

人民币汇率向何处去？

报告摘要

中美贸易再掀波澜，在美元指数走弱的情况下，5月6日-10日离岸人民币汇率贬值超千点。中美贸易战下的人民币汇率将向何处去？我们认为，中美贸易冲突迭起势必带来人民币贬值压力，但人民币汇率大幅升值和大幅贬值的空间都没有。

➤ **看形势：中美贸易争端势必带来人民币贬值压力。**当前情境，与去年6月下旬美方决定加征关税后，人民币汇率的一波急贬有相似之处，但市场供求的主导性更强。近日期权市场反映的人民币贬值预期快速蹿升，体现的正是中美关系反复导致市场对人民币汇率的看法转变。

➤ **看美元：人民币与美元是一枚硬币的两面，美元震荡偏强但缺乏持续大幅上行的动能，因此人民币汇率有阶段性的、较有限的贬值压力。**根据IMF的测算，对中美之间所有贸易征收25%的关税，将使美国的GDP下降0.3%-0.6%，使中国的GDP下降0.5%-1.5%。近期，美国经济超预期程度已持续弱于欧洲，在中美贸易战中所面临的“双输”冲击，将会进一步限制美元指数上行的空间。

➤ **看经济：外部冲击下需要人民币汇率更有弹性，机械承诺维护人民币汇率稳定不太可取。**中美贸易战最直接的冲击就体现在出口上。去年11月以来，全球出口增速大幅下挫，全球贸易向2015-2016年的形势演化。事实上，国际金融危机以来，出口凋敝已经构成中国经济减速的一条主线。回顾历史，至少有两个启示：1) 出口减速是倒逼中国加速改革调整的有力因素；2) 出口减速要求人民币汇率更有弹性。

➤ **看谈判：美国率先加征关税，中国不加干预，让人民币按市场供求方向贬值，是短期博弈的一个层面。**中长期来看，中美谈判只要继续，大幅升值和大幅贬值的空间都没有。大幅升值，不符合当前人民币汇率并未明显低估的基本面；大幅贬值，不符合美方诉求；从中美谈判此前信息来看，中美汇率协议的大框架或与《美国-墨西哥-加拿大协定》的汇率部分相似，更加注重汇率规则的“公平”，而不以促成美元大幅贬值为目。何况，人民币也不是美元指数的构成货币！

➤ **如果中美贸易谈判走向缓和，人民币汇率仍将受到支撑。**金融对外开放带来的外资流入，以及中美利差短期回到安全区间，是其中两个比较突出的因素。

研究部

钟正生
zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐
lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



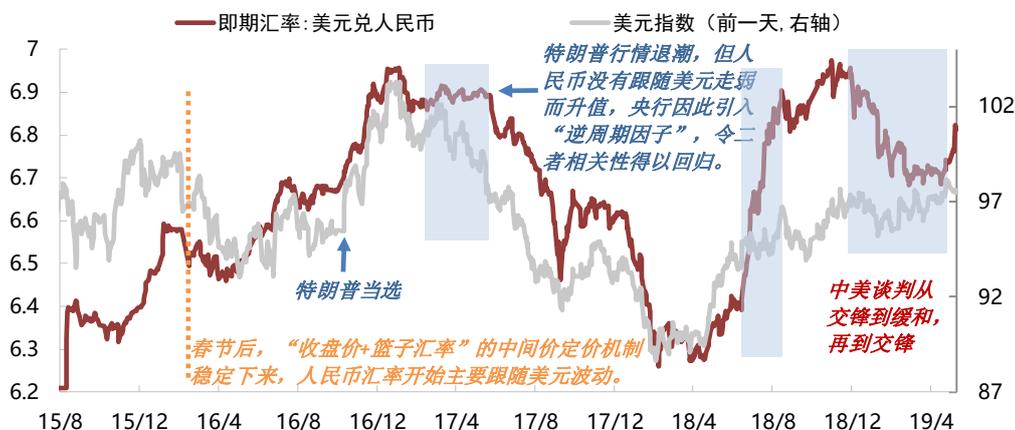
5月9日至10日，在第十一轮中美经贸高级别磋商期间，美方对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%升至25%，并计划对额外3000亿美元中国商品加征25%关税。中美贸易再掀波澜，离岸人民币汇率一周之内贬值超千点，收于6.845，而且是在美元指数走弱的情况下大幅贬值。中美贸易战下，人民币汇率将向何处去？

我们认为，中美贸易冲突迭起势必带来人民币贬值压力，但人民币汇率大幅升值和大幅贬值的空间都没有。而若中美贸易谈判走向缓和，人民币汇率仍将受到更多支撑：金融对外开放带来外资流入，以及中美利差短期回到安全区间，是其中比较突出的两个因素。

看形势：中美贸易战势必带来人民币贬值压力

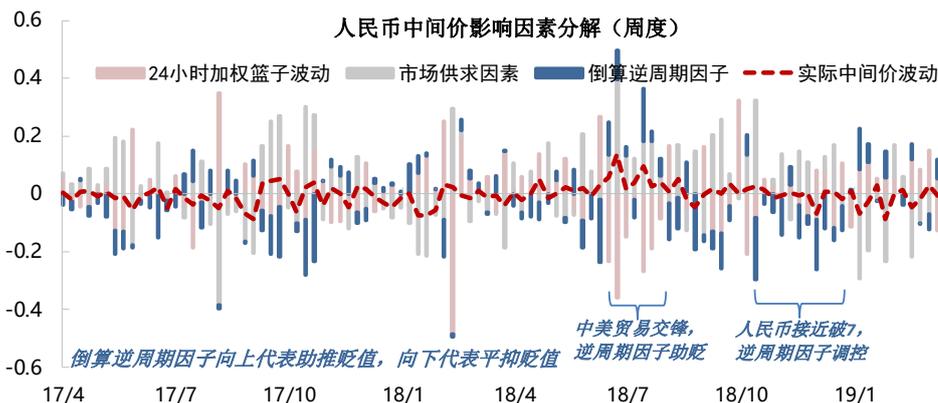
年初以来，人民币汇率升值主要是市场供求推动的结果，其核心原因是中美谈判取得积极进展提振了市场情绪，而与政策干预关联不大。而人民币汇率近期快速贬值，也与中美贸易谈判的反复相吻合（图表1）。当前情境，与去年6月下旬美方决定加征关税后，人民币汇率的一波急贬有相似之处，但市场供求的主导性更强。当时，人民币中间价的拆解中可以看到政策助推贬值的影子；而上周人民币中间价的变化也呈现出这一迹象，但市场供求是主导因素，逆周期因子是否助推贬值还有待观察（图表2）。上周期权市场反映的人民币贬值预期快速蹿升，也体现中美关系反复导致市场对人民币汇率的看法转变（图表3）。

图表 1：中美贸易谈判进程影响人民币汇率与美元指数之间的相关度



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 2：上周人民币中间价贬值由市场供求主导，逆周期因子有助贬值迹象



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 3：近期人民币贬值预期大幅攀升

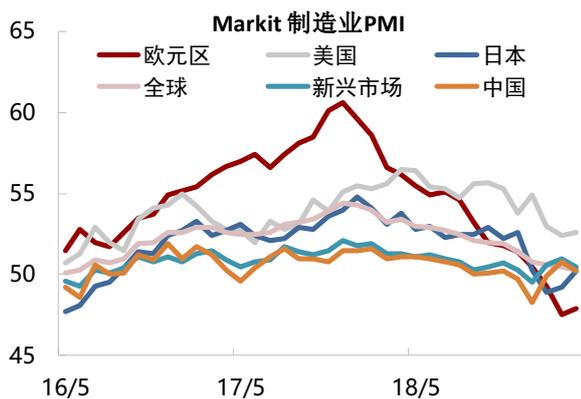


来源：Wind，莫尼塔研究

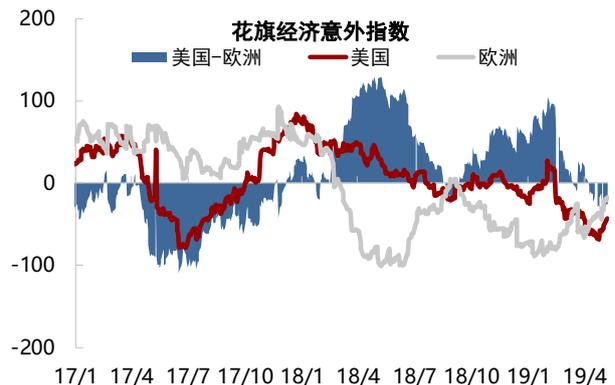
看美元：人民币与美元是一枚硬币的两面，美元震荡偏强但缺乏持续大幅上行的动能，因此人民币汇率有阶段性的、较有限的贬值压力

