

首席宏评（第65期）

人民币汇率的近期走势、成因分析与前景展望

■ 核心摘要

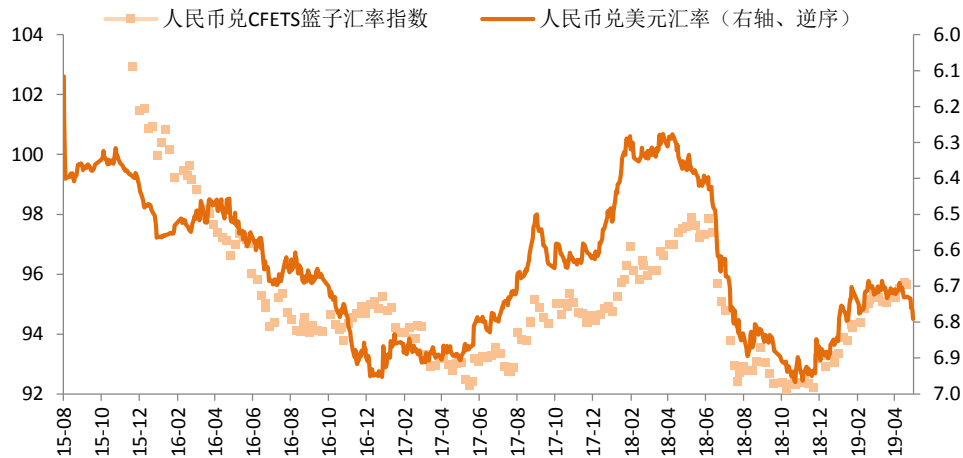
- 1) 2019 年年初以来至今的人民币兑美元汇率走势，可以用一波三折来形容。但总体来看，2019 年年初至今，人民币兑美元汇率与人民币兑篮子汇率均呈现出升值趋势。
- 2) 2019 年年初至今，在美元指数走强的背景下，人民币兑美元汇率总体上仍在升值。导致这一现象发生的原因主要有两个。第一，2019 年年初至今，随着中国经济增速的反弹，以及市场对于美国经济增长前景的信心转弱，中美双边长期利差重新扩大；第二，中国面临的跨境资本流动状况在 2019 年年初至今呈现明显改善态势。
- 3) 在 2019 年的后三个季度，美元指数仍将持续双边震荡格局，波动中枢可能在 96-97 上下；人民币兑美元汇率可能呈现先小幅贬值后趋于稳定的局面，大致的波动范围或在 6.6-7.0 左右。
- 4) 导致短期内人民币兑美元汇率面临贬值压力的主要原因，一是中美双边长期利差存在再度缩小的可能性；二是中美贸易摩擦再度加剧将会打压人民币兑美元汇率。即使短期内人民币兑美元将会承压，但我们依然认为，2019 年人民币兑美元汇率破 7 的概率依然很低。

■ 近期人民币汇率走势分析

2019 年年初以来至今的人民币兑美元汇率走势，可以用一波三折来形容。2019 年年初至 2019 年 2 月底，人民币兑美元汇率由 6.86 攀升至 6.69，升值了 2.5%。2019 年 2 月底至 2019 年 4 月中旬，人民币兑美元汇率呈现水平盘整态势（中枢水平约在 6.70 上下）。2019 年 4 月中旬至 2019 年 5 月上旬，人民币兑美元汇率从 6.70 贬值至 6.79，贬值了约 1.5%。然而与此同时值得注意的是，2019 年年初以来至今，人民币兑 CFETS 货币篮子指数呈现持续攀升态势，大致由 93.3 上升至 95.6，升值了大约 2.5%。

