



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

人民币汇率破“7”点评

分析师:

2019年08月07日

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

事件:上周末特朗普宣布将对中国加征关税之后,美元兑人民币双边汇率快速突“破7”的整数关口,最高冲至7.1388。

点评:

本次“破7”与上两次“近7”有所不同:第一,美元指数走势不同。上两次美元指数的大幅上涨为人民币贬值创造了较好的外部环境,外部环境的不利容易形成贬值预期与实际贬值间的自我实现。与上两次不同,今年以来美元指数持续保持在96.5-98的区间震荡。美元指数的疲弱则使人民币汇率空方再不能有恃无恐。这次“破7”更加验证了增强人民币汇率弹性的最好时期不应在美元指数的上涨或下跌趋势中,而是应在区间震荡中的相对稳定状态下。第二,汇率空间位置不同。上两次距离7均近10%的贬值空间,而本次人民币汇率破7之前,距7只有不到1.5%的价格空间,这样小的空间没有给贬值预期与实际贬值的自我实现以足够的空间和时间,因为,一旦“破7”,在美元指数下降的背景下,继续看空人民币汇率的风险较大。第三,贬值压力不同。上两次在近7之前的数月内确已形成了较大的结售汇逆差。而本次“破7”之前不存在较大的逆差,最终在没有巨大贬值预期压力下悄无声息地“破7”。

未来,无论是美元指数因中美贸易磋商不利继续下跌还是英国脱欧等非美经济体造成的美元指数被动上涨,只要没有出现美国经济基本面在全球相对“一枝独秀”的局面,人民币对美元双边汇率大幅贬值的概率或将微乎其微。

风险提示:中美贸易磋商反复致人民币贬值压力增加。

事件：在特朗普宣布将对中国加征关税之后，美元兑人民币双边汇率快速突破“7”的整数关口，最高冲至 7.1388，紧接着，美国财政部发布中国为汇率操纵国的声明，我国央行随后对美国声明作出回应。

点评：

应该如何看待本次人民币汇率“破 7”的现象？人民币汇率兑美元双边汇率“破 7”与中美贸易摩擦关系是否紧密？未来人民币汇率兑美元是继续大幅贬值还是升值？回答上述问题需要从“7”关口的历史成因、“破 7”的条件对比以及“破 7”的利弊权衡等方面进行剖析。

“7”关口的历史成因

分析“破 7”这一问题还是要回到为什么 7 会成为关注的焦点这一问题？从 2008 年金融危机开始，为了稳定人民币币值，我国央行采取盯住美元策略，将美元兑人民币汇率中间价维持在 6.83-6.99 的区间内，至 2009 年，随着我国实体经济明显好转，人民币转而进入升值通道，彼时的 6.99 成为了最接近 7 的一个阶段性低点，形成了我们对“7”关口的最初认识。时间来到 2016 年 10 月，当特朗普胜选后，美元指数在其经济政策预期刺激下快速走强，导致人民币在 2016 年末三次逼近 7 关口，我国先后耗费近万亿美元的外汇储备并配合各类外汇管理政策，使汇率稳定在 7 的关口附近，外围压力以及我国外储大幅减少强化了我们对于“7”的再认识。2018 年 6 月至 2018 年 11 月，在中美贸易磋商的反复进程中，美元兑人民币双边汇率再次贬至 6.98 附近，这是对“近 7”的第三次认识。

本次破“7”与过往“近 7”时的条件有所不同

本次“破 7”与上两次“近 7”有何不同？第一，美元指数走势不同。在 2016 年 5 月-12 月离岸人民币汇率从 6.46 至 6.98 贬值过程中，美元指数从 95 上涨至 103，涨幅近 9%。在 2018 年 6 月-11 月离岸人民币汇率从 6.40 至 6.98 的贬值过程中，美元指数从 89 涨至 97，涨幅也接近 9%。上两次美元指数的大幅上涨为人民币贬值创造了较好的外部环境，外部环境的不利容易形成贬值预期与实际贬值间的自我实现效果。与上两次不同，今年以来美元指数持续保持在 96.5-98 的区间震荡，更在人民币“破 7”之际从 98 回落至 97 的区间底部。美元指数的疲弱使人民币汇率的空方再不能有恃无恐。这次“破 7”更加验证了增强人民币汇率弹性、深化汇率改革的最好时期不应在美元指数的上涨或下跌趋势中，而是应在美元指数区间震荡中的相对稳定状态下进行。第二，汇率空间位置不

同。上两次的美元兑人民币汇率无论是 6.46 还是 6.40，距离 7 均有近 10% 的贬值空间，这使得贬值预期与实际贬值的自我实现有了空间条件。而本次人民币汇率破 7 之前，从 5 月至今，人民币汇率始终在接近 7 的 6.9 附近徘徊，距 7 只有不到 1.5% 的价格空间，这样小的空间没有给贬值预期与实际贬值自我实现以足够的空间和时间，因为，一旦“破 7”，在美元指数下降的背景下，继续看空人民币汇率的风险较大。第三，贬值压力不同。上两次在接近 7 之前的数月内，确已形成了较大的结售汇逆差，比如，2016 年 5 月-12 月，银行代客结售汇逆差月均值达到了 300 亿美元左右，彼时，为阻断人民币贬值与资本外流的自我实现的形成，央行与市场参与者形成了对手方，外汇储备从 4 万亿降至 3 万亿美元附近。而本次“破 7”之前不存在较大的逆差，2019 年以来，银行代客远期结汇额不断回升以及银行代客售汇额持续维持低位，恰恰证明在外汇市场供求关系中，人民币汇率预期相对稳定，人民币贬值预期并不强烈。这次破 7，在 7 关口没有形成像上两次一样的贬值预期与实际贬值的负反馈效应。正如每次接近 7 时所讨论的一样，“破 7”一般会出现在没有形成巨大贬值预期压力下悄无声息的发生，而不是在“破 7”之前贬值预期压力早已发酵浓厚之时。

增强弹性深化汇改与防止贬值预期形成的权衡

“破 7”的关键点主要看是否发生贬值预期与实际贬值的自我实现。2016 年与 2018 年两次“近 7”的历史经验表明，7 作为心理关口主要是因为美元指数上涨背景下极易形成持续大幅的汇率波动与结售汇逆差的自我实现效果。但在防止贬值预期形成的目标之外，增强汇率弹性深化汇率改革更是我们的长远发展目标。因为，大致来看，增强汇率弹性使我们在以下三方面获益：第一，切实增强汇率弹性有利于保有我国的外汇储备。避免了在极端情况动用外汇储备，比如 2015-2016 年外储剧减的情形发生；第二，切实增强汇率弹性有利于资本自由流动。因为汇率弹性增大有利于提高对国际资本的吸引力；第三，切实增强汇率弹性有利于使外汇市场的投资者尽快成熟。因此，我们需要根据内外部情况变化，审时度势，尤其在外部条件允许的情况下，增强汇率弹性进一步深化汇改。当前，在美元指数下跌和中美贸易摩擦关口正好为增强人民币汇率弹性提供了较好的时间窗口。“破 7”之前未形成贬值预期与实际贬值的负反馈已经为我们增强汇率弹性打下了较好的基础，接下来只需要关注“破 7”之后是否还会形成两者的自我实现，进而深入检验“破 7”后是否

一定会造成资本流动的压力。未来如果贬值预期与实际贬值的自我实现效应重现，一系列的稳汇率措施仍可阻断两者之间的负反馈效果，如果两者没有形成负反馈效应，人民币汇率的弹性将得到有史以来切实的增强，外汇交易的投资者教育将更加深入，外汇市场参与者将更加成熟，汇价波动的过度恐慌情绪或将回归到成熟的理性上来，最终，从长期来看，汇率弹性的增强将更加有利于人民币汇率的健康稳定。

未来人民币汇率走势的情景分析

既然结售汇逆差反映的贬值预期是我们关注的焦点，将结售汇逆差与人民币汇率波动相联系，未来可能出现四种情形以及决策层的应对：第一种情形，结售汇逆差急剧扩大，且贬值幅度较大，央行或采取一系列措施引导，以控制两者形成负反馈；第二种情形，结售汇逆差急剧扩大，但贬值幅度不大（比如美元指数由于欧元的下跌出现被动上涨等原因造成人民币对美元没有出现大幅贬值），在这种情况下，由于汇价波动对结售汇逆差影响不大，央行采取措施的力度相对第一种情形较弱；第三种情形，结售汇逆差不大，但贬值剧烈，决策层或会予以更多关注但一切仍由市场决定；第四种情形，结售汇逆差不大，且贬值幅度也不大，则完全由市场决定。综合考虑当前中、美、欧等主要经济体基本面及其政策与风险事件的影响，我们认为，未来人民币对美元汇率走势出现第二种和第四种情形的概率较大。换言之，未来，无论是美元指数因中美贸易磋商反复继续下跌还是英国脱欧等非美经济体造成的美元指数被动上涨，只要没有出现美国经济基本面在全球相对“一枝独秀”的局面，人民币兑美元双边汇率大幅贬值的概率或将微乎其微。

理解人民币汇率波动与中美贸易谈判的“正确姿态”

对于美财政部认定的汇率操纵论而言，一方面，从我国自身来看，虽然人民币汇率下跌对我国出口价格竞争力有所提升，但是人民币汇价短期的反复波动并不会实质性激发以中长期为检验标准的实体经济出口效果的改善，反而会因汇率短期的巨幅波动引发金融市场的较大波动，因此，依靠汇率下跌来提高出口竞争力并不可取，另一方面，从美国来看，美国指责我国为汇率操纵国也是其单边行为，政治意味更浓。众所周知，美元是国际货币，美元的走势是由美国和非美经济体两大方面共同决定，美国无视长达 8 年的量化宽松所造成的全球美元泛滥及其 2015 年以来加息周期中抽走国际美元对发展中国家所造成的资本外流压力及其金融市场动荡等影响，仅仅关注别国政策对美元造成的被动影响，这本身是

有失偏颇的单边主义思维。

可见，本次“破7”与以往不同，它是在贬值预期可控范围内增强人民币汇率弹性的正常经济现象，因为汇率的均衡价格最终是由两国经济的基本面和外汇市场供求状况来决定，而美国将这次汇率波动指责为我国是汇率操纵国，仅仅是其单边主义的政治化表现或者作为贸易谈判的筹码罢了，因此，将两者过度联系或许不够客观，认识人民币汇率波动和中美贸易谈判关系的正确姿态或许是“凯撒的归凯撒，上帝的归上帝”。

风险提示：中美贸易磋商反复致人民币贬值压力增加。

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_10904

