

人民币汇率：进退有法，强弱无惧

——宏观预测专题报告六

宏观专题报告

2019年09月10日

报告摘要：

人民币汇率可能呈现“短期稳定-中期震荡-长期升值”的走势。

● 现阶段影响人民币汇率的主要因素是美元走势和贸易不确定性

2016年底我国加强资本管制之后，人民币结售汇差波动明显减小，中美利差与汇率出现脱钩倾向。人民币汇率走势主要参照美元指数走势，美元成为人民币盯住其他货币的中介汇率。贸易不确定性加大/缓和节点后的一个月，人民币汇率走势均与美元指数走势出现分化。平均来看，当每次贸易不确定性加大时，人民币对美元汇率相比美元指数多贬值2%；当贸易不确定性缓和时，多升值2%。

● 美元指数短期内可能保持相对强势，但中期转为走弱概率较大

经济基本面和货币政策差异共同决定美元指数走势。就当前来看，欧美货币政策分化不大，主要受欧洲经济基本面恶化和英国“硬脱欧”风险影响，长期来看美元指数反映美国经济与其他发达经济体相对强弱对比。

短期美元可能保持相对强势地位，中期走弱概率较大。短期内受欧洲政治经济风险隐患上升影响，欧元和英镑双双走弱，美元指数可能保持在95-100的相对强势区间。中期来看，美国失业率进入上行周期，美国经济衰退风险加大，2020年美联储宽松进程可能提速，美元指数可能回落到90-95的区间。

● 人民币汇率可能呈现“短期稳定-中期震荡-长期升值”的走势

短期内人民币以稳为主，7.2是短期底。中美摩擦进入阶段性平静期，人民币短期内大幅贬值不利于金融稳定，不合防控金融风险的战略目标，实需交易原则在交易层面构成人民币汇率的一个安全垫。

中期内人民币弹性加大，在7-7.5之间震荡。中美摩擦具有长期性和反复性，不宜对美方抱有幻想，做好最坏打算，不能排除金融、科技等领域出现新冲突的可能，人民币中期内弹性加大，发挥汇率稳定器作用。

长期看人民币独具优势，具有升值潜力。中国对美国外贸依存度较低，贸易不确定性不足以损害中国长期经济发展。长期看，中国经济增长前景在主要经济体中仍然居于领先地位，人民币国际化有望掀开新篇章。

● 风险提示：

贸易不确定性再次加大、全球经济加速下行、英国脱欧扑朔迷离。

民生证券研究院
分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127665

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

目录

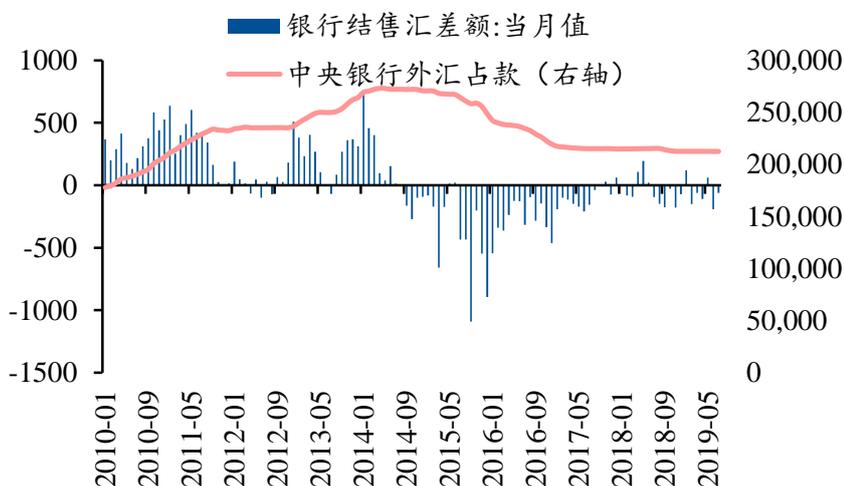
1. 现阶段影响人民币汇率的主要因素是美元走势和贸易不确定性	3
1.1 2016 年以来结售汇差收窄，对人民币汇率波动解释力降低	3
1.2 2016 年以来美元指数和人民币相关性加大	3
1.3 贸易不确定性关键节点多次对人民币汇率造成冲击.....	4
2. 美元指数短期内可能保持相对强势，但中期转为走弱概率较大	5
2.1 美元指数主要受美欧经济和货币政策差异影响.....	5
2.2 美国经济衰退期间美元指数不具备走强基础	5
2.3 长期来看美元指数是美国经济实力体现	6
2.4 美元指数走势预测	6
3. 人民币汇率可能呈现“短期稳定-中期震荡-长期升值”的走势	7
3.1 短期内人民币以稳为主，7.2 是短期末	7
3.2 中期内人民币弹性加大，在 7-7.5 之间震荡	7
3.3 长期看人民币独具优势，具有升值潜力	8
风险提示	10

1. 现阶段影响人民币汇率的主要因素是美元走势和贸易不确定性

1.1 2016 年以来结售汇差收窄，对人民币汇率波动解释力降低

2016 年之后资本管制加强叠加基本面好转，结售汇差收窄。人民币中间价报价模型为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”。2014-2016 年期间受基本面影响，人民币结售汇差额持续为负，外汇占款明显下降，加剧人民币贬值压力。特别是 2015 年“811 汇改”之后，人民币进入贬值通道。为维护外储稳定，2016 年底我国出台一系列外汇管制政策，资本外流现象得到改善，人民币结售汇差明显收窄，结售汇差对人民币汇率波动的解释力降低。

图 1：近年来我国结售汇差收窄，外储压力降低

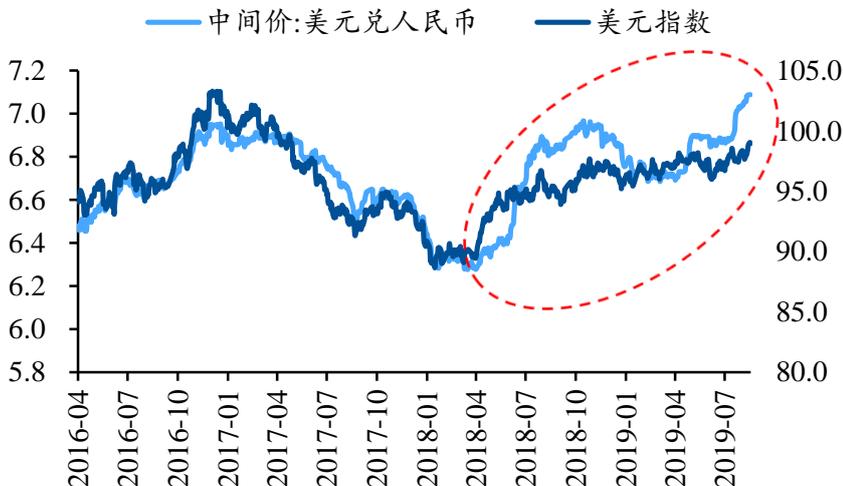


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 2016 年以来美元指数和人民币相关性加大

美元成为人民币盯住其他货币的中介汇率。2016 年以来，由于人民币结售汇差额收窄，再加上逆周期因子的引进降低了汇率顺周期波动，人民币走势更多参考一篮子货币汇率变化，美元成为人民币盯住其他货币的汇率锚，美元指数对人民币汇率影响力在上升。2016 年来人民币兑美元汇率与美元指数走势可分为两个阶段，第一个阶段是 2016 年 4 月-2018 年 3 月，此阶段人民币兑美元汇率走势和美元指数走势比较吻合。第二阶段是 2018 年 3 月-今，贸易摩擦爆发后人民币兑美元汇率和美元指数虽然在方向上一致，但是在不同时间点有所分化。

图 2：近几年来美元指数和人民币走势相关性加大，但贸易摩擦下有所分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

1.3 贸易不确定性关键节点多次对人民币汇率造成冲击

贸易不确定性关键时间节点对人民币走势有很大影响。贸易摩擦爆发后历次关键时间节点人民币走势均会有较大变化。比如在 2018 年 6 月美国对 500 亿商品加关税后的一个月，尽管此期间美元指数下跌 0.11%，人民币兑美元却贬值了 3.76%。在 2019 年 1 月 30 日中美第六轮贸易谈判之后的一个月，尽管美元指数上涨 1.48%，人民币却升值了 0.51%。在 2019 年 8 月 2 号美国宣布对华 3000 亿商品加征 10% 关税后的一个月里，美元指数上涨 0.99%，人民币相对美元贬值 2.73%，贬值幅度明显超过美元指数上涨幅度。平均来看，当每次贸易前景恶化时，人民币对美元汇率相比美元指数多贬值 2%；当贸易前景缓和时多升值 2%。

表 1：贸易不确定性历次关键时间发生后一个月人民币和美元指数走势

时间	事件	美元指数走势	人民币兑美元走势
2018-06-15	美国正式发布对华 500 亿征税清单	下跌 0.11%	贬值 3.76%
2018-09-18	美国对华 2000 亿商品征 10% 关税	上涨 1.41%	贬值 1.05%
2018-12-20	中美互相确认贸易磋商计划和内容	下跌 0.08%	升值 1.84%
2019-01-30	中美第六轮贸易谈判，取得一定进展	上涨 1.48%	升值 0.51%
2019-05-06	美国将对华 2000 亿商品关税提至 25%	下跌 0.52%	贬值 2.38%
2019-08-02	美国拟对中国 3000 亿商品征收 10% 关税	上涨 0.99%	贬值 2.73%

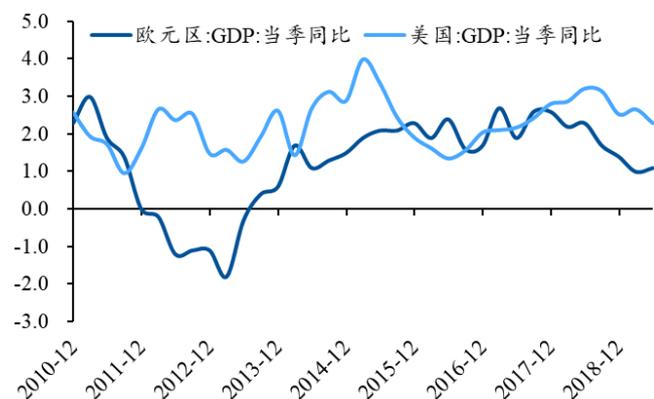
资料来源：民生证券研究院整理

2. 美元指数短期内可能保持相对强势，但中期转为走弱概率较大

2.1 美元指数主要受美欧经济和货币政策差异影响

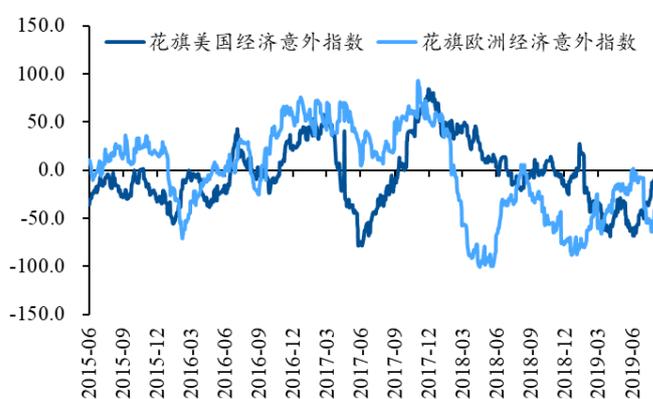
美元指数主要受美欧经济和货币政策差异影响。经济差异方面，2017 年经济上出现“欧强美弱”的格局，此阶段美元指数较为疲软，从 100 跌至 91。2018 年后至今美国经济表现强于欧元区，美元指数走势较强，从 89 上升至 99。花旗经济意外指数显示美国经济近期表现低于预期的程度在上升，美元指数近期承压。货币政策差异方面，2018 年 4 月之后欧美央行缩表进度接近，美德 10 年国债利差呈先上升后下降趋势，现阶段货币政策差异相比经济差异对美元指数影响较小。

图 3：美强欧弱的经济格局可能继续维持，助推美元指数走高



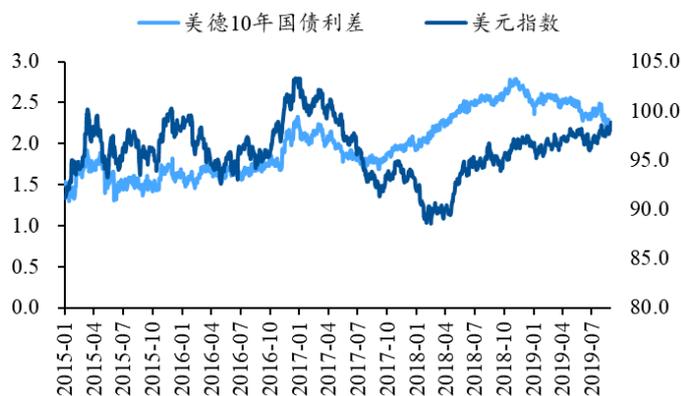
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：花旗经济意外指数显示美国经济低于预期的程度上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：2017 年底之后美元指数与美德利差走势分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：美元指数与欧美央行总资产增速差走势分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.2 美国经济衰退期间美元指数不具备走强基础

历次全球金融危机美元指数通常呈先涨后跌的态势。纵观近几十年来全球金融危机，在危机刚开始发生时期美元指数一般都会上行，主要受避险需求影响。危机中期后由于避

险需求退却加之美国经济下行，美元指数通常回落。次贷危机是例外，因为次贷危机首先在美国爆发，危机爆发后美元指数从 80.8 下跌至 71.3，之后来回波动。

表 2：历次全球危机期间美元指数走势

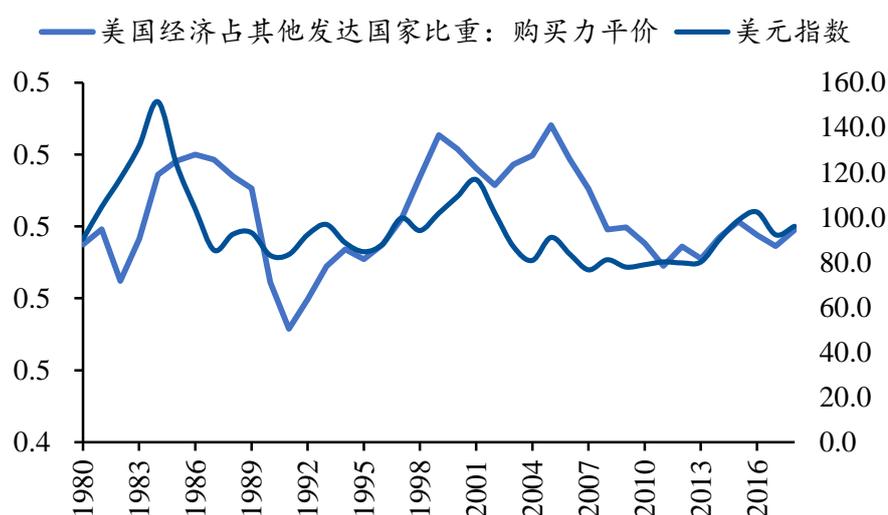
危机事件	起止时间	美元指数走势
第一次石油危机	1973 年 10 月-1974 年 12 月	先从 94.7 上升至 109.3，之后下降至 97.3
第二次石油危机	1979 年 1 月-1981 年 8 月	从 86.5 上升至 110.6
东南亚金融危机	1997 年 8 月-1999 年 1 月	从 95.7 上升至 100.7
次贷危机	2007 年 8 月-2009 年 9 月	先从 80.8 下降至 71.3，再上升至 89.1，再下降至 78.3
欧债危机	2009 年 9 月至 2011 年 8 月	先从 78.7 上升至 88.5，之后下降至 74.1

资料来源：民生证券研究院整理

2.3 长期来看美元指数是美国经济实力体现

长期来看美元指数是美国经济实力体现。根据历史走向来看，美元指数与美国经济占其他发达经济体比重（购买力平价）有正相关关系，当美国经济在实际或预期相较其他发达经济体表现更好时，美元指数往往走强；表现更差时，美元指数往往走弱。

图 7：长期来看美元指数是美国经济的体现



资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 美元指数走势预测

美元指数可能短期内保持相对强势。短期来看，美联储 7 月议息会议虽然如期降息，但并没有给出明确的后续政策路径。叠加短期欧洲政治经济风险隐患上升，欧元和英镑弱势，美元指数短期内可能保持在 95-100 的相对强势区间。

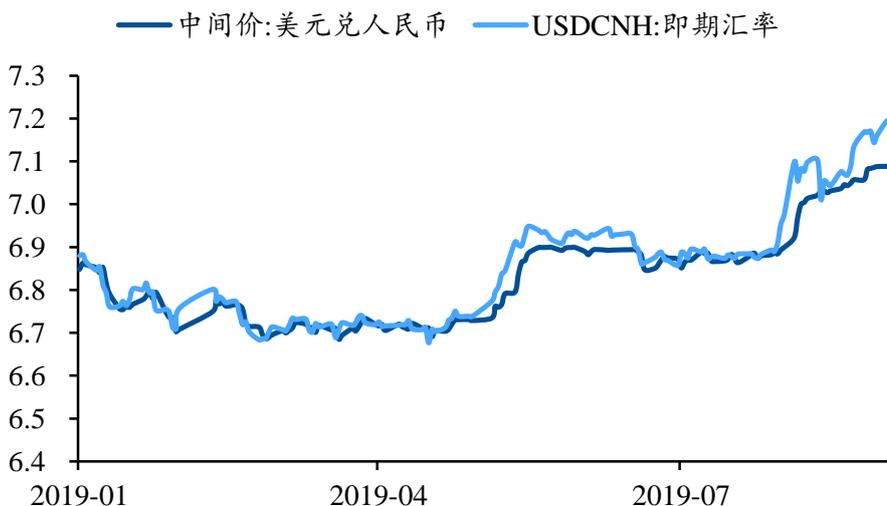
美元指数中期走弱概率较大。中期来看，根据经济景气指标持续下行、每周工时不断减少、经济放缓迹象越来越多等基本事实，美国失业率已经进入上行周期。在全球经济持续放缓和美国失业率触底回升共振影响下，预计今年美联储降息 2-3 次，明年降息进程可能提速，美元指数可能回落到 90-95 的区间。

3. 人民币汇率可能呈现“短期稳定-中期震荡-长期升值”的走势

3.1 短期内人民币以稳为主，7.2 是短期底

央行有意维持短期人民币汇率稳定，防止资本外流。人民币破“7”导致之前的汇率心理底被打破，为了防止人民币汇率过快贬值造成市场心理恐慌，央行可能会在 7.2 这个关口重新筑底，根据市场情绪变动来决定之后行动。必要的时候，央行可能通过外汇市场进行对冲操作来避免人民币兑美元汇率进一步下探。若人民币贬值预期过强以威胁到外汇储备稳定时，不排除央行出台更严厉的资本管制手段以保证外储稳定。

图 8：央行可能会通过公开外汇市场操作避免离岸人民币大幅贬值



资料来源：Wind，民生证券研究院

3.2 中期内人民币弹性加大，在 7-7.5 之间震荡

中美摩擦具有长期性和反复性。美国发动对华贸易摩擦的原因主要有四点：1.遏制中国的崛起，通过打击中国产业升级来防止中国取代其地位；2.美国“孤立主义”传统回归，反全球化主张越来越强烈；3.特朗普通过“贸易保护”这张牌来为选举造势，赢取中下层选民更多支持；4.通过提高关税来防止“税改”积极财政政策效益外流。所以在很大程度上，贸易摩擦具有长期性和反复性，面对美国在贸易谈判中提出的高要价，中方不会轻易妥协。

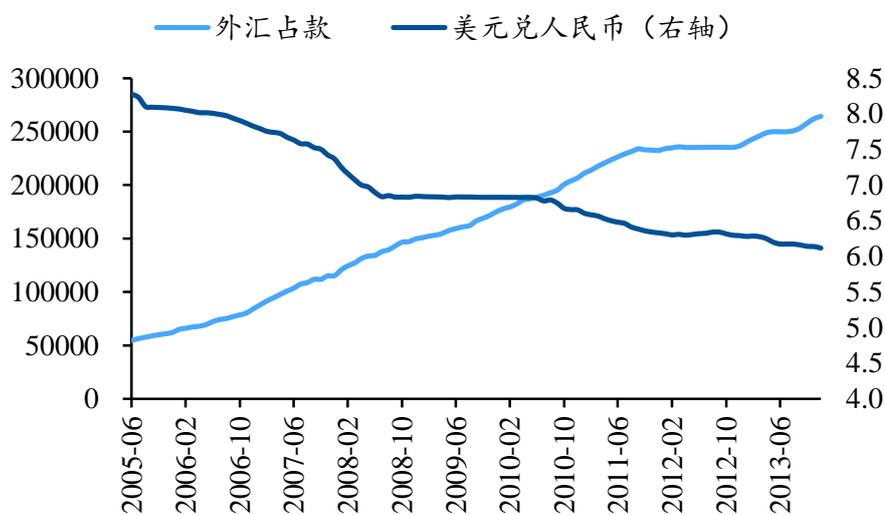
贸易不确定性下中期内人民币弹性加大。当贸易前景恶化或缓和时，相对于美元指数走势人民币汇率可能会额外贬值或升值 2% 左右。预计中期内美元指数会有所回落，但由

于贸易不确定性有进一步加大可能，中期内人民币弹性加大，在 7-7.5 之间宽幅震荡，发挥汇率稳定器作用。

3.3 长期看人民币独具优势，具有升值潜力

美国衰退发生后热钱会流入中国，推高人民币汇率。次贷危机期间，新兴经济体普遍面临外资大举流入的现象，金砖四国汇率普遍上涨。当时我国外汇占款激增，人民币升值压力明显加大，欧美国家也多次要求人民币大幅升值。如果未来美国出现衰退，预计外资会大量流入中国，届时人民币将面临一定升值压力。

图 9：美国经济衰退会导致外资流入以中国为主的新兴经济体



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 3：次贷危机之后美国多次要求人民币升值

时间	主要事件	人民币汇率走势
2009 年	1 月，奥巴马要求中国调高人民币汇率。6 月，美国对中国产乘用车轮胎发起特保调查，美国国际贸易委员会建议对中国输美乘用车与卡车轮胎连续三年加征 55%、45%、35% 的从价特别关税	中国顶住美国要求升值压力，人民币兑美元汇率维持不变，维持在 6.83 左右

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_10237



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn