

近期人民币贬值的原因、展望与影响

——宏观经济周度观察第 89 期

宏观定期

潘向东 (首席经济学家)

刘娟秀 (分析师)

陈韵阳 (联系人)

证书编号: S0280517100001

liujuanxiu@xsdzq.cn

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

证书编号: S0280118040020

● 近期人民币贬值的原因

市场力量是近期人民币快速贬值的主因。用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响,可以发现 2019 年 4 月下旬开始的人民币贬值主要受市场力量驱动,在贸易摩擦加剧的期间,这一力量显著增强。

美元指数维持强劲是人民币贬值的次要原因。海外“美强欧弱”,美联储货币政策没有市场预期的那么宽松,美元指数维持强劲,但这只是人民币贬值的次要原因,3月下旬-4月中旬,美元指数从 96 上涨到 98 左右,人民币汇率维持横盘,而 4 月下旬至今美元指数在高位震荡,人民币加速贬值。

● 风险情景之外,人民币汇率失去弹性的概率不大

风险情景下,人民币可能进一步贬值。我们将贸易摩擦继续升级定义为风险情景,以 1 年期 NDF 对即期汇率的偏离度来衡量人民币贬值预期,人民币贬值预期上升至 1.07%,为年内最高水平,若贸易摩擦进一步升级,人民币贬值预期可能继续强化,贬值压力增加。

风险情景之外,人民币汇率失去弹性的概率不大。若贸易摩擦不再进一步升级,则人民币汇率进入中欧美经济博弈情景,人民币不太会失去弹性。

● 人民币贬值对货币政策的影响

人民币贬值压力再度上升,理论上会制约货币政策宽松空间。从实际情况来看,货币政策存在多重约束,不仅仅是汇率,经济复苏根基不牢、贸易摩擦、就业压力、资本市场等因素制约政策收紧的空间,经济失速下行风险不大、猪通胀、防风险(宏观杠杆率抬头;资产泡沫)、汇率等因素制约政策放松的空间。到底谁起主导作用,我们分情景讨论。

风险情境下,货币政策可能再度转向宽松。贸易摩擦对经济的影响是一个动态的过程,短期影响不宜高估,长期影响不宜低估。若贸易摩擦升级,稳增长重要性高于汇率贬值,决策当局可能通过短期政策调整与长期改革开放相结合,以保障经济的平稳发展,这需要较为宽松的货币政策支持。同时,为了应对汇率贬值,可能通过资本管制等途径进行调控。

风险情景之外,政策保持定力,根据形势进行预期微调,边际上可能向收紧的方向调整。风险情景之外,人民币汇率失去弹性的概率不大,不是货币政策主要考虑因素。根据一季度货币政策执行报告,未来一段时间货币政策主要考虑稳增长、防风险与通胀,尤其是猪肉价格在下半年可能加速上涨,若与油价上涨形成共振,通胀可能显著上行,从而推动货币政策收紧。

● 风险提示: 货币政策转向; 中美贸易摩擦进一步升级

相关报告

宏观报告: 经济复苏预期升温, 谨防预期差——宏观经济周度观察第 85 期

2019-4-14

宏观报告: 债市大跌, 未来关注通胀与地产销量——宏观经济周度观察第 84 期

2019-4-7

宏观报告: 4 月资金面怎么看——宏观经济周度观察第 83 期

2019-3-31

宏观报告: 对年初以来房地产数据的理解——宏观经济周度观察第 82 期

2019-3-24

宏观报告: 未来基本面关注什么——宏观经济周度观察第 81 期

2019-3-17

宏观报告: 两会前瞻: 期待改革破局——宏观经济周度观察第 79 期

2019-3-3

宏观报告: 全球宏观税负比较——宏观经济周度观察第 78 期

2019-2-24

宏观报告: 1 月经济金融数据暂不能说明经济企稳——宏观经济周度观察第 77 期

2019-2-17

宏观报告: 逆周期政策成为焦点——宏观经济周度观察第 76 期

2019-1-27

宏观报告: 本轮制造业投资增速回升的前因后果与未来趋势展望——宏观经济周度观察第 75 期

2019-1-20

宏观报告: 汽车、家电消费政策出台后, 消费增速就能反转了吗——宏观经济周度观察第 74 期

2019-1-13

宏观报告: 承压的就业与未来应对——宏观经济周度观察第 73 期

2019-1-6

目 录

1、 近期人民币贬值的原因、展望与影响.....	3
1.1、 近期人民币贬值的原因	3
1.2、 风险情景之外，人民币汇率失去弹性的概率不大.....	5
1.3、 人民币贬值对货币政策的影响	5
2、 一周高频数据观察.....	6
2.1、 工业生产加速	6
2.2、 钢材社会库存去化速度加快	7
2.3、 蔬菜价格下跌，猪肉价格上涨	7
2.4、 房地产销售面积增速回升	8
2.5、 货币市场利率先升后降	9
2.6、 美元指数上涨，人民币贬值	10
3、 本周主要关注点（2019.5.20-2019.5.26）	10

图表目录

图 1: 4月下旬以来，人民币加速贬值.....	3
图 2: 市场力量是近期人民币快速贬值的主因.....	4
图 3: 1月中旬人民币因为贸易谈判乐观预期而升值，也是受市场力量推动.....	4
图 4: 美元指数维持高位.....	4
图 5: 中国经济数据会有反复.....	5
图 6: 货币政策存在多重约束.....	6
图 7: 高炉开工率回升（%）.....	6
图 8: 发电耗煤量环比增速上升（%）.....	7
图 9: 钢材社会库存去化速度加快（万吨）.....	7
图 10: 蔬菜价格下跌（元/公斤）.....	8
图 11: 猪肉价格上涨（元/公斤）.....	8
图 12: 房地产销售面积增速回升（%）.....	9
图 13: 货币市场利率先升后降（%）.....	9
图 14: 美元指数上涨.....	10
图 15: 人民币贬值.....	10
表 1: 央行公开市场操作（2019.5.13-5.17）.....	9

1、近期人民币贬值的原因、展望与影响

2019年3-4月大部分时间人民币汇率处于横盘状态，2019年4月下旬以来，人民币开始贬值，并于近期加速贬值，人民币对美元即期汇率在4月17日-5月17日期间贬值3.3%，对消息面敏感的离岸人民币再度接近“7”这一点位。

1.1、近期人民币贬值的原因

市场力量是近期人民币快速贬值的主因。长期情况下，即期人民币汇率变化=（即期交易日收盘价-即期交易日中间价）+（人民币中间价变动）。我们用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响，可以发现2019年4月下旬开始的人民币贬值主要受市场力量驱动，在贸易摩擦加剧的期间，这一力量显著增强。回顾1月中旬人民币因为贸易谈判乐观预期而升值，也是受市场力量推动。

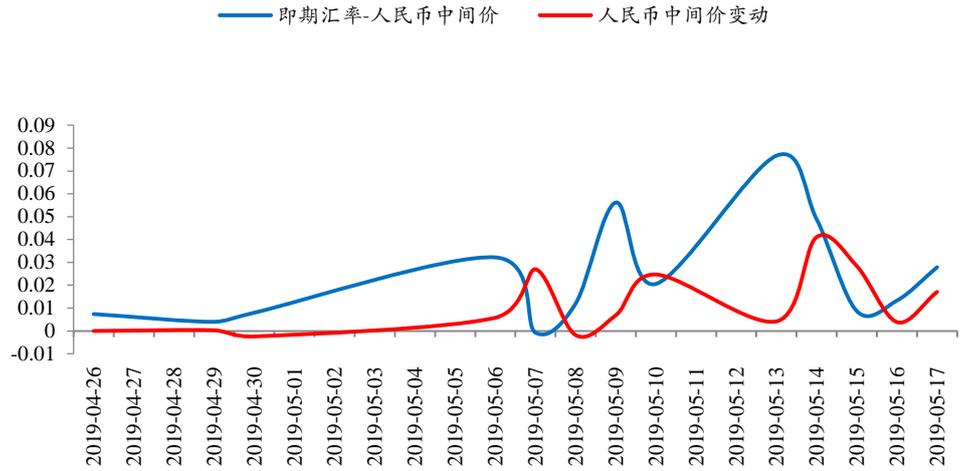
美元指数维持强劲是人民币贬值的次要原因。海外“美强欧弱”，美联储货币政策没有市场预期的那么宽松，美元指数维持强劲，但这只是人民币贬值的次要原因，3月下旬-4月中旬，美元指数从96上涨到98左右，人民币汇率维持横盘，而4月下旬至今美元指数在高位震荡，人民币加速贬值。

图1：4月下旬以来，人民币加速贬值



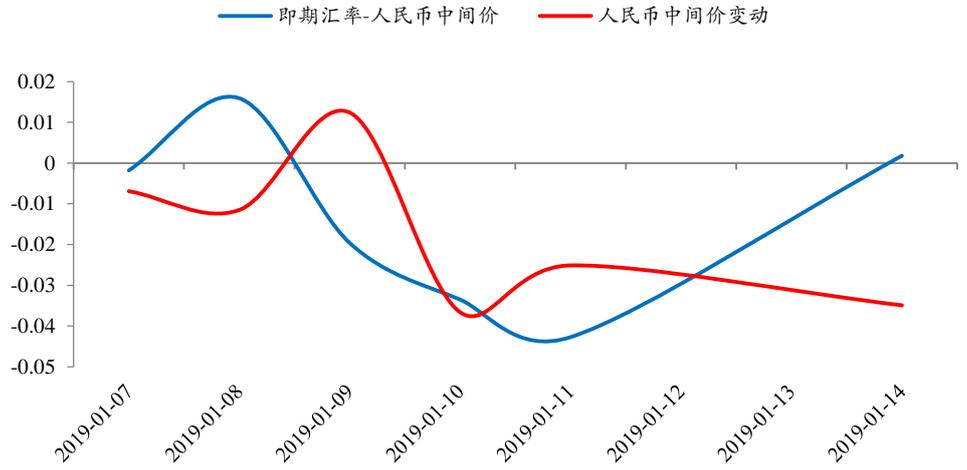
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 市场力量是近期人民币快速贬值的主因



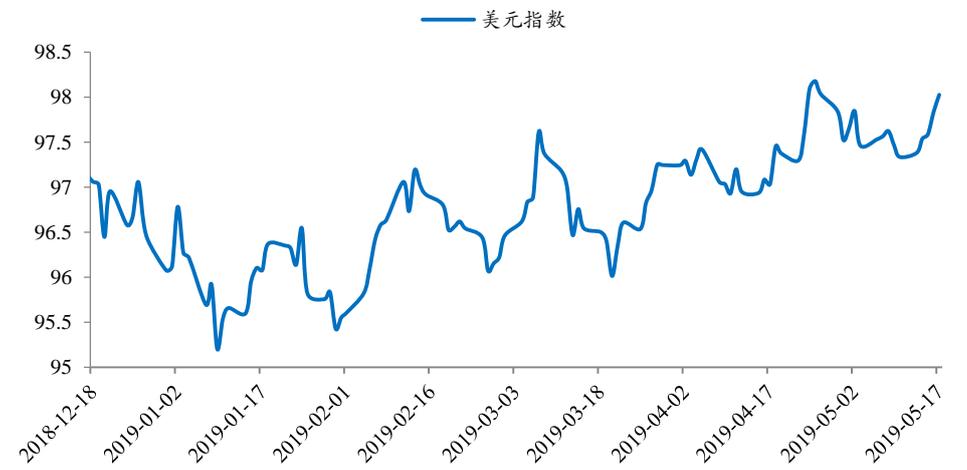
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 1月中旬人民币因为贸易谈判乐观预期而升值，也是受市场力量推动



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 美元指数维持高位



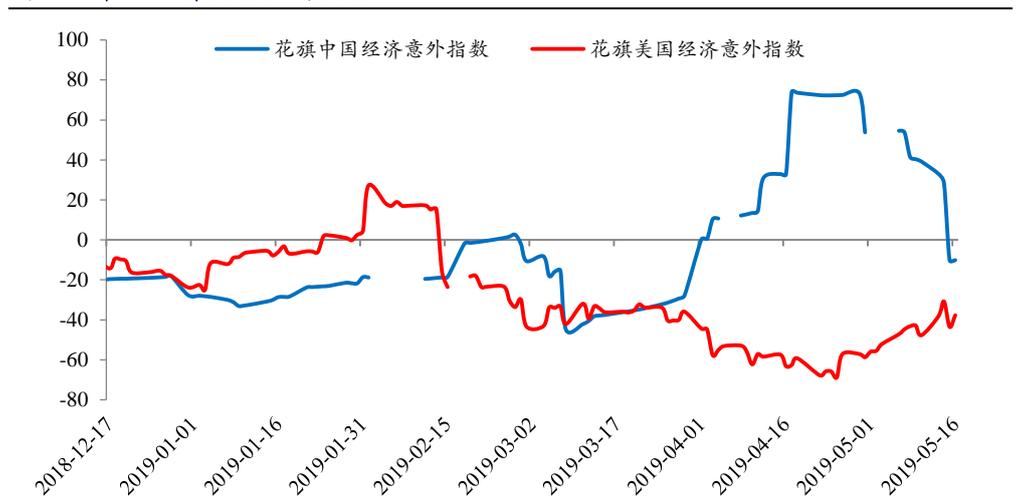
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、风险情景之外，人民币汇率失去弹性的概率不大