当前，美国经济“一枝独秀”的现状尚未根本改变。近期受困于“火车头”德国经济的波折，欧洲经济复苏之路依然蹒跚反复，只有美国经济依然保持相对强势的状态（图表4）。不过，今年一季度美国经济表现强势，在很大程度上也得益于中美贸易谈判的转圜、得益于全球风险偏好的回升；而一旦中美贸易关系走向恶化，这一切可能都会打个折扣。根据IMF的测算，对中美之间所有贸易征收25%的关税，将使美国的GDP下降0.3%-0.6%，使中国的GDP下降0.5%-1.5%。近期，美国经济超预期的程度已持续弱于欧洲，其在中美贸易战中面临的“双输”冲击，将会进一步限制美元指数上行的空间（图表5）。

图表 4：美国经济景气仍属一枝独秀



图表 5：近期美国经济相对强势程度已有减弱



来源：Wind，莫尼塔研究

看经济：外部冲击下需要人民币汇率更有弹性，机械承诺维护人民币汇率稳定不太可取

中美贸易战最直接的冲击就体现在出口上。2018年11月以来，全球出口增速大幅下挫，全球贸易向2015-2016年的形势演化（图表6）。2018年对美国对中国500亿美元进口商品加征25%关税，导致这部分商品出口增速从20%下挫至-10%左右；美方此番对中国商品全面征收25%的关税，将对中出口产生重大冲击。

事实上，国际金融危机以来，出口凋敝已经构成中国经济减速的一条主线。2012年，中国出口增速从20%下挫至8%，当年中国GDP增速目标不再“保8”（从9.5%下降到7.9%），而是把新增就业作为政府工作报告的首要目标。国内政策也只进行了有限的宽松，继续践行房地产调控，当年4月12日人民币汇改也进行了一次比较实质性的改革，将人民币汇率的浮动区间从0.5%扩展到1%；2015年，中国出口增速从6%下挫至-3%，当年8月11日的汇改引入了人民币中间价的市场定价，国内政策在宽松基础上又提出了“供给侧结构性改革”的思路（图表7）。

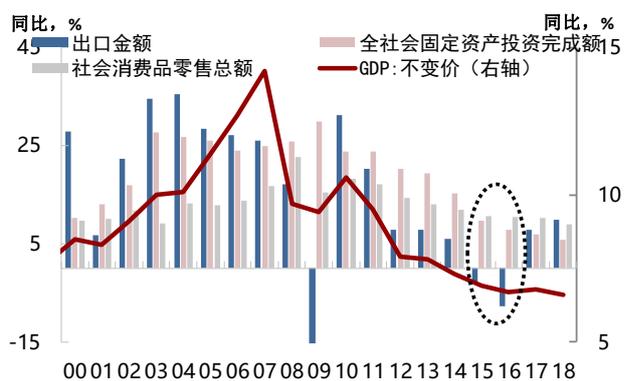
回顾过去，至少有两个启示：1) 出口减速是倒逼中国加速改革调整的因素；2) 出口减速要求人民币汇率更有弹性。

当前中美贸易谈判正酣，美国率先加征关税，而中国不加干预，让人民币按市场供求方向贬值，是短期博弈的一个层面。但中美贸易谈判只要继续，人民币汇率大幅升值和大幅贬值的空间都没有：大幅升值，不符合当前人民币汇率并未明显低估的基本面，也会显著削弱中国的出口竞争力，并可能加剧不利的资本流动压力；大幅贬值，不符合秉持重商主义理念、施压中国迅速削减对美贸易顺差的美方诉求。目前来看，中美汇率协议的大框架或与《美国-墨西哥-加拿大协定》的汇率部分相似：更加注重汇率（调整）规则的“公平”，而不以促成美元大幅贬值为目的。何况，人民币也不是美元指数的构成货币！

