

# 人民币汇率何去何从

李奇霖

联讯证券股份有限公司研究院 董事总经理/首席宏观研究员

国家金融与发展实验室银行研究中心 特聘研究员

张德礼

联讯证券研究院宏观组

4月中旬，人民币开始了一轮贬值。在岸美元兑人民币（USD/CNY）汇率，从6.27到了7月3日的高点6.72，两个半月的时间内贬值幅度达到6.7%。

7月3日，央行主要领导在不同场合，针对人民币汇率问题发声后，汇率有所企稳，USD/CNY一度回到6.6以下，但随后再度走弱。

汇率未来走势如何呢？是否会重演811汇改后的持续贬值？这篇报告中，我们分析了这一轮贬值的原因，并和811汇改后人民币的贬值做对比，在此基础上判断人民币汇率的趋势。

## 一、本轮贬值原因何在？

这一轮贬值，直接原因是美元指数走强后，人民币汇率的补跌修正。我们看到，美元指数在震荡近3个月后，4月中旬开始拉升。美元兑人民币中间价，与美元指数亦步亦趋的走势开始分化。实际上，在人民币兑美元贬值的前期，一揽子汇率总体保持平稳，

甚至略有升值。直到 6 月最后一周，CFETS 人民币汇率指数才开始明显下跌。

图表1：人民币兑美元贬值更多是美元走强后的补跌



更进一步看，我们将人民币对美元贬值的时间，划分为两个阶段。第一阶段是4月中旬至6月14日，中间价贬值幅度为1.90%。第二阶段是6月15日至7月4日，中间价贬值幅度为3.95%。

可以看到，6月15日是个重要截点，此后加速贬值，从图1中也能看到美元兑人民币中间价曲线的斜率变得非常陡。

为何6月15日前后，会有如此大的变化呢？我们认为，主要原因有两个，使得人民币加速贬值。

一是6月15日，美国公布了将对华加征关税的商品名单，共计500亿美元。从3月开始，贸易战一波三折，但在初期普遍认为最终会通过谈判解决。中美双方在华盛顿第二轮谈判后发表了联合声明，更是让市场认为事情朝着好的方向发展。但6月15日

美方公布了加征关税的方案，中国随即做出反制，让市场之前的乐观预期降温。

由于中国是双边贸易的顺差国，市场上的主流观点是贸易战对中国的冲击更为明显。这给中国出口和经济增长增添了不确定性，人民币资产的吸引力减弱，给汇率带来贬值压力。

二是6月14日，美联储加息25个bp，但中国央行并未跟随上调公开市场操作利率。中美经济周期并不同步，无论是从失业率、增长率等宏观数据，还是上市公司的盈利看，美国经济依然强劲。但中国经济处于下行周期，5月金融数据（6月13日公布）、经济数据（6月14日公布），都远逊于预期，引起政策是否会转向的讨论。

从6月美联储议息会议声明的点阵图看，美联储今年还将加息2次。但中国在经济、金融数据走弱，以及信用风险上升的情况下，货币政策做出了微调整。

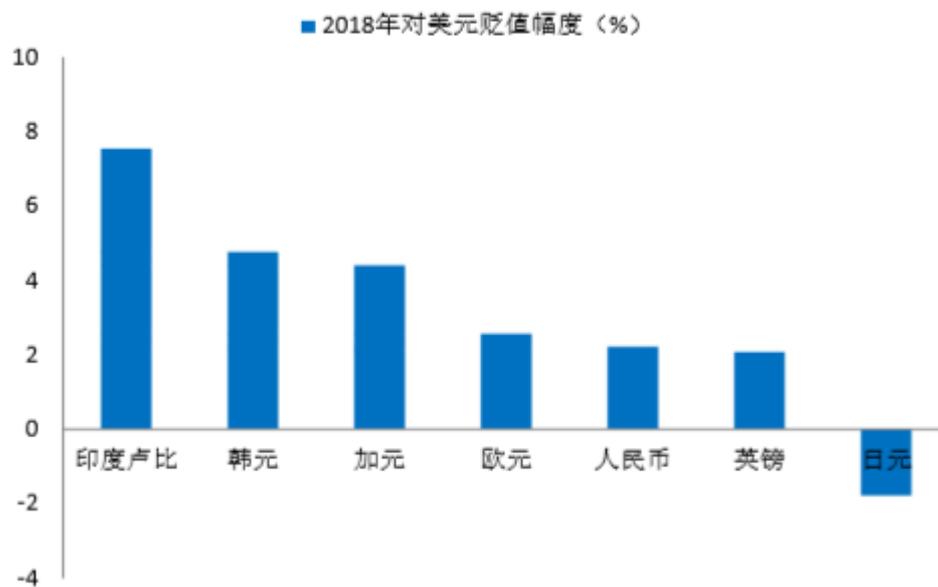
6月20日国务院常务会议提出定向降准，6月24日央行公布方案，共释放准备金7000亿元。6月25日央行又宣布“增加支小支农再贷款和再贴现额度共1500亿元，下调支小再贷款利率0.5个百分点”。

中美两国宏观经济和货币政策分化，加之当前中美长、短端利差均处于低位，汇率缺少安全垫。在贸易战预期升温的进一步带动下，于是我们看到了6月15日之后人民币的这一轮快速贬

值。

但上述两个因素，只是加速了人民币贬值压力的释放。美元走强仍是主导因素，与主要货币横向比较来看，这一轮人民币贬值的幅度，是远小于韩元、加元和印度卢比的。

图表2： 主要货币中，2018年人民币对美元的贬值幅度居中



资料来源：Wind， 联讯证券

联讯证券

## 二、人民币汇率何去何从？

人民币汇率未来走势如何呢？有观点认为会演绎 811 汇改后的行情，即持续贬值，还有观点认为美元兑人民币汇率会破 7。

虽然目前大的宏观环境，和 15-16 年相似，当时美国经济复苏而中国经济面临持续的稳增长压力，美国货币政策开始恢复常态化，而中国降准、降息。

但我们认为，对人民币汇率，不妨乐观一点。

第一，目前人民币积累的贬值压力，远小于 15-16 年。14 年下半年，美元走出了一波大牛市，美元指数从低点 79，涨到了 2015 年 3 月份的高点 100，9 个月之内上涨了 26.6%。但是这段时间，美元兑人民币中间价在 6.1 到 6.2 之间，小幅波动。美元对多数货币升值，而人民币紧盯美元的结果是，人民币积累了巨大的贬值压力。811 汇改短期并未将这种压力完全释放，后面持续贬值。但是随着汇率市场化的推进，至少在当前这个阶段，人民币汇率的弹性是大大提高了的。美元兑人民币的汇率，对美元指数的变化及时调整，所累积的贬值压力有限。从离岸市场的 1 年期 NDF 看，贬值预期是在走弱的，这跟 15-16 年刚好相反。

图表3： NDF 隐含的人民币汇率贬值预期在走弱



资料来源：Wind，联讯证券

联讯证券

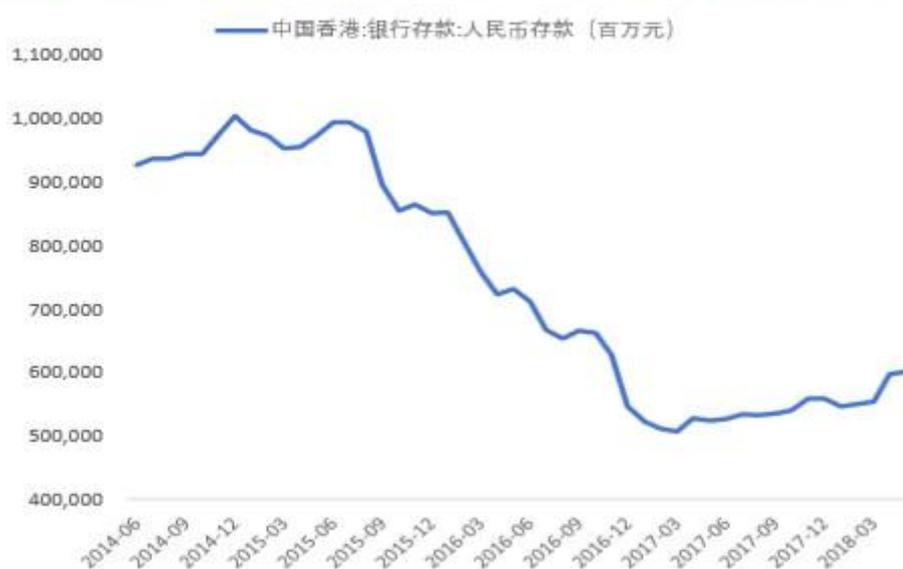
第二，离岸人民币存款规模稳步上升。离岸人民币存款规模，是个反映汇率预期的很好指标。当预期人民币贬值时，会兑换成其它货币，反之则增持人民币。而且与离岸汇率受政策影响不同，