从 2016 年年初开始，人民币兑美元中间价的定价机制采用收盘价+篮子汇率的双因子定价模式。从该定价模式的实施效果来看，人民币兑美元双边汇率的运动与人民币兑 CFETS 篮子汇率指数的运动呈现出显著的正相关特征。换言之，当人民币兑美元汇率持续升值时，人民币兑 CFETS 篮子汇率指数也会呈现持续升值态势，反之亦然。一个典型的例子是，自 2018 年 10 月中旬至 2019 年 4 月中旬，无论人民币兑美元汇率还是人民币兑 CFETS 篮子指数均呈现出显著的持续升值态势。不过，2019 年 4 月中旬至今，人民币兑美元汇率转为下行，而人民币兑 CFETS 篮子指数继续上升，两者形成了一定程度的背离。

图表1 人民币兑美元汇率与人民币兑CFETS货币篮子汇率



资料来源：WIND, 平安证券研究所

总体来看，2019 年年初至今，人民币兑美元汇率与人民币兑篮子汇率均呈现出升值趋势。导致这一现象形成的重要原因之一，是 2019 年年初至今美元指数持续保持强势。这是因为，当美元对其他主要国际货币保持强势时，如果人民币兑美元汇率再稳中有升，这意味着人民币兑其他主要国际货币汇率将会面临更大幅度的升值。尽管从 2016 年年初以来，总体上人民币兑美元汇率与美元指数呈现出显著的负向运动关系（也即当美元指数贬值时，人民币兑美元汇率升值，反之亦然），但在 2019 年年初至今，美元指数与人民币兑美元汇率却呈现出同步上升态势。

图表2 人民币兑美元汇率和美元指数



资料来源：WIND, 平安证券研究所

■ 汇率走势的成因分析

在今年年初时，市场上大多数分析师都认为美元指数在 2019 年将会显著下行，主要原因就是美联储将会停止加息与缩表。然而我们并不这么认为。我们当时做出这一判断的主要理由包括：其一，美元走势大致与全球经济基本面反相关，当全球经济增速掉头下行时，美元指数通常不会走弱；其二，美元是一种重要的避险货币，当全球范围内不确定性高居不下时，美元走势通常也不会太弱。应该说，过去几个月美元指数不降反升，较好地验证了我们年初的观点。2019 年年初至今，欧元兑

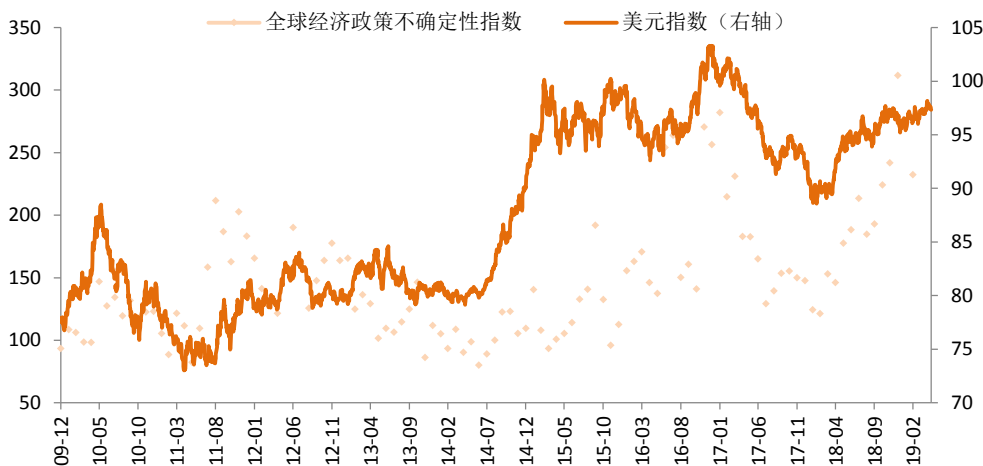
美元汇率呈现出波动中贬值的格局，主要原因则是欧元区经济增速下行的程度显著超过美国。由于欧元兑美元汇率的权重占到美元指数中货币权重的一半以上，欧元兑美元汇率的贬值自然就会导致美元指数的上行。2019 年年初至今，在发达国家国内政治不确定性（美国政府关门、英国脱欧、法国黄马甲运动持续发酵、德国总理即将换届）与地缘政治冲突（美伊冲突、俄乌冲突）等因素推动下，全球经济政策不确定性指数显著攀升，这显然推升了作为主要避险资产的美元汇率。

图表3 美元指数与欧洲兑美元汇率



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表4 美元指数与全球经济政策不确定性指数

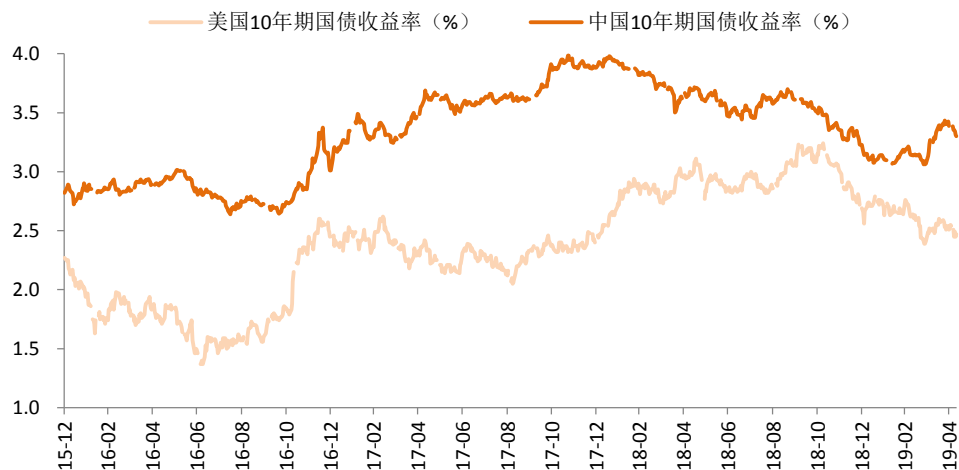


资料来源：WIND, 平安证券研究所

如前所述，在美元指数显著走强时，人民币兑美元汇率通常会贬值。然而，2019 年年初至今，在美元指数走强的背景下，人民币兑美元汇率总体上仍在升值。导致这一现象发生的原因主要有两个。第一，2019 年年初至今，随着中国经济增速的反弹，以及市场对于美国经济增长前景的信心转弱，中美双边长期利差重新扩大。2019 年年初以来，中国 10 年期国债收益率由 3.0% 一度上升至 3.5% 左右，而美国 10 年期国债收益率却由 2.8% 下降至 2.5% 左右，双边长期利差一度重新扩大至一个百分点上下。中美利差扩大自然会提振人民币兑美元汇率。第二，中国面临的跨境资本流动状况在 2019 年年初至今呈现明显改善态势。无论用银行代客结售汇差额还是用银行代客涉外收付款差额来刻画的短期资本流动状况，在 2019 年上半年

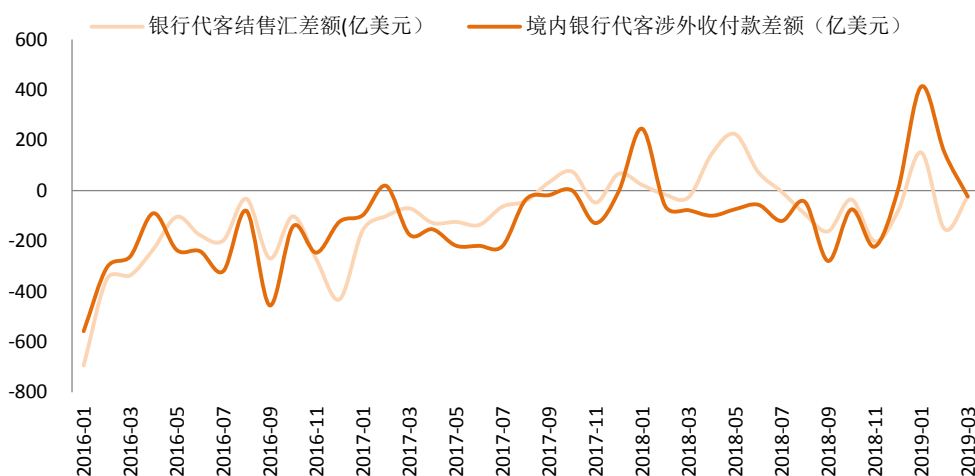
都要比 2018 年下半年显著改善。而导致资本流动改善的原因，既包括年初以来中美利差的再度扩大，也与今年上半年中国股市表现强于预期有关。

图表5 中美双边长期利差



资料来源：WIND, 平安证券研究所

图表6 中国面临的短期跨境资本流动



资料来源：WIND, 平安证券研究所

■ 汇率走势的前景展望

在 2019 年的后三个季度，美元指数仍将持续双边震荡格局，波动中枢可能在 96-97 上下。之所以做出这一判断，主要基于如下原因：第一，全球主要经济体经济增速在 2019 年均会呈现回落态势，而美国经济增长动能在这些经济体中相对还算比较好的。毕竟，2019 年美国经济增长很可能保持在 2% 以上，这依然高于美国潜在增速；第二，目前美国经济隔夜利率（联邦基金利率）与 10 年期国债收益率均在 2.5% 左右，但美国失业率处于低位、核心通胀率仍在 2% 附近、短期内经济增速依然高于潜在增速，这意味着短期内美国长期国债收益率存在反弹的可能性；第三，发达国家国内政治不确定性（美国越来越临近新的选举季）、地缘政治冲突的不确定性、中美贸易谈判的不确定性都会强化全球投资者的避险情绪，而避险情绪上升将会推升美元。

在 2019 年后三个季度，人民币兑美元汇率可能呈现先小幅贬值后趋于稳定的局面，大致的波动范围或在 6.6-7.0 左右。导致短期内人民币兑美元汇率面临贬值压力的主要原因，一是中美双边长期利差存在再度缩小的可能性。随着中国经济增速在 2019 年第二季度的可能回落，以及国内投资者避险情绪的增强，中国 10 年期国债收益率可能明显下降，再加上美国 10 年期国债收益率可能反弹，中美利差有望显著收缩，而这将会打压人民币兑美元汇率；二是中美贸易摩擦再度加剧将会打压人民币兑美元汇率。从逻辑上来看，贸易摩擦短期内对顺差国的不利冲击要大于对逆差国的不利冲击，这意味着人民币短期内受到的负面冲击要大于美元。

不过，即使短期内人民币兑美元将会承压，但我们依然认为，2019 年人民币兑美元汇率破 7 的概率依然很低。首先，总体来看，随着年初以来的宏观稳定政策逐渐发挥作用，2019 年下半年中国经济增速有望企稳，而美国经济增速将会继续下行，经济基本面的相对变化有助于人民币汇率企稳；其次，中美贸易摩擦加剧的情景下，中国经常账户恶化的程度，短期内其实可能不及中美贸易摩擦改善。个中原因在于，如果中美贸易摩擦达成协议，中国将会显著增加从美国的进口，这必然会导致中国的整体货币贸易顺差显著收缩。而在中美贸易摩擦加剧的情景下，虽然中国对美国出口可能有所下降，但中国从美国的货物进口则不会显著上升。此外，中国对美国的服务贸易逆差也可能有所收窄；再次，人民币汇率破 7 可能对市场主体的信心产生显著不利影响，这可能会引发国内资产市场出现更大幅度的波动。考虑到这一点，一旦人民币兑美元汇率面临较大的贬值压力，预计中国央行将会通过保持严格的资本流出管制、加大逆周期因子调控力度等方式来实现短期内汇率的基本稳定。

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_12592

