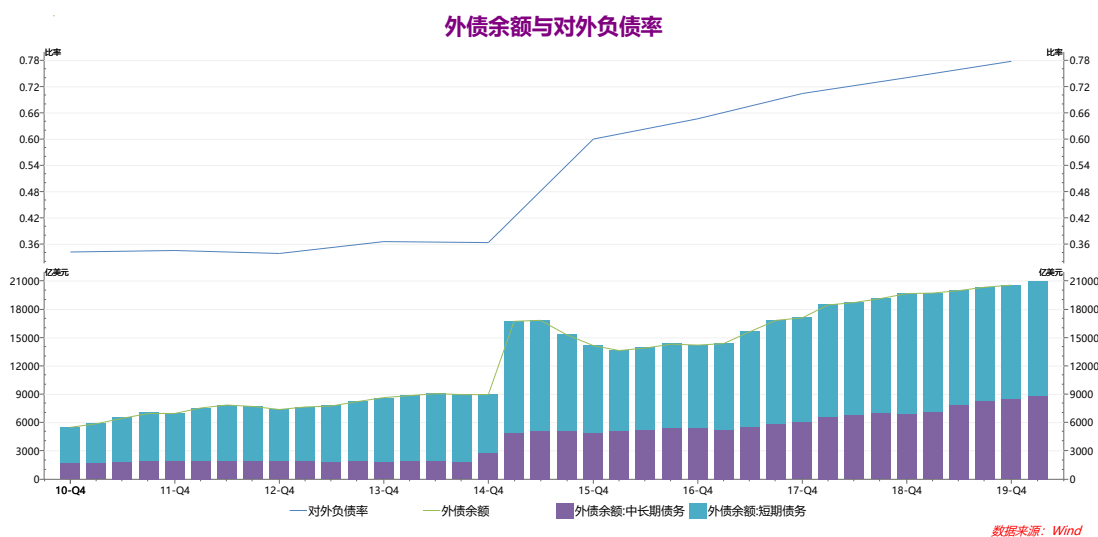
从非储备性质的金融项目看, 货币贬值将导致资金外流, 导致非储备性质的

金融账户恶化，这和中央的稳外资政策是冲突的。

从外债的情况看，我国外债余额一直处于上升之中，而美元负债占到我国对外负债较大比重，在 2018 年达到 57%。因此，汇率贬值又可能加大我国还本付息成本。

最新数据显示，2020 年一季度，我国外债余额为 20946 亿美元。其中中长期债务为 8787 亿元，短期债务为 12159 亿美元。同比增加了 11.78%。2019 年底债务率（负债余额与外汇收入比例）为 78%，创下了历史新高。

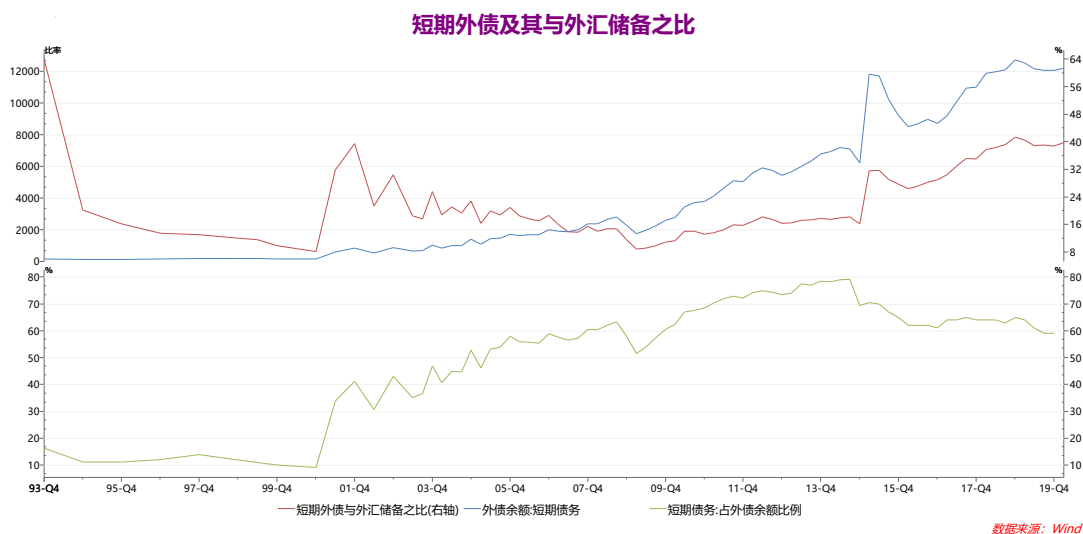
图 7：对外负债率创下历史新高



资料来源：银河期货研究所 外汇管理局 WIND

从结构看，短期外债一直处于上升阶段，一季度占到外债余额的 58%，占比有所下降，但短期外债占外汇储备比重依旧接近 40%。

图 8：短期外债及其与外汇储备之比



资料来源: 银河期货研究所 外汇管理局 WIND

我们也发现汇率波动对一国的资本市场影响也相当明显。汇率不稳定不利于资本市场的稳定。今年3月的证券投资大量外流也和人民币不稳定有关。

#### 四. 人民币汇率相对稳定不是不动，中国在迈向清洁浮动的道路上可能在借鉴外国的成功经验

人民币汇率的市场化改革方向无疑是从肮脏浮动 {Dirty floating} 迈向清洁浮动 (Cleaning floating)，即完全自由的浮动。在走向汇率完全自由浮动的道路上，各国选择了不同的道路。如俄罗斯选择了比较激进的道路，结果是对其经济造成了很大的冲击。中国无疑是选择了比较稳妥的道路，从国际经验看，中国实际上正在参考智利和波兰的经验。

波兰的汇率制度也经历了“单一盯住美元”、“盯住一篮子货币”、“爬行盯住”、“爬行区间”和自由浮动几个阶段。这正是中国走过和正在走的道路。中国目前就处于其“爬行盯住”和“爬行区间”的阶段。波兰当时面对国际

收支经常项目的顺差和资本流入，不断扩大了“爬行区间”，从 10%扩大到 15%，最后在 2000 年实现了完全自由浮动。

智利的情况也相当类似，其汇率制度也经历了“盯住美元”、“爬行盯住美元”、“盯住一篮子货币”、自由浮动几个阶段。先“爬行盯住美元”，再“爬行盯住一篮子货币”，爬行区间不断扩大，从上下 2%扩大到上下 12%，最终在 1999 年也实现了自由浮动。

中国无疑正在走类似波兰和智利的道路。有管理的浮动究其性质实际上就是爬行盯住。但是中国目前的爬行区间有进一步放大的可能与空间，在 2018 年和 2019 年中国的爬行区间分别约为上下 5%和 4%左右，要将爬行区间扩大到 10%以上，达到波兰当时的 15%和智利的 12%以上还有很长的一段路要走。

我们还要注意到扩大爬行区间和推进汇率自由化内外在条件。波兰和智利均选择了其国际收支状况比较好——经常项目和非储备资本项目顺差的情况下推进的。而目前我国国际收支显然受到一定的挑战。

综上所述，人民币兑美元汇率今年上半年经历了疫情、中美关系、美元升值和流动性枯竭等一系列挑战，继续保持相对稳定。5 月底再度逼近 7.2 元而不破，进一步确认了人民币兑美元汇率波动区间的下限，7.2 元的观察窗口依旧具有意义。即如果人民币汇率再次面临 7.2 元，如央行采取果断干预措施，则 7.2 元的区间底部依旧有效，但如果央行放弃了干预，人民币汇率可能将进入一个新的波动区间进行有管理的浮动，正如 2018 年 4 季度一样。

我们认为下半年受制于疫情影响、产业链破坏、中美关系、美元指数等影响，人民币兑美元走势难以表现出强势，但是，人民币汇率稳定至关重要，是金融稳定不可缺少的一环。尽管中国正在吸取波兰和智利的成功经验推进汇率市场化，但这是一个渐进的过程，不可操之过急。

（银河期货研究所 20200629）

### 免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以其他方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询！

联系人：万一菁 投资咨询从业证书号：Z0014329 E-mail:wanyijing\_qh@chinastock.com.cn