它通过用脚投票的方式，更为客观地体现公众预期。811 汇改时，8 月当月香港市场的人民币存款，就减少了 151 亿元，随后进入了一个漫长的规模收缩过程，直到 2017 年 3 月见底。

但是在这一轮贬值中，我们看到开始贬值的 4 月，香港人民币存款规模增加了 433 亿元，这是 2013 年 11 月以来的最大单月增加量。5 月同样增长了 33 亿，6 月份的数据还没有公布。

所以，从离岸人民币存款规模的边际变化看，目前的人民币贬值预期并不强。

图表4： 离岸市场人民币存款规模继续上升，显示人民币贬值预期并不强



资料来源：Wind，联讯证券

联讯证券

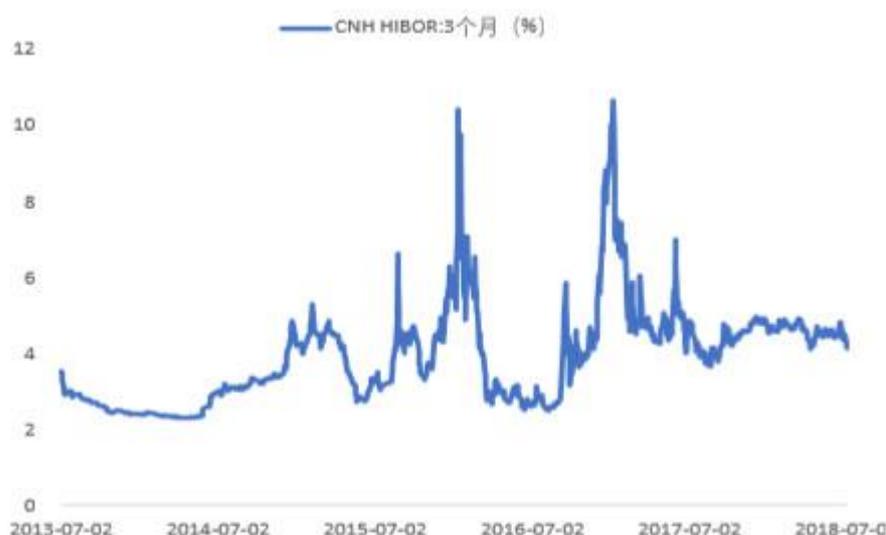
第三，离岸市场的 CNH 同业拆借利率保持平稳，意味着预期人民币贬值从而套利的活动很少。

当对人民币有比较强的贬值预期时，可以在同业市场上拆借入人民币，并换成外币，等到人民币真的贬值时，将外币兑换成

人民币，从中套利。对比历史上人民币较快贬值的时期，比如 2015 年 8 月、2016 年年初和 2017 年年初，3 个月 CNH Hibor 利率都出现了飙升。

但在这一轮人民币贬值过程中，3 个月的 CNH Hibor 利率在 4.5% 左右，最近这一周还出现了下降。这意味在离岸外汇市场上，人民币贬值并不是主流的预期。

图表5： 3 个月的 CNH Hibor 利率平稳，人民币贬值并不是主流预期



资料来源：Wind，联讯证券

联讯证券

第四，4、5 月银行结售汇都是顺差的，并没有显示出贬值预期。银行结售汇，尤其是代客结售汇数据，反映了公众对未来的预期。当对人民币持有贬值预期时，倾向于持有外币，出口企业赚到美元后，减少到商业银行兑换成人民币，或者换取超过实际需求的外币量。反映在数据上就是，当贬值预期较强时，银行结售汇为逆差。对比 15 年 8 月、16 年年初、17 年年初时，银行结

售汇都有比较大的逆差。

但是在这一次贬值中，4月和5月的银行结售汇，由一季度的逆差变为顺差。这主要由代客结售汇贡献，4、5月分别为147亿美元和225亿美元。

9日早上公布了6月央行口径外汇储备，为31121.3亿美元，相比于前值31106.2亿美元有所回升。尽管有微弱的估值效应，但人民币在经历一轮快速贬值后，外储规模依然平稳，显示继续看贬人民币从而换汇的力量并不强。这与811汇改后截然不同，2015年8月当月官方外储就减少了939亿美元。

图表6： 4、5月银行结售汇有一季度的额逆差转为顺差，国内贬值预期并不强



第五，从利率互换隐含的利率看，当前做空人民币的成本处于高位，也不支持人民币贬值。3个月期Shibor利率互换收盘/即期询价均值所隐含的美元利率，是将人民币换成美元的成本，也可以看作是做空人民币的成本。811汇改前期，这一指标处于

低位，显示做空人民币是低成本的。但目前来看，这一指标处于有统计以来的最高位。

图表7： 3 月期 Shibor 利率互换收盘/即期询价均值所隐含的美元利率高位



相比于 811 汇改前，人民币汇率对美元指数变动的调整速度有了明显提高，目前所积累的贬值压力并不大。多个指标也显示，持续看贬人民币并不是市场主流的预期，这一点跟 811 汇改后也是显著不同的。

美元指数结束单边上涨，在 94 附近震荡了近两个月。我们预计未来进一步上升的空间有限，这缓释了人民币的贬值压力。无论是从美、欧经济和货币政策的分化已被市场充分预期，还是从美德利差看，美元指数的强势可能已经接近尾声。

中美互相加征关税已经落地，但这反映在 6 月 15 日之后的这一轮贬值中了。未来如何演化难以预料，但我们倾向于认为，短期内不会进一步恶化。这会从情绪层面，缓解贬值压力。

在这一轮人民币兑美元贬值过程中，央行的态度相比于以往要更加淡定。在7月3日之前，央行官员对于汇率的口头干预很少，这让人民币汇率破“7”的舆论升温。

我们认为，淡定的背后，主要有两个原因。一是相比于人民币兑美元汇率，央行更为关注一篮子汇率的稳定。人民币兑美元只是双边汇率，从货币当局的角度看，人民币兑一篮子汇率保持平稳，更为重要。从一季度货币政策执行报告看，下一步要完善“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。

在人民币对美元大幅贬值前期，CFETS 人民币汇率指数保持平稳，相比于年初还出现了升值，一度到了 97.8。

人民币对美元适度贬值，让一篮子汇率回到合意水平，可能是央行愿意看到的。这一水平可能是 95，因为 2017 年 9 月开始，在逆周期因子的调节下，CFETS 人民币有效汇率在 95 附近小幅震荡了近半年，直到 2018 年 1 月逆周期因子恢复中性。

7月6日公布了最新的CFETS人民币有效汇率指数，为95.07，连续第二个星期在95附近。

我们认为，一篮子汇率已经恢复到了合意的水平。如果人民币对美元继续大幅贬值，拖累CFETS人民币有效指数跌破95附近的合意区间，货币当局可能会有实质性的调节措施进场。

另一方面，可能是在引导人民币双向波动。打破人民币对美元等

单一货币的长期升值或者贬值，是完成人民币汇率市场化需要走的路，增强人民币的汇率弹性也是当前的目标之一。在维持一篮子汇率稳定的前提下，扩大人民币对美元双边汇率的浮动，从而使得这一双边汇率能够跟随美元指数的变化及时调整。

因此，6月中下旬人民币对美元的持续贬值，可能是美元指数大涨后，在人民币汇率市场化这个大旗下，央行愿意看到的。但如果继续大幅贬值，导致CFETS人民币有效汇率指数跌破合意区间的下限，可能会有实质性的调节措施。在看贬人民币预期不强的当下，央行有足够的工具可以选择。

从市场的角度看，同样应该对人民币汇率乐观一点。除了上面提到的多个指标显示没有多大贬值压力和贬值预期外，我们也调研了一些外汇交易员朋友，在央行主要领导上周针对人民币汇率发声后，他们多选择平掉了美元多单。

整体而言，我们认为不能简单地拿现在跟811汇改时相比。人民币对美元贬值，更多是因为美元指数走强，人民币并不存在持续贬值的基础。