

人民幣匯率向何處去

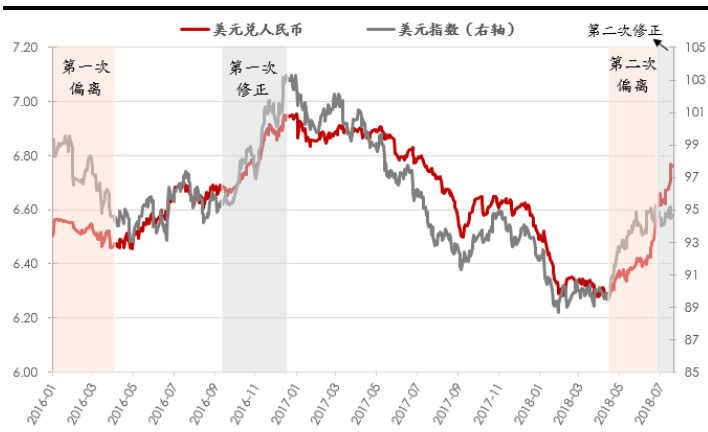
今年四月以來，人民幣匯率（兌美元，下同）再度進入貶值通道。特別是六月中旬以來，受中美貿易摩擦升級的影響，美元兌人民幣匯率快速攀升。市場上對人民幣貶值的擔憂開始增加，居民集中購匯又在一些地方開始出現。隨著中國經濟金融對外開放的不斷深化，人民幣匯率的雙向波動已經成為常態，關鍵要理解匯率升或貶背後的邏輯。人民幣匯率會向何處去？今天，我們比以往更加需要運用系統的方法和理性的分析，這既有利于居民財富保值增值，也利于金融體系健康穩定發展。

一、此輪貶值是對美元指數升值的滯後反應

❖ 隨著人民幣匯率形成機制市場化改革進程，人民幣匯率走勢與美元指數呈高度相關關係。2016年以來，兩者的相關係數達到0.85。雖然如此，近兩年間人民幣匯率和美元指數的關係還是出現過兩次較為明顯的偏離：第一次是2016年1至4月，美元指數下跌近6%，而人民幣表現穩定（升值0.7%）；第二次則是今年4月至6月中，美元指數突破90整數位後快速升值到95附近，但同期人民幣同樣表現穩定（貶值1.7%）。

不過，美元指數對人民幣匯率的牽制作用可能“遲到”，但並不會“缺席”。從上述兩次偏離的後續表現來看：第一次偏離的修正發生在2016年下半年，人民幣匯率補跌5%；第二次修正則在今年6月15日之後，人民幣匯率在一個月內快速貶值至6.8附近。雖然此輪貶值發生的時點正值美國宣布對中國500億美元進口貨值的商品加征25%關稅之時，但外匯市場還是基本有效的，人民幣此輪貶值基本上是對前期美元指數破位上升的滯後反應。

圖1：人民幣匯率和美元指數走勢的兩次“偏離”



資料來源：萬得、招銀國際研究

丁安華，首席經濟學家

電話：(852) 3761 8901

郵件：dinganhua@cmbi.com.hk

二、利率平價和跨境資金流動對人民幣匯率走勢的解釋

❖ 隨著我國利率市場化改革和金融對外開放進程，人民幣匯率走勢大致遵循利率平價的解釋。利率平價理論通常用于解釋匯率的變動，它是指在兩國利率存在差異的情況下，資金將從低利率國流向高利率國以謀取相對高的收益，從而導致高利率國的貨幣升值，低利率國的貨幣貶值。2015 年“8.11”匯改以來，人民幣兌美元匯率與中美利差變化總體上是高度相關的。從去年下半年到今年上半年，人民幣匯率與利率平價的關係出現了背離，即中美利差（按兩國 10 年國債收益率之差計）收窄，而人民幣還在升值，最低的時候中美利差縮窄到只有 60bp，明顯低於中美利差的長期趨勢區間。