风险情景下，人民币可能进一步贬值。我们将贸易摩擦继续升级定义为风险情景，以1年期NDF对即期汇率的偏离度来衡量人民币贬值预期，人民币贬值预期上升至1.07%，为年内最高水平，若贸易摩擦进一步升级，人民币贬值预期可能继续强化，贬值压力增加。

风险情景之外，人民币汇率失去弹性的概率不大。若贸易摩擦不再进一步升级，则人民币汇率进入中欧美经济博弈情景，人民币不太会失去弹性。**其一**，从基本面上来看，中国经济数据回归常态后，数据会有反复，经济既不会很快强复苏（即使复苏应该也是弱复苏），也不会快速回落，央行在一季度货币政策执行报告中指出“当前经济实际增速与潜在增速相近，产出缺口接近为零，实体经济供需基本平衡”，而美国一季度经济超预期，后续可能向潜在经济增速收敛。**其二**，中国货币政策微调，一季度货币政策执行报告指向未来货币政策根据经济增长和价格形势变化及时预调微调，短期中国经济失速下行风险小，而猪肉价格带动通胀上行确定性较高，因此，未来一段时间中国货币政策进一步放松空间不大。**其三**，人民币贬值的确可以对冲关税对出口负面影响，但汇率贬值可能影响金融市场稳定，在资本市场重要性史无前例的背景下，政策主动进行贬值的可能性不大。**其四**，中国存在资本管制且汇率调控工具箱充足。

图5：中国经济数据会有反复



资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、人民币贬值对货币政策的影响

人民币贬值压力再度上升，理论上会制约货币政策宽松空间。从实际情况来看，货币政策存在多重约束，不仅仅是汇率，经济复苏根基不牢、贸易摩擦、就业压力、资本市场等因素制约政策收紧的空间，经济失速下行风险不大、猪通胀、防风险（宏观杠杆率抬头；资产泡沫）、汇率等因素制约政策放松的空间。到底谁起主导作用，我们分情景讨论。

风险情境下，货币政策可能再度转向宽松。贸易摩擦对经济的影响是一个动态的过程，短期影响不宜高估，长期影响不宜低估。若贸易摩擦升级，稳增长重要性高于汇率贬值，决策当局可能通过短期政策调整与长期改革开放相结合，以保障经济的平稳发展，这需要较为宽松的货币政策支持。同时，为了应对汇率贬值，可能

通过资本管制等途径进行调控。

风险情景之外，政策保持定力，根据形势进行预期微调，边际上可能向收紧的方向调整。风险情景之外，人民币汇率失去弹性的概率不大，不是货币政策主要考虑因素。根据一季度货币政策执行报告，未来一段时间货币政策主要考虑稳增长、防风险与通胀，尤其是猪肉价格在下半年可能加速上涨，若与油价上涨形成共振，通胀可能显著上行，从而推动货币政策收紧。

