

人民币汇率走势前瞻性分析

合肥兴泰金融控股集团

金融研究所

徐蕾 程丹润

咨询电话: 0551-63753813

服务邮箱: xtresearch@xtkg.com

公司网站: <http://www.xtkg.com/>

联系地址: 安徽省合肥市政务区
祁门路 1688 号兴泰金融广场 2209

2019 年 10 月 18 日

更多精彩 敬请关注

兴泰季微博、微信公众号



内容摘要:

- ◆ 2019 年 8 月 5 日, 针对美国最新关税举措, 中国商务部暂停购买美国农产品, 时隔 10 年人民币兑美元汇率“破 7”, 时隔 25 年零 1 个月, 1994 年以来美国财政部第 6 次将中国贴上“汇率操纵国”的标签。
- ◆ 国庆假期结束后, 中美贸易摩擦暂时缓和后, 人民币汇率已经开启持续升值的模式, 离岸人民币兑美元汇率升值幅度较大, 自 10 月 9 日低点 7.1675 升至最高点 7.0510, 升值幅度超 1100 点, 最新 10 月 16 日 7.1011。
- ◆ 未来, 在中美全面竞合大背景下, 结合国内宏观经济基本判断, 本研究分别从不考虑中美贸易争端演进、考虑中美贸易争端演进两种情形, 以近期、中期、远期三个视角分析汇率走势, 期为决策提供参考。

人民币汇率走势前瞻性分析

2019年8月5日，针对美国最新关税举措，中国商务部暂停购买美国农产品，时隔10年人民币兑美元汇率“破7”，时隔25年零1个月，1994年以来美国财政部第6次将中国贴上“汇率操纵国”的标签。国庆假期结束后，中美贸易摩擦暂时缓和后，人民币汇率已经开启持续升值的模式，离岸人民币兑美元汇率升值幅度较大，自10月9日低点7.1675升至最高点7.0510，升值幅度超1100点，最新10月16日7.1011。未来，在中美全面竞合大背景下，结合国内宏观经济基本判断，本研究分别从不考虑中美贸易争端演进、考虑中美贸易争端演进两种情形，以近期、中期、远期三个视角分析汇率走势，期为决策提供参考。

一、汇率的决定因素

一是汇率政策，汇率改革是汇率水平的决定性因素，例如2015年811汇改带来的单边贬值，以及2017年5月引入逆周期调节因子带来的单边升值。

二是美元指数，美元指数进入上升周期，人民币汇率会走弱，反之亦然。

三是国内经济，国内经济走势是人民币汇率的基础，经济向好货币升值。

四是货币政策取向，汇率政策本身就是货币政策的一部分，货币政策主要通过通货膨胀率和利率水平影响汇率。通货膨胀率持续较低的国家货币价值有升高趋势，因为它的购买力相对于其它国家是增加；高利率提供给贷方高回报，会吸引外资并导致汇率上升。

五是经常帐户收支。经常帐户是两国和贸易货币之间贸易的平衡，反映两国之间商品、服务、利息和红利的所有支付。经常账户赤字意味着一国对外贸易的花费比赚的多，这等于是从国外资源借款形成赤字，本国货币有贬值压力，反之经常账户顺差则有升值压力。

二、不考虑中美贸易争端演进下的汇率走势判断

因素	内容	影响判断
汇率政策	暂无变化	
美元指数	美元较难持续强势，美国经济边际放缓迹象较为明显，货币政策有望保持相对宽松状态。	升
国内经济	9月国内PMI数据显示经济景气有所改善，制造业生产总体恢复经济下行压力有所缓解，预计四季度国内经济增长将呈现弱势企稳态势。	升
货币政策取向	货币政策转向宽松，经济政策逆周期调节力度加大，通货膨胀率持续较高，利率水平走低	贬
经常帐户收支	经常项目和非储备项目“双顺差”，但经常项目得益于不可持续的抢出口效应，而且顺差环比下降，非储备经常项目顺差大幅减少，不管是直接投资，还是股票投资，资金流入大幅减少，而资金外流明显，储备出现了减少，“错误与遗漏”项目居高不下。	贬

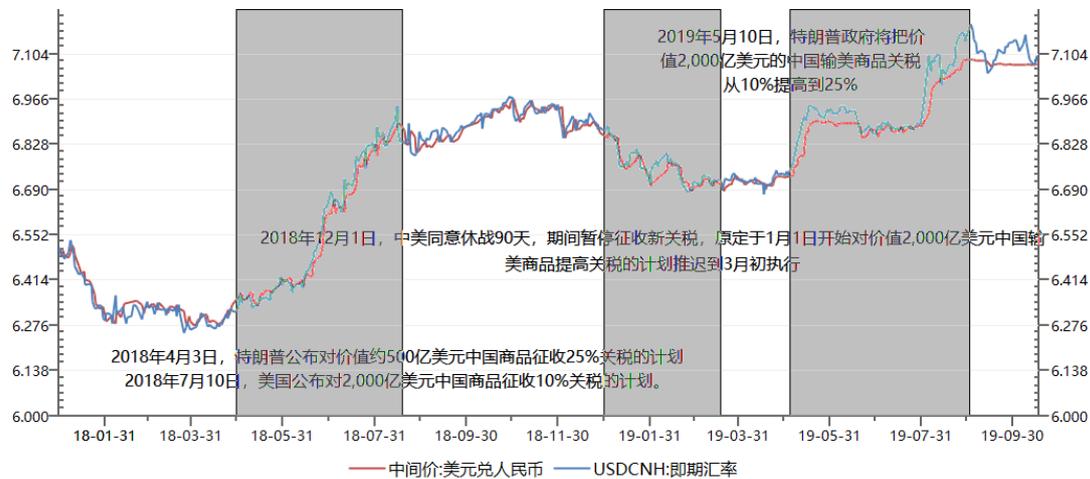
综上，四个因素两两方向相逆，基本真实反映了当前人民币汇率市场供需关系变化。在**不考虑贸易战演化情况下**，结合当前内外部风险演化及国内宏观经济运行及政策，以及监管层对外汇市场调控能力，**四季度人民币汇率并不存在大幅贬值或升值的基础，人民币汇率将继续坚持有管理的浮动，即围绕合理均衡的水平，对美元保持双向浮动，而对一篮子货币保持相对稳定，总体仍以维稳为主。适度贬值有利于改善 PPI 通缩，波动弹性增加，有利于国内经济转型和结构调整。**

三、考虑中美贸易争端演进下的汇率走势判断

当前，中美竞合关系大背景下的中美贸易争端，无疑是人民币汇率走势的决定性因素，以下作为核心因素，分段、中、长期具体分析。

1. 短期（未来5周内）要看中美贸易摩擦能否真的趋缓？

10月15日，美方表示双方达成实质性第一阶段协议，中国同意购买4、5百亿美元的美国农产品，美国10月15日暂时不加征5%的2500亿中国出口商品的关税，但是12月的关税加征仍然没有推迟。外交部发言人回应美方说的是实际情况，这也是10月份以来人民币汇率升值的主要原因。美国消息称，起草书面协议大概需要四、五周，大约在下一轮中美智利会面时准备好，有望于11月16至17日正式签署。在此期间，消息面上预期不会出现大的变动，**市场风险偏好主要围绕内外经济形势、市场供需形成脉冲式冲击，美元兑人民币汇率中枢下移至中枢7.05的水平，但在实质性利好出现之前，未来5周内升值空间相对有限。**当然，如同卑斯麦所说“在有关部门正式辟谣之前，什么都不要相信”，鉴于美方已多次出现出尔反尔的现象，需警惕中美关系再次出现逆转，届时人民币汇率将回吐涨幅。



2. 中期（2019年内）要看中美汇率协议能否签订，以及内容如何？

我们注意到，本次贸易磋商中，双方在农业、知识产权保护、汇率、金融服务、扩大贸易合作、技术转让、争端解决等领域取得实质性进展，其中“汇率领域协议”尤为引发市场关注，**中美汇率协议料强调外汇干预和储备数据的透明度以及避免竞争性贬值。**倘若汇率协议正式签署，**市场情绪改善将触发人民币汇率短线大幅升值，可能会重返7以下，但大概率不会如同广场协议后的日元升值一样，中期走势仍与国内基本面息息相关，预期回回到5月份第二次大幅贬值前的6.8的中枢水平。**

3. 长期来看（2020-2022），“汇率操纵国”标签认定以及谈判进程？

2019年5月的评估报告中，美国并未将中国贴上“汇率操纵国”的标签，而将中国放在“监测名单”中。8月6日，人民币“破7”后，美国财政部立即将中国列为“汇率操纵国”（正常是每年4月、10月认定，此次是临时）。时隔25年零1个月，美国第6次将中国贴上“汇率操纵国”的标签（前5次为1992-1994年连续五次“汇率操纵国”，主要诉求是放松购汇限制，以便于外企资金汇出，之后中国进行了汇改，允许人民币在经常账户下自由兑换，而后美方并未采取措施）。**美国财政部长11号表示，中美的第一阶段贸易协议完成，将考虑取消美国对中国的“汇率操纵国”标签。我们判断：“汇率操纵国”标签可能更多的是贸易摩擦的深化与贸易谈判的策略考虑，贸易战阶段性协议虽达成，但中美长期竞合关系未改变，汇率短期大幅升值的可能性不大，且美国指控“汇率操纵国”的诉求不光是汇率方面，因此，月底美国财政部书面撤销“汇率操纵国”指控的可能性不大。**

从历史经验来看，1988年，韩国和台湾受到“汇率操纵”指控后，都未受到严厉的贸易制裁，采取改革汇率制度（更浮动）、放松资本管制、压缩经常项目顺差等是制度性改革其主要诉求，汇率升值只是其一，一般来说升值幅度不大，且之后几年可能出现大幅贬值的情形。



一旦书面确认“汇率操纵国”，双方将有1年的谈判时间。即使被确认为“汇率操纵国”，对照日本的经验，中国应顶住美国压力，防止人民币脱离均衡位置被动大幅升值，预计在资本账户管制的情况下，人民币汇率出现恶性升值的可能性不大。如果中国供给侧改革成效显著，金融开放逐步推进，人民币仍会升值，但应该是随着均衡水平的上升而升值。同时，作为贸易摩擦谈判的重要手段，如果贸易战持续恶化，人民币汇率可能继续贬值，但也不会继续放任人民币汇率的快速下跌（自2018年贸易战开始，人民币汇率已经从6.3下降贬至7，贬值幅度超过10%，与加征关税基本保持同步，8月14日在香港发行两期总量为300亿元的离岸人民币央行票据，境内外人民币汇率迅速呈现企稳反弹趋势），**人民币汇率依然会在合理区间内平稳双向波动，且这个合理区间主要由市场供需关系变化决定。**

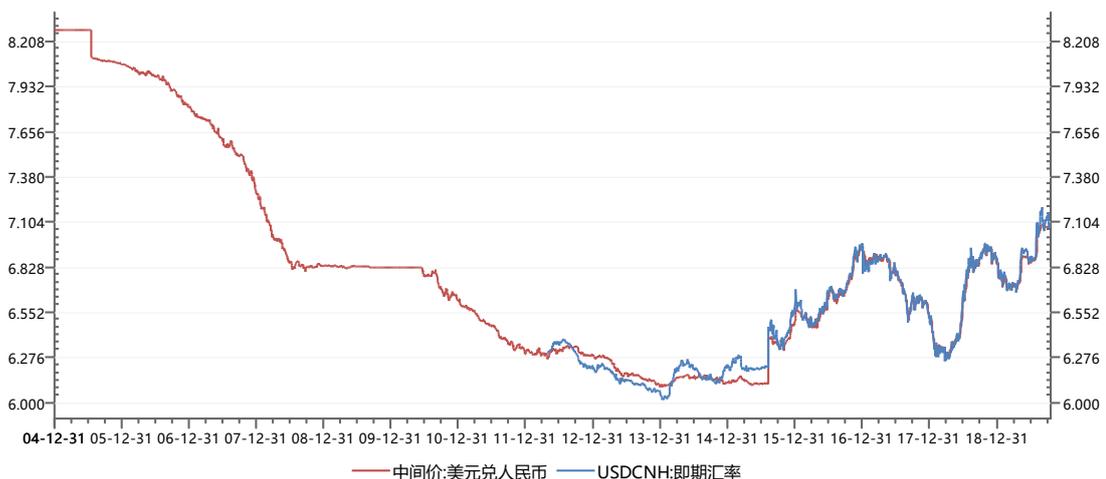
四、小结

在不考虑中美贸易争端演进下，四季度人民币汇率并不存在大幅贬值或升值的基础，人民币汇率将继续坚持有管理的浮动，即围绕合理均衡的水平，对美元保持双向浮动，而对一篮子货币保持相对稳定，总体仍以维稳为主，适度贬值有利于改善PPI通缩，波动弹性增加，有利于国内经济转型和结构调整。

在考虑中美贸易争端演进下，短期（未来5周内，11月16至17日前）看，消息面上预期不会出现大的变动，市场风险偏好主要围绕内外经济形势、市场供需形成脉冲式冲击，美元兑人民币汇率中枢下移至7.05的水平，但在实质性利好出现之前，未来5周内升值空间相对有限，同时需警惕中美关系再次出现逆转所带来的报复性贬值。

中期（2019年内）看，实质性第一阶段协议下中美汇率协议如能达成，将强调外汇干预和储备数据的透明度以及避免竞争性贬值，市场情绪改善将触发人民币汇率短线大幅升值，可能会重返7以下，但大概率不会如同广场协议后的日元升值一样，中期走势仍与国内基本面息息相关，预期回到5月份第二次大幅贬值前的6.8的中枢水平。

长期来看（2020-2022），月底美国财政部书面撤销“汇率操纵国”指控的可能性不大，双方将有1年的谈判时间，从历史经验来看，预计在资本账户管制的情况下，人民币汇率出现恶性升值的可能性不大，如果中国供给侧改革成效显著，金融开放逐步推进，人民币仍会升值，但应该是随着均衡水平的上升而升值。同时，作为贸易摩擦谈判的重要手段，如果贸易战持续恶化，人民币汇率可能继续贬值，但也不会继续放任人民币汇率的快速下跌人民币汇率依然会在合理区间内平稳双向波动，且这个合理区间主要由市场供需关系变化决定。



数据来源: Wind

免责声明

兴泰智库成立于 2016 年 8 月，是由合肥兴泰金融控股（集团）有限公司（以下简称“公司”）发起，并联合有关政府部门、高等院校、研究机构、金融机构和专家学者组成的，以“汇聚高端智慧，服务地方金融”为宗旨的非营利性、非法人学术团体。

《兴泰智库研究报告》是兴泰智库自主研究成果的输出平台，内容以宏观报告、政策解读、行业分析、战略研究为主，对内交流学习，对外寻求发声，致力于为合肥区域金融中心建设提供最贴近市场前沿的前瞻性、储备性、战略性智力支持。

本报告基于兴泰智库研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达意见仅代表研究人员观点，不构成对任何人的投资建议，公司不对本报告任何运用产生的结果负责。

本报告版权归公司所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式发布、复制。如引用、转载、刊发，需注明出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。