圖 2：人民幣匯率與中美利差總體上高度相關



資料來源：萬得、招銀國際研究

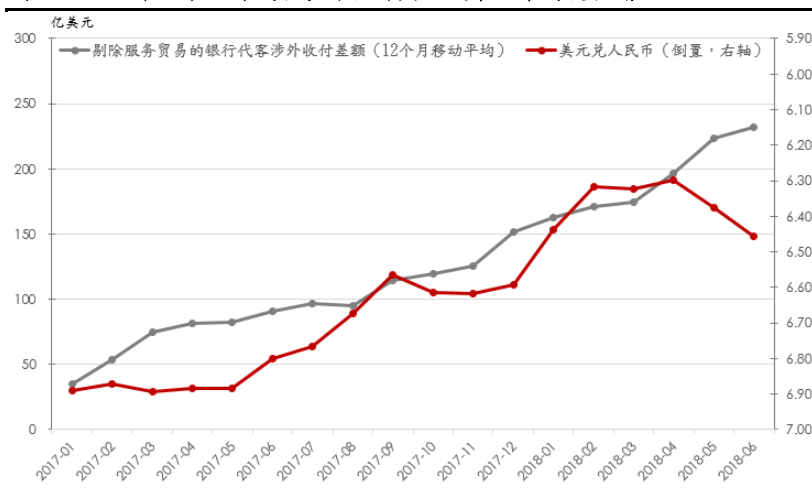
❖ 為什麼會出現這種背離？是什麼因素支撐了人民幣匯率在中美利差收窄的背景下依然保持穩定？從跨境資本流動數據看，有兩個因素對人民幣匯率在中美利差收窄的情況下形成短期支持：

一是我國緊信用的政策環境，企業表外融資渠道受限，信用環境收緊，信用債發行利率大幅攀升。受“去杠杆”政策衝擊最大的就是房地產企業和政府平臺企業，部分企業迫于無奈紛紛開始尋求海外融資的方式來解決境內融資的困境。而且，在國內信用債利率上升的背景下，今年一季度海外發債還具有一定的成本優勢。一個證據是，今年 1~5 月境內房地產企業、地方政府平臺的境外發債規模達到 700 億美元和 39 億美元（合計 739 億美元），為去年同期的 5.2 倍。通常情況下，境內企業境外融資後會在 2~3 個月內將資金調回國內結匯，進而對人民幣匯率形成支持。今年 4、5 月，銀行代客結售匯差額由負轉正、大幅上升，分別達到 147 億美元、225 億美元（合計順差 371 億美元）。如果剔除服務貿易項，銀行代客結售匯 4~5 月實現順差達 739 億美元（月均 369 億美元），較 2017 年以來的均值幾乎翻番（188 億美元）。

二是我國金融加快開放帶來的國際資本流入也對人民幣匯率形成了有效支撐。伴隨資本賬戶的進一步開放，證券項下的國際資本流入顯著提升。最新的債券托管數據顯示，境外機構已連續 16 個月增持人民幣債券，今年上半年合計增持 3,995 億人民幣（約 625 億美元）。其中，在 6 月人民幣匯率創下 1994 年以來最大單月跌幅的背景下，境外機構 6 月仍然增持人民幣債券 1,115 億元（約 173 億美元）。今年上半年“陸股通”的淨流入資金也達 1,602 億元（約 251 億美元），其中 6 月北上資金受股市和匯市調整流入放緩，不過仍然實現淨流入 285 億元（約 45 億美元）。海外投資資金的涌入，一方面表明人民幣資產的吸引力上升，另一方面也反映出境外機構并未形成人民幣匯率持續貶值的預期。

- ❖ “剔除服務貿易的銀行代客涉外收付差額”與人民幣匯率走勢高度相關。2017 年以來，兩者的相關係數達 0.93。表明企業的結匯購匯需求對人民幣匯率的走勢有著較大影響。這很大程度上可以解釋人民幣匯率相對於美元指數走勢的短暫偏離。2018 年 4-5 月，雖然美元指數大幅走高，但由於企業結匯需求上升對人民幣匯率形成支撐，人民幣匯率並未出現大幅貶值。

圖 3：2017 年以來銀行代客涉外收付與人民幣匯率高度相關



資料來源：萬得、招商銀行研究所

三、“貿易戰”對人民幣匯率的影響具有事件衝擊的特徵

- ❖ “事件衝擊”對匯率的影響已廣為人知。雖然特朗普一直揚言對中國進口商品加征關稅，但金融市場對中美兩國就貿易問題的幾輪談判的成果抱有期望，對特朗普的出爾反爾估計不足。6 月 15 日開始人民幣兌美元快速貶值，可見“貿易戰”對人民幣匯率的影響具有典型的事件衝擊的特徵。
- ❖ 事件衝擊，有各種各樣的解釋模型，例如匯率超調模型、新聞模型等。事件衝擊在短時間內劇烈改變人們的預期。2014 年美聯儲退出量化寬鬆預期升溫後，美元開始快速升值；2015 年初瑞士央行棄守 1：1.2 的歐元兌瑞士法郎防綫，導致瑞郎大幅升值；2016 年英國公投脫歐，英鎊大幅貶值等，都是典型的事件衝擊例子。這一類影響的特徵是短期反應過度，不確定性消退後歸于平靜。長期看，如果事件衝擊是暫時性的，那麼匯率最終會回到最初的均衡水平，比如瑞士法郎兌歐元匯率在棄守後快速升值，但三個月內又基本回到了棄守前的水平；如果事件衝擊是永久的，改變了經濟基本面，那麼匯率走勢就很難回到原來的水平，比如說英國退歐，英鎊匯率雖然在大跌後有所反彈，但再也沒能回到之前的水平。此次貿易摩擦升級對人民幣匯率的衝擊，後續影響如何，取決於下一步雙方衝突是繼續惡化，還是走向緩和。

四、人民幣匯率走勢展望

- ❖ 今年以來，人民幣匯率走勢將更加直接地受到中美兩國宏觀經濟和貨幣政策的左右。一是從利率平價的角度，中美貨幣政策的分化已經開始對人民幣匯率帶來貶值壓力。今年美國經濟表現強勁，年內加息的預期次數上升；而我國央行兩次定向降准，“寬貨幣、緊信用”的避險情緒推動無風險國債利率下行，“一升一降”使得中美利差承壓，人民幣匯率走弱。二是中美貿易摩擦升級，可能拖累中國的出口表現和經濟增速，也對人民幣匯率形成貶值壓力。

❖ 但是，我們預計在此輪人民幣兌美元快速貶值之後，並不存在持續單邊貶值的基礎。人民幣大概率將維持雙向加劇波動的格局，年內不會“破七”。理由是：

第一，美元指數進一步上行空間有限。美元指數在 4-5 月快速上行後在 95 附近震盪盤整，已較為充分地反映了美國經濟基本面和貨幣政策的變化的預期。隨著減稅刺激力度的邊際下降、結構性財政赤字以及中美貿易摩擦很可能為美國經濟的持續復蘇蒙上陰影，今年第四季度美國經濟增速可能回落。從自然利率（natural rate of interest）的角度看，美聯儲未來加息空間有限，明年底或後年初美國的政策利率就將達到中性水平，美國經濟可能重新進入衰退。而且美聯儲“縮表”的力度也顯著低於預期，很大程度上折射出美國“緊貨幣”、“寬財政”宏觀政策之間的矛盾。此外，隨著歐央行退出量化寬鬆進入加息周期，歐元可在下半年將重獲支撐，進而制約美元指數進一步上行，估計此輪美元指數上行的高點不會達到 2016 年底的 103 的水平。

第二，貿易戰的悲觀預期已經充分反映。我國已多次承諾不會先於美國實施加征關稅的措施，因此中美貿易摩擦的走向很大程度上取決於美方的態度和立場。隨著中美貿易摩擦對美國經濟負面影響的擴大和深化，特朗普政府可能不得不重新評估其在貿易戰中的立場。貿易戰沒有贏家，對美國經濟的負面影響已經開始顯現。例如中美貿易摩擦抬升了美國製造商所使用的中國零部件的價格，損害了美國公司的競爭力。今年 3 月美國對進口鋼鐵徵收 25% 的關稅以來，美國的鋼價上漲已超過 30%，這最終將損害美國消費者的福利。

第三，中國加快對外開放進程，海外資金預計將持續流入。我國金融市場規模日益龐大，且極具發展潛力，與發達國家金融市場相比收益相對較高、相關度相對較低，對於境外機構資產配置多元化有著極為重要的意義。隨著人民幣國際化程度的日益提高，人民幣資產也日益受到各國央行的青睞。從這個角度便不難理解今年 6 月境外機構在人民幣匯率快速貶值的情況下仍然大幅增持我國國債。展望未來，中國跨境資本流動有望大體平衡，商品貿易順差減少，服務貿易逆差減少，資本項目可望出現順差。

❖ 總結一下，在全球貿易周期影響下，我國的出口增速本就趨於下降，疊加貿易摩擦加劇，以及國內擴大進口政策的影響，我國貿易順差可能大幅縮小甚至出現逆差。在這種背景下，人民幣面臨貶值壓力。但是，考慮到美元指數年內大概率冲高回落，只要美元指數不會突破上一輪的高點，而我國的經濟增速不低於 6.5%，人民幣兌美元匯率年內不會“破七”。

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：（1）發表于本報告的觀點準確地反映有關于他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；（2）他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點并無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）（1）並沒有在發表研究報告 30 日前處置或買賣該等證券；（2）不會在發表報告 3 個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；（3）沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；（4）並沒有持有有關證券的任何權益。

招銀證券投資評級

買入	: 股價于未來 12 個月的潛在漲幅超過 15%
持有	: 股價于未來 12 個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價于未來 12 個月的潛在跌幅超過 10%
未評級	: 招銀國際并未給予投資評級

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道三號冠君大廈 45 及 46 樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司(“招銀證券”)為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去的表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，并可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，并鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基于我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發布時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發布其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸并不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人于未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。

如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000 年英國不時修訂之金融服務及市場法令 2005 年(金融推廣)令(“金融服務令”)第 19(5) 條之人士及(II)屬金融服務令第 49(2) (a) 至(d) 條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國 1934 年證券交易法規則 15a-6 定義的“主要機構投資者”，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行爲即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。