图6： 货币政策存在多重约束



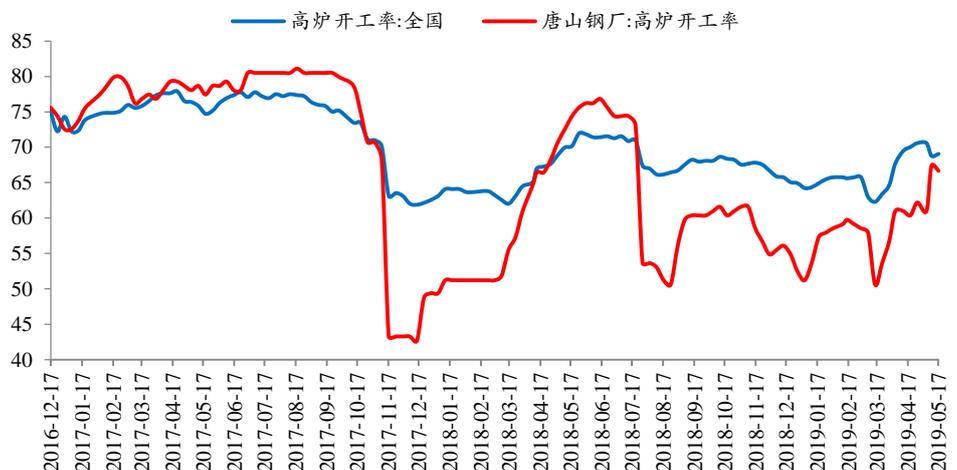
资料来源：新时代证券研究所

2、一周高频数据观察

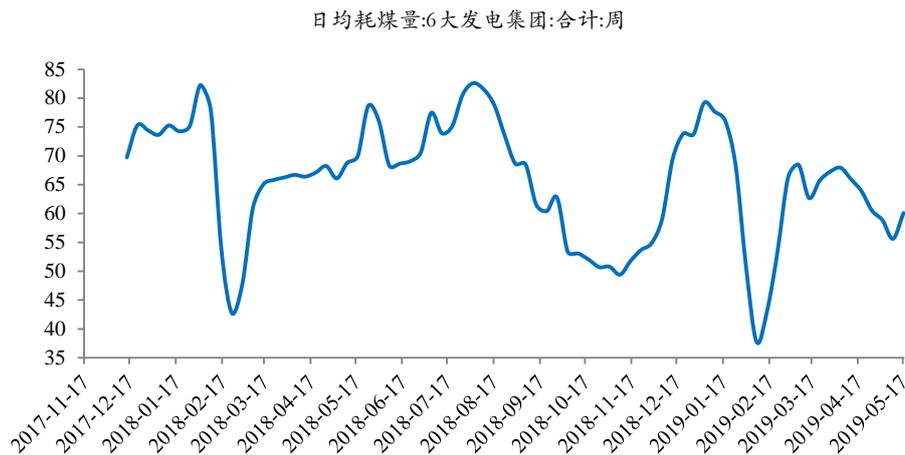
2.1、工业生产加速

上周（2019年5月11日-2019年5月17日，下同），高炉开工率上升0.4%至69.06%；近期部分地区气温下降，用电需求上升，6大发电集团日均耗煤量结束连续5周的负增长，环比增长8%至60.08万吨。焦化企业开工率上升0.62%至79.07%。

图7： 高炉开工率回升（%）



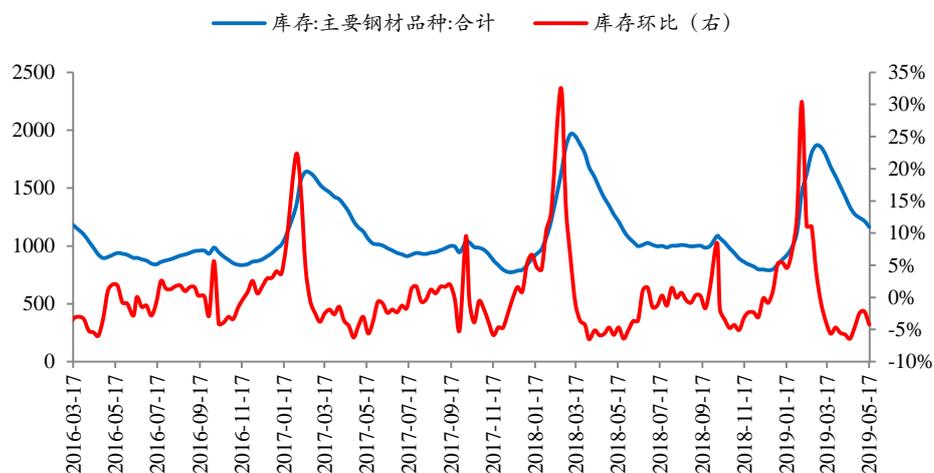
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8：发电耗煤量环比增速上升（%）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.2、钢材社会库存去化速度加快

上周，需求释放速度加快，在生产速度加快的情况下，钢材社会库存环比下降4.2%，降幅较前值（-2.2%）扩大。螺纹钢期货价收涨1.4%。多国联军空袭也门萨那事件导致原油价格上涨，布油价格一周收涨1.8%，WTI原油价格收涨2.2%。

图9：钢材社会库存去化速度加快（万吨）

资料来源：Wind，新时代证券研究所

2.3、蔬菜价格下跌，猪肉价格上涨

上周，28种重点监测蔬菜价格一周下跌1.76%，低于前值（1.58%）。当前冻肉库存还未清理完毕，叠加猪肉消费需求没有明显回升，猪肉价格震荡，全国猪肉平均批发价猪肉价格小幅上涨0.57%。

图10: 蔬菜价格下跌 (元/公斤)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图11: 猪肉价格上涨 (元/公斤)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.4、 房地产销售面积增速回升

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_12455



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn