

人民币汇率之“有心栽花”与“无心插柳”

九月份乃是一个有趣的月份。“8.11”汇改过去两周年，人民币兑美元的汇率走出一条超乎预期的曲线。去年底人们对人民币贬值的一致预期，似乎还很鲜活。不过，一切都不同了。

去年12月27日，美元指数处在103高位。那正是人民币贬值预期最甚嚣尘上的时刻，我发表研究报告《美元指数短期内面临回调压力》，提出美元兑人民币汇率快速上行的趋势将很快得到缓解甚至出现反转。我当时的观点是，在中国经济逐渐走稳这一给定的前提下，美元指数的强弱在很大程度上决定人民币汇率的涨跌方向；而为美元指数提供上升动力的“特朗普新政”具有诸多难以自洽的内在矛盾，市场很可能低估了特朗普上台后美国经济的不确定性。因而，“特朗普上涨”（Trump rally）可能过早透支了美元的上升动力，短期面临逆转。回过头来看，可谓不幸言中。

当前，美元指数已回落到特朗普上台之前水平，调整幅度比我去年底的估计还要来得大。在今天这个位置上，我们不禁要问：美元指数会向何处去？人民币是否已经走出贬值预期，再次进入升值周期？

特朗普之“有心栽花花不开”

特朗普第一项失败的新政就是医保法案。其实，废除奥巴马医保谈何容易！医保议题几乎就是美国民主政治的毒药，谁惹上谁倒霉。八年前，奥巴马为兑现其竞选承诺，大力推销其覆盖全民的医保法案，也是争议不断。民主党依靠当时国会参众两院的多数席位优势，强行投票通过了奥巴马医保（Obamacare）法案。为此，奥巴马也付出了沉重的代价，一是两党之争白热化，各走极端，茶党运动（Tea Party）兴起，为后来特朗普另类右派执政提供了理论依据和民意基础；二是奥巴马支持率大跌，民主党在中期选举中大败，失去国会参众两院的多数席位，沦为国会少数党。废除奥巴马医保的呼声八年来从未中断，特别是在共和党阵营。特朗普一向吹嘘自己是“交易大师”，但上台九个月却未能让共和党掌控的参众两院正式通过其医保法案。在共和党建制派中，对特朗普也颇有微词。

去年底我曾说过，美国特朗普的财政政策与美联储的货币政策相矛盾。特朗普的减税、财政刺激和基建开支计划，与美联储加息缩表压制通胀的政策意图正好背道而驰。今年美国经济表现稳定，第一季度增速为1.4%，第二季度加快为3%。失业率4.3%，就业增长好于预期，但是工资增长乏力，消费物价指数在低位徘徊，离2%的目标值尚有一段距离。现任美联储主席耶伦任期明年二月届满，副主席费希尔在任期结束前四个月以个人理由辞职，市场怀疑另有隐情。耶伦连任无望，主张加息的鹰派式微，特朗普大幅改组美联储的可能性加大。这意味着特朗普希望低利率环境配合其减税和基建开支计划以及放松金融监管的做法，面临来源于美联储的阻力将会明显减少。金融市场对美联储下次加息的预期不断推后，美联储的年底加息的概率小于一半。

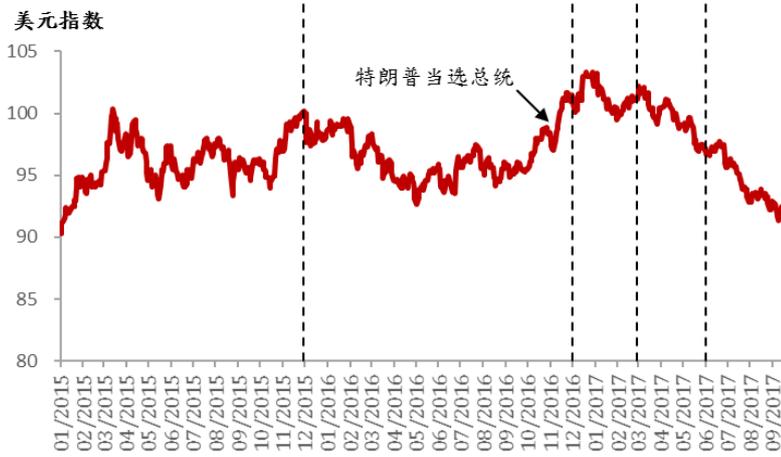
2014年中至2016年底的美元强势，一方面是由于美联储开始收紧货币政策，另一方面是由于欧洲、日本主要央行推出负利率、QE等大规模宽松政策。这种货币政策分化乃基于美国、欧洲和日本的经济复苏的步调不一。今年以来欧洲经济强劲回升，二季度增长2.3%，好于预期；而日本二季度增长2.5%，已是连续6个季度持续扩张。在发达经济体同步增长的背景下，美国与欧洲、日本等经济体的货币政策分化趋于收敛。相对而言，美国的增长弱于预期，欧洲日本增长好于预期；今年以来，德国十年国债收益率上行，而美国十年国债收益率下行。从利差的角度可以部分解释为何欧元升值而美元下跌。

丁安华，首席经济学家

电话：(852) 3761 8901

邮件：dinganhua@cmbi.com.hk

图 1：美元指数走势



资料来源：彭博，招银国际

*虚线代表美联储自 2015 年底以来的四次加息

人民币之“无心插柳成荫”

今年以来，人民币兑美元之所以逐渐走强，其根本原因在于美元指数持续走弱。虽然中国的外汇管理当局采取了很多措施控制资本外流，包括加入逆周期因子、加强民营企业对外投资的审批等等，但是真正逆转人民币继续贬值的力量还是美元指数的下行，特别是近来朝鲜核试验带来的避险情绪，以及加拿大突然加息和英国央行收紧货币政策的言论，使得美元指数雪上加霜不断走低。对人民币汇率而言，可谓“无心插柳成荫”！

八月以来人民币涨幅超过 2%，在一美元兑人民币 6.50 元的位置大幅波动，有的交易日单目上下 200-300 基点，外汇市场存量结汇盘出现踩踏现象。不过，目前人民币走势与周边经济体国际资本流动持续恶化的趋势相背离，值得关注。以香港为例，美联储几次加息香港都没有跟随致使港美利差扩大，资金外流港币汇率进入弱方区域。亚洲其它新兴经济体的国际资金流动今年仍然是呈流出方向。

九月份，人民币汇率的快速升值，6.50 附近外汇主管部门开始感到不安。毕竟，汇率升值对出口会产生一定的负面影响，在结汇盘涌现的情况下，主管部门迅速调整了外汇风险准备金政策，释放维稳信号。汇率升值的影响可分为两部分：一是兑换损益，误判人民币走势已经使得部分企业损失巨大；二是改变进出口的相对价格，不利于出口。人民币升值，短期内会同时产生不利于产品出口和有利于中间品进口的双重影响。

图 2:人民币兑美元汇率



资料来源：彭博, 招银国际

美元已经超卖，积蓄了一定的反弹动力

美元指数在目前的位置上已经超卖，市场已经基本消化地缘政治和欧元区、日本、加拿大、英国等经济体货币政策收紧的预期，美元指数积蓄了一定的反弹动力。

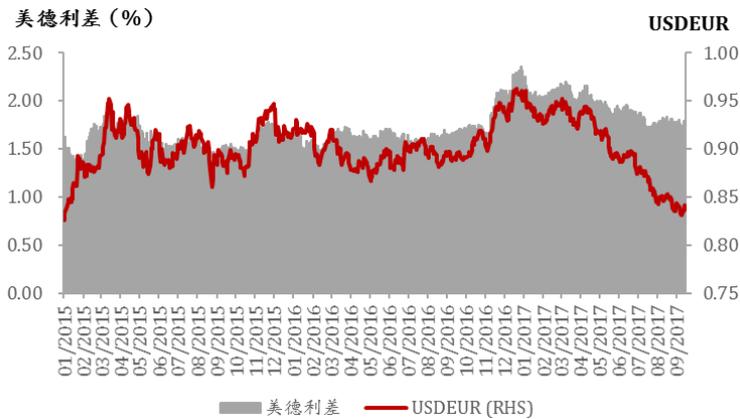
从美国来看，虽然特朗普的医保法案受挫使得其政治团队分裂，但其经济政策团队基本稳定。白宫首席经济顾问科恩（Gary Cohn）与特朗普具有相似的商业背景和共同语言，市场对科恩主持推动的税收改革寄予厚望。就共和党而言，要在明年中期选举中保持国会席位的优势，就亟需展现党内团结，修补医保改革造成的裂痕。特朗普的税改方案面临的政治争议较少，毕竟谁都喜欢减税。这是特朗普竞选时对选民的承诺，可能会逆转执政团队低落的士气，增强对美国政局和经济增长的信心。这将有利于美元指数的企稳反弹。

对于欧元来说，九月底的德国大选是风险点之一。自法国大选之后，欧洲政治危机尘埃落定，欧元区分裂的风险基本不在市场的考虑范围之内。从民调看，德国现任总理默克尔所在的执政联盟的优势明显，欧元涨势放缓但德国大选结果出乎意料的可能不大。不过，目前默克尔所在执政党的民调支持率却在下降，对于德国民众来说，这是一场在“审美疲劳”的旧班子和危险的民粹主义之间的抉择。如果默克尔无法获得简单多数，那么“悬浮议会”的问题同样可能会发生在德国；如果默克尔的连任出现意外，那么欧元陷入调整的概率将很大。

英国的情况是就业增长不错，但工资增幅疲软。5-7 月份失业率跌至 4.3%，但基本工资增幅却维持在 2.1%，弱于预期。英国八月 CPI 为 2.9%，导致英国央行态度发生变化，鹰派观点浮现。工资增幅低于通胀增幅，工资收入不涨而通胀上行，这对于英国消费者来说是一个负面消息。因为他们的实际收入降低了。长期看，工资收入增幅和通胀水平的分化不可持续。面对当前的复杂局势，英格兰央行很难单凭单月的通胀数据而做出收紧货币政策的判断，后续经济的走向、脱欧谈判的进程以及通胀的形势变化都将影响到英国央行的政策。因此我认为英镑的上攻动力有限。

在上述背景下，我认为美元指数下行的势头将会明显放缓。如果特朗普税改进展顺利，美元指数将迎来反弹行情。

图 3:今年以來美德利差收窄,欧元升美元降



资料来源：彭博，招银国际
*美德利差指美德 10 年期国债收益率之差。

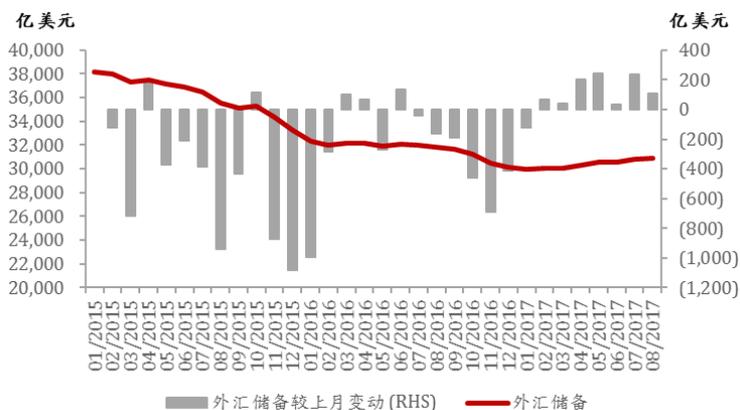
人民币汇率：乐见市场成为决定汇率的力量

人民币兑美元在 9 月初突破 6.50 之后，出现明显回调。特别在外汇风险准备金政策调整之后，人民币稳定在 6.50 - 6.55 之间。在当前水平，结汇和购汇需求都在犹豫，显示境内外汇市场供求总体均衡，短期内影响人民币走向的主要因素仍将是美元指数的变化方向。同样，短期内美元的反弹仍显力量不足，虽然欧元近期涨幅有所放缓，但英镑、加元和澳元等货币表现强势。在美元总体偏弱势的格局下，人民币尚不具备大幅向上调整的基础。

不过，我们可以从关键变化中观察人民币未来走向。一个重要变化是政策调整，突破 6.50 之后央行的态度有了微妙的改变，表现在取消外汇风险准备金之上；二是这两个月的人民币快速上升，基本上可以排除央行干预的可能性，也就是说推动人民币汇率变动的因素只有一个，那就是市场力量。央行并不刻意追求让人民币汇率保持在某个价位，希望汇率价格发现由市场来完成。从 7-9 月外汇储备小幅变动的情况推测，央行至少阶段性退出了市场干预，人民币汇率在短期实现了“清洁浮动”。这当然是可贵的变化。

我认为，人民币汇率不存在持续的升值压力，年内将会围绕 6.50-6.60 窄幅范围内双向波动为主。

图 4:中国外汇储备及变动



资料来源：彭博，招银国际

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银证券投资评级

| | |
|-----|--------------------------------|
| 买入 | : 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15% |
| 持有 | : 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间 |
| 卖出 | : 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10% |
| 未评级 | : 招银国际并未给予投资评级 |

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环夏慤道 12 号美国银行中心 18 楼 1803-04 室 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律责任。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令 2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5)条之人士及(II)属金融服务令第 49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。