图表 6：全球出口已陷凋敝



图表 7：出口是国际金融危机后中国经济减速的主线之一



来源：Wind，莫尼塔研究

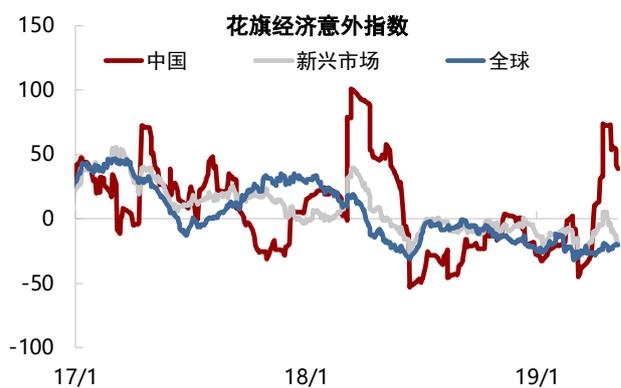
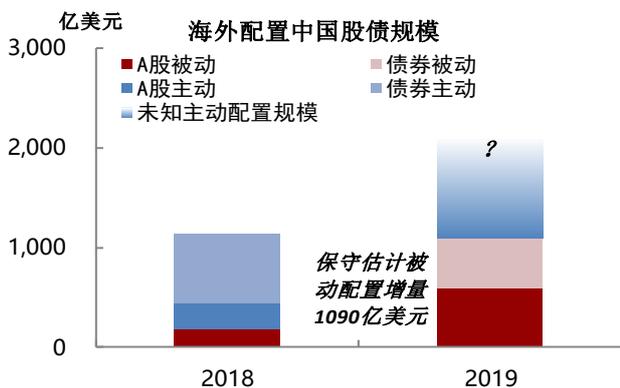
如果中美贸易谈判走向缓和，那么人民币汇率仍将受到支撑。

第一个支撑是，金融对外开放带来外资流入。2019年，受益于MSCI提高A股纳入因子、富时罗素GEIS指数集合纳入A股、彭博巴克莱指数纳入中国债券，海外资金被动流入将大幅增加，规模保守估计在1000亿美元以上。对比2018年中国国际收支总差额为1087.7亿美元，该体量不容小觑（图表8）。而且，海外还可能继续主动增配中国。目前，全球资金对美国资产的配置处于历史最高水平（超高配），但新兴市场对全球经济增长的边际贡献已经超过60%，中国又是新兴市场的佼佼者，海外资金的重新配置有望带来可观的外资流入（图表9）。

第二个支撑是，中美利差短期回到安全区间。随着美联储暂停加息并于5月启动停止缩表计划，年初以来美债收益率震荡下行；倘若中美谈判走向缓和，以当前中国经济展现出的“韧性”，以及中国政府不“走老路”的决心，中国利率下行速度应不会太快。短期内，中美利差能够提供一定缓冲，但其走向取决于中美贸易战的形势演变（图表10）。

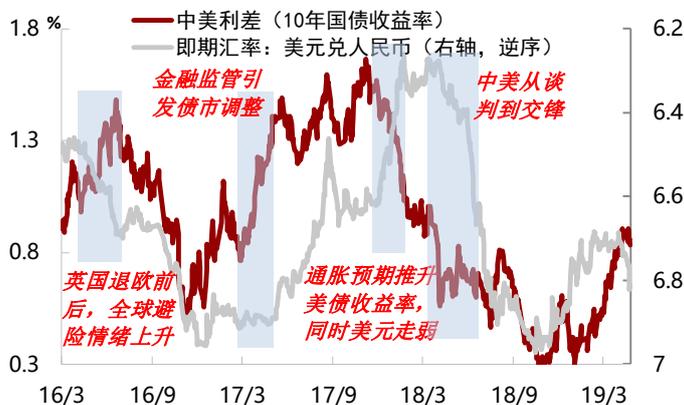
图表 8: 2019 年海外存在被动配置中国的需求

图表 9: 中国是新兴市场的领头羊



来源: Wind, 莫尼塔研究

图表 10: 中美利差短期回到安全区间



来源: Wind, 莫尼塔研究

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_12567



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn