



“破7”之后，人民币何去何从？

8月5日人民币兑美元汇率“破7”简评

人民币汇率“破7”更多是一次市场情绪的释放，基本面因素依然对人民币汇率构成支撑，未来人民币汇率仍以双向波动为主。

- 2019年，中国的经常项目差额较2018年明显扩大，中美利差也明显走扩，而美国经济整体趋势转弱导致美元中长期走弱，上述因素从基本面角度支撑人民币汇率。
- 此次“破7”更多是在中美贸易冲突可能升级背景下市场情绪的释放，不应将贬值视为目的在于对冲关税影响，从汇率弹性和垂直专业化的角度，关税仅对部分行业有较大影响。
- 未来中美贸易谈判的进展仍是影响汇率的重要因素。如中美贸易冲突继续升级，不排除人民币进一步走低的可能。但考虑到中美贸易冲突年内仍可缓和以及基本面因素的支撑，我们认为人民币大概率维持双向波动为主。
- 从银行结售汇数据看，资本外流压力并不严重，“破7”不会对货币政策造成明显影响。

相关研究报告

《A股市场月报》 20190804

《固收市场点评》 20190804

《宏观经济周报(7.29-8.4)》 20190803

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

8月5日上午，人民币离岸、在岸汇率先后破7。那么，此次破7是否是新一轮贬值的开始？后续汇率走势如何？

基本面对人民币仍有支撑

首先，我们想强调的是，从基本面看，无论从经常项目、还是从中美利差等因素看，2019年以来，基本面对人民币是有支撑的。这也是央行5日在第一时间强调“人民币汇率完全能够在合理均衡水平上保持基本稳定”的原因。

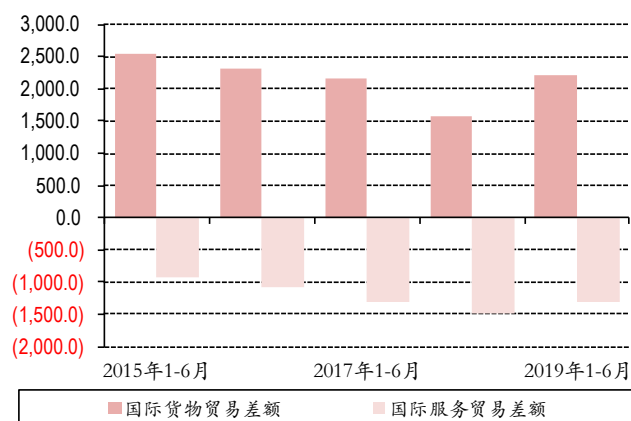
经常项目改善

与2018年经常项目顺差收窄，导致人民币在基本面方面存有压力不同，2019年，尽管贸易进入下行周期，但中国的经常项目顺差明显扩大，是人民币汇率最为有力的支撑。2019年1-6月，中国国际收支口径的国际货物与服务贸易差额为顺差920.44亿美元，高于2017年同期的838.59亿美元和2018年同期的79.35亿美元，其中货物贸易顺差2,217.32亿美元，高于2017年和2018年同期，服务贸易逆差1,296.88亿美元，低于2017年和2018年同期。

中美利差走扩

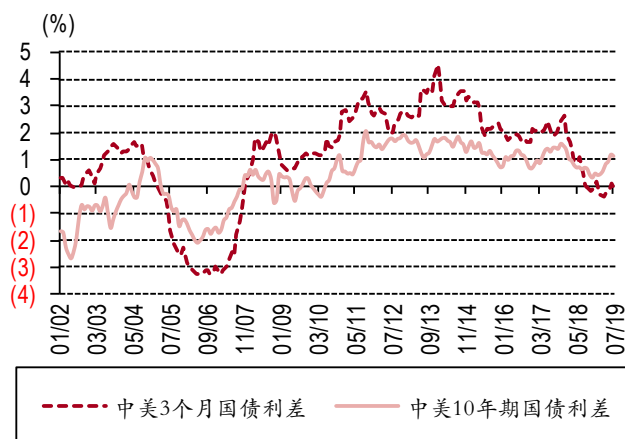
从中美利差看，随着美联储结束加息进程，转向降息。中美货币金融周期的分歧再度弥合，随之而来的是中美利差再度扩大。以月均值计算，中美10年期国债利差从最低点的30个BP左右再度走扩，2019年7月扩大至110BP；中美3个月国债利差也从倒挂近40BP扩大至7月的再度持平。这也给人民币带来了支撑。

图表 1. 2019 年中国经常项目明显改善



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 中美利差再度走扩



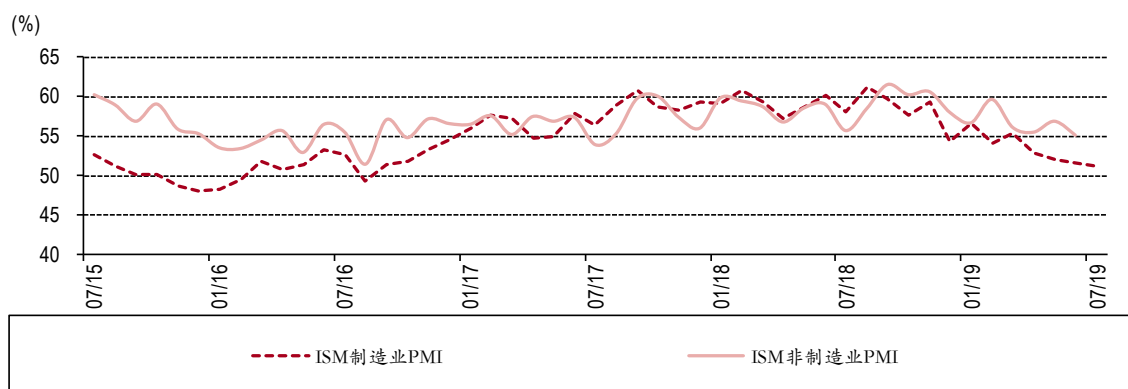
资料来源：万得，中银国际证券

美元弱势不变

而从美元的角度看，尽管美联储主席鲍威尔在7月新闻发布会上强调美国经济依然表现良好，降息力度不及预期，使得美元近期再度走强。但美国经济整体趋势较2018年转弱是不争的事实。美国制造业PMI持续回落，7月已降至51.2，为2016年9月以来新低。我们认为，随着全球经济弱势不变和贸易冲突结果未定，美国经济下半年走弱仍是大概率事件。因此，美联储7月的降息仍可视作降息周期的开始，从中长期看，美元转弱仍是大概率事件。

不过，鉴于美国经济在发达经济体中依然相对偏强，在美国经济趋势和美联储降息进程明确前，短期内美元仍处宽幅震荡，不确定性依然存在。

图表 3. 美国制造业 PMI 持续下行



资料来源：万得，中银国际证券

“破”7 更多是情绪释放而非基本面影响

我们认为，鉴于基本面因素依然对人民币构成支撑。那么，人民币此次破 7，更多是针对此前美国威胁再度对中国剩余 3,000 亿美元商品加征 10% 的关税、中美贸易冲突可能再度升级这一事件的一次市场情绪释放。

需要强调的是，尽管此次破 7 的背后是对中美贸易冲突升级的担忧，但我们并不认同贬值是为了对冲关税影响的判断。原因在于，我们此前的实证研究表明，随着中国出口规模在全球占比逐步提升以及中国出口结构的升级，汇率的波动（或者说价格的波动）对中国出口的影响相对较小，中国的出口更多取决于进口国的国内需求。就具体行业而言，在我们考察的 18 个行业中，受此次贸易冲突影响相对较大的行业为电气机械及器材制造业和化学原料及化学制品制造业，两个行业的汇率弹性较大（价格变动对出口影响较大），叠加出口比例相对较大，因此在贸易冲突中处于不利地位。而劳动密集型行业，尤其是纺织服装行业是较早出现产业转移的行业，出口增速下滑及劳动力转移出现在此次贸易摩擦之前，因此受贸易冲突的冲击并没有预想的那么大，只是贸易冲突在一定程度上加剧了其产业的转移和升级。

从中国各行业的垂直专业化程度（对国际贸易的依赖程度）看，我们也得出了类似的结论。从垂直专业化和加工贸易比例来看，在我们考察的二十余个行业中，仅仪器仪表和通信设备，计算机和其他电子设备，通用设备以及专用设备等行业由于对外依存度相对较高，尚未处于全球价值链顶端，在贸易冲突中处于相对不利地位。

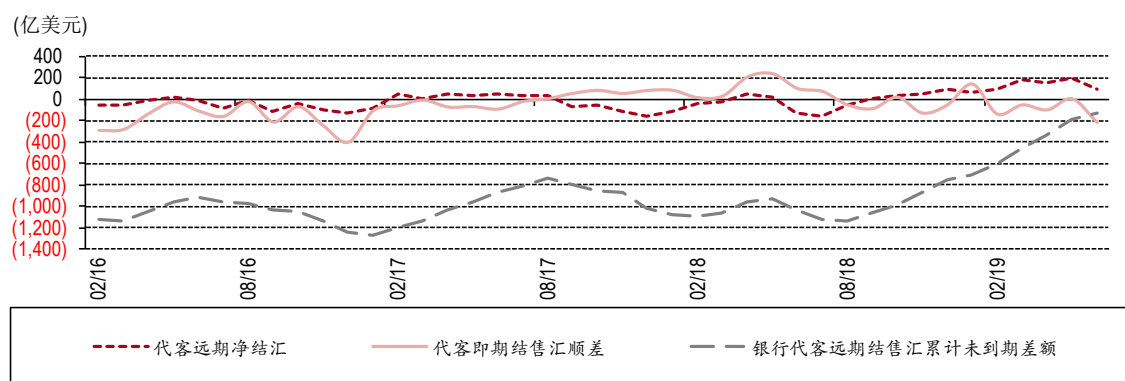
从市场情绪释放的角度，此次破 7 在某种程度上可以视为一种压力测试。此前，由于人民币兑美元多次守住“7”这一整数关口，一方面增强了汇率政策公信力，另一方面，对市场预期造成了一定影响并带来道德风险、隐性汇率担保等问题。此次破 7，在一定程度上有助于缓解上述问题。正如央行所指出的，“这个‘7’不是年龄，过去就回不来了，也不是堤坝，一旦被冲破大水就会一泻千里；‘7’更像水库的水位，丰水期的时候高一些，到了枯水期的时候又会降下来，有涨有落，都是正常的”。

后续人民币双向波动不变

从人民币的后续走势看，我们认为，短期内最大的不确定性来源仍是中美贸易谈判对市场信心的影响。如中美贸易冲突继续升级，不排除人民币在市场情绪带动下继续走低的可能性。但一方面，我们此前已经指出尽管中美贸易谈判短期不确定性仍存，但年内仍有望达成部分协议。另一方面，如前文所述，基本面因素总体上对人民币构成支撑。因此，除非中国经济下行压力进一步扩大，或美国经济表现强于预期等意外因素，否则人民币大概率仍处于双向波动。而“破 7”反而有助于人民币汇率弹性的进一步增强。

从目前的银行结售汇数据看，银行代客即期结售汇虽为逆差，但幅度并不大，6月银行代客即期结售汇逆差为224.35亿美元；而远期净结汇2019年以来持续处于顺差状态，6月为顺差97.26亿美元。总体看，资本外流压力并不明显。相应的，中国央行的货币政策也不太可能因汇率的变动发生变化，而仍会坚持稳健态度，以国内货币金融环境的稳定作为首要目标。

图表 4. 银行结售汇差额显示资本外流压力并不明显



资料来源：万得，中银国际证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_10961

