

# 民银智库研究

2019 年第 3 期

总第 95 期

中国民生银行研究院

2019 年 1 月 24 日

## 人民币汇率走势：2018 年回顾与 2019 年展望

### 研究团队

黄剑辉

huangjianhui@cmbc.com.cn

王静文

wangjingwen2@cmbc.com.cn

应习文

yingxiwen@cmbc.com.com

任亮

renliang1@cmbc.com.cn

- 2018 年人民币兑美元汇率总体呈现震荡走弱、弹性增强的走势。一季度人民币汇率明显升值，4 月中旬至 8 月中旬逐渐走弱，四季度逼近破 7 关口，但临近年末有所企稳，全年累计贬值 5.0%。全年走势呈现以下特点：一是人民币汇率弹性进一步增强；二是离岸市场继续发挥引领作用；三是预期更趋稳定。
- 2019 年初以来人民币汇率出现了一波修复式反弹。主要受到三方面因素推动：首先，美元指数出现回调；其次，中美贸易磋商取得积极进展；第三，交易性因素发挥助推作用。
- 决定人民币汇率走势的因素可归纳为经济增长、中美利差、购买力平价、地缘政治以及汇率形成机制等五个方面。2019 年影响人民币汇率走势的因素：一是我国经济稳中趋缓将限制人民币汇率走强；二是中美两国货币政策分化持续，中美利差将继续收窄；三是美元指数走势仍是决定人民币汇率的重要因素；四是外部环境仍存不确定性，但我国国际收支情况不会恶化，外汇储备稳中有降；五是我国汇率调控手段逐步多样化，调控经验日益丰富，有助于人民币汇率保持在合理可控区间。展望 2019 年，人民币汇率或重演类似 2018 年的倒 V 型走势，呈现先强后稳、双向波动、总体稳定的态势，全年维持在 6.5-6.9 之间宽幅震荡。
- 政策建议。一是全方位积极有效应对中美贸易摩擦；二是保持定力，对内持续深入推进结构性改革；三是加强对人民币汇率市场的调节和引导。

## 目 录

<b>一、 2018 年汇率走势回顾：震荡走弱，弹性增强 .....</b>	<b>1</b>
(一) 2018 年人民币汇率走势回顾 .....	1
(二) 2018 年人民币汇率走势特点 .....	2
<b>二、 2019 年初汇率出现修复式反弹 .....</b>	<b>3</b>
(一) 美元指数回调是主要原因 .....	3
(二) 中美贸易磋商取得积极进展 .....	4
(三) 交易性因素起到一定助推作用 .....	4
<b>三、 2019 年汇率展望：倒 V 走势，先强后稳 .....</b>	<b>5</b>
(一) 人民币汇率分析框架 .....	5
(二) 2019 年影响人民币汇率的主要因素 .....	7
(三) 2019 年人民币汇率走势展望 .....	9
<b>四、 对策建议 .....</b>	<b>9</b>
(一) 全方位积极有效应对中美贸易摩擦 .....	9
(二) 保持定力，对内持续深入推进结构性改革 .....	10
(三) 加强对人民币汇率市场的调节和引导 .....	10

## 人民币汇率走势：2018 年回顾与 2019 年展望

2018 年，人民币兑美元汇率震荡走弱，弹性增强，全年累计贬值 5%。2019 年初以来，人民币兑美元汇率出现一波强劲反弹，单周涨幅创 2005 年汇改以来新高，为全年稳定预期打造了良好开局。预计 2019 年人民币汇率将呈现先强后稳、双向波动、总体稳定的态势。

### 一、2018 年汇率走势回顾：震荡走弱，弹性增强

#### （一）2018 年人民币汇率走势回顾

2018 年，人民币汇率经历了从升值到贬值的转换过程，从趋势上来看，大致可以分为三个阶段。

**第一阶段：1 月至 4 月中旬，人民币汇率延续升值势头。**2018 年一季度，受益于美元指数阶段性走弱、我国国内经济基本面表现稳健等多重利好因素影响，人民币兑美元汇率延续了上一年的升值势头。2018 年一季度，人民币兑美元平均汇率中间价为 6.3632，较上年同期同比升值 8.22%。在岸即期汇率从 2017 年末的 6.5120 一路升至 3 月末的 6.2733，升值幅度达到 3.7%。

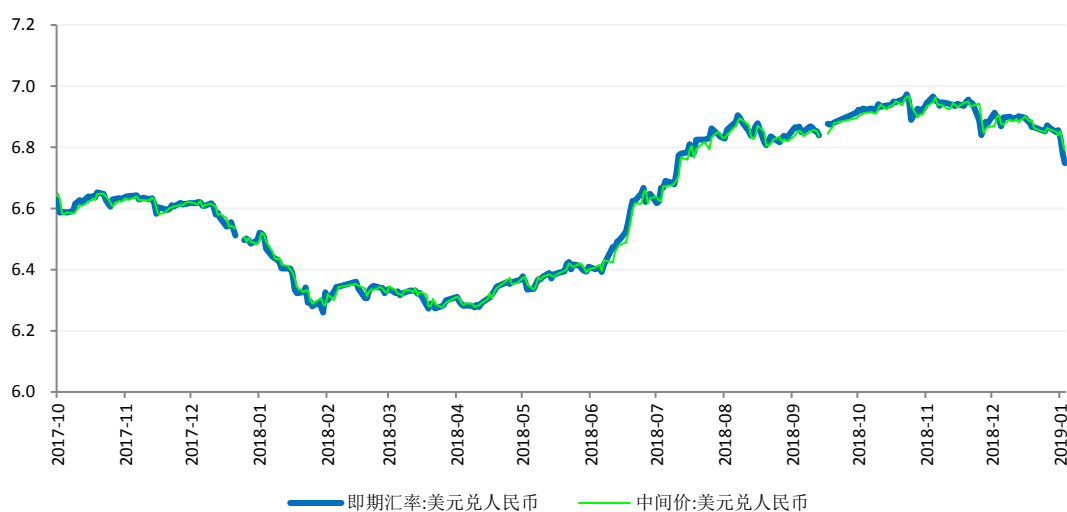
**第二阶段：4 月中旬至 10 月末，人民币汇率明显走弱。**4 月中下旬后，随着美元指数强势反弹，人民币对美元汇率持续承压下挫，端午节后更是呈现加速贬值态势。进入三季度，受美元指数处于相对高位、全球贸易摩擦不断发酵、国内经济增长持续承压、中美货币政策边际分化等多重因素影响，人民币汇率贬值幅度有所扩大。两个月内，人民币兑美元汇率由 6 月中旬的 6.4 附近贬值至 8 月中旬的 6.9 附近。对此，央行先后通过调整外汇风险准备金率、重启逆周期因子等政策工具加大逆周期调节力度，人民币汇率在 8 月中旬开始稳住跌势。但进入四季度后，美元指数重回 95 关口上方，叠加中美利差收窄、国内经济基本面转弱等影响，人民币汇率贬值压力再次加大，于 10 月末跌至 6.98 附近，市场对汇率破 7 的忧虑再起。

**第三阶段：10 月末至年末，人民币汇率有所企稳。**11 月初，随着支持民企多项措施集中推出提振市场信心以及中美贸易战有所缓和，人民币汇率企稳，保

持在 6.95 附近震荡，年底人民币中间价报收 6.8632，在岸即期汇率收于 6.8658。

整体来看，2018 全年，人民币兑美元汇率总体呈现先升后贬、震荡走弱、弹性增强的特征。即期汇率累计贬值 5.0%，考虑到 2018 年以来美元指数累计升值 4.5%，扣除美元升值因素后，人民币自身贬值幅度在 0.5% 左右。可以说美元升值与人民币自身贬值影响大约是 9:1。从人民币对一篮子货币的 CFETS 指数看，2018 年全年累计贬值 1.7%，远小于单一兑美元贬值幅度。

图 1 人民币汇率走势



数据来源: Wind

## (二) 2018 年人民币汇率走势特点

### 1. 汇率弹性显著增强

2018 年境内人民币汇率波动区间在 6.243 至 6.977 间，最大波幅扩大至 11.7%，创 10 年来的新高。这一方面是人民币汇率市场化的必然结果，另一方面也存在人民币汇率受外部变化冲击，稳定性减弱的客观因素。相当一段时间以来，在中国经济稳定增长、国内资本市场相对封闭的背景下，以资产配置为目的的交易需求较为有限，人民币汇率短期走势主要受经常账户下刚需结售汇的影响，对于经济基本面的变化并不敏感。2018 年，我国国际收支出现了明显变化：一季度经常账户出现 341 亿美元逆差，为 2001 年以来首次出现季度逆差，2018 年前三季度经常账户累计逆差 249 亿元；而非储备性质的金融账户则从 2017 年开始转为持续性顺差，主要来源包括境外投资者投资境内股权及债券市场以及境内企业提高

境外负债等。2018 年，境外投资机构配置我国资产的热情继续高涨，一季度证券投资项下资本净流入规模为 103 亿美元，二季度则进一步提高至 610 亿美元，这部分资金流动更容易受到投资回报率预期变化的影响，进而导致汇率弹性显著增强。

## 2. 离岸市场继续发挥引领作用

相对于在岸市场，离岸市场有更多的资产配置及风险对冲需求，这与境内外汇交易绝大部分为经常账户下的交易显著不同。此外，离岸市场参与主体主要是投资机构、对冲基金等，比境内经常账户下的实需客盘对国际市场的重大变动更为敏感，短时间内交易规模更大。2018 年，离岸市场汇率走势对在岸汇率继续发挥引领作用，尤其是在汇价大幅波动时期，离岸汇率的引领作用表现更为显著，如 2018 年 6 月下旬汇价突破 6.4 后的加速贬值以及 11 月初人民币两日内近千点走升的背后均是离岸市场率先反应，带动了境内市场。

## 3. 市场预期更趋稳定

2018 年四季度，人民币汇率持续贬值后再度逼近 7 关口，但境内客盘并未出现大规模恐慌性购汇，这与 2016 年的情况反差明显。2016 年 11 月至 12 月的贬值期间，客盘恐慌性购汇大量增加，两个月内外汇供求（包括外汇即期、远期签约以及期权签约交易）逆差额高达 981 亿美元；而 2018 年 10 月至 11 月贬值期间，外汇供求逆差仅 62 亿美元。这种变化一方面是由于我国宏观审慎管理措施不断完善，有效抑制了资本的无序外流；另一方面则反映出我国居民和企业对人民币汇率预期更趋稳定，结售汇行为更趋理性。

# 二、2019 年初汇率出现修复式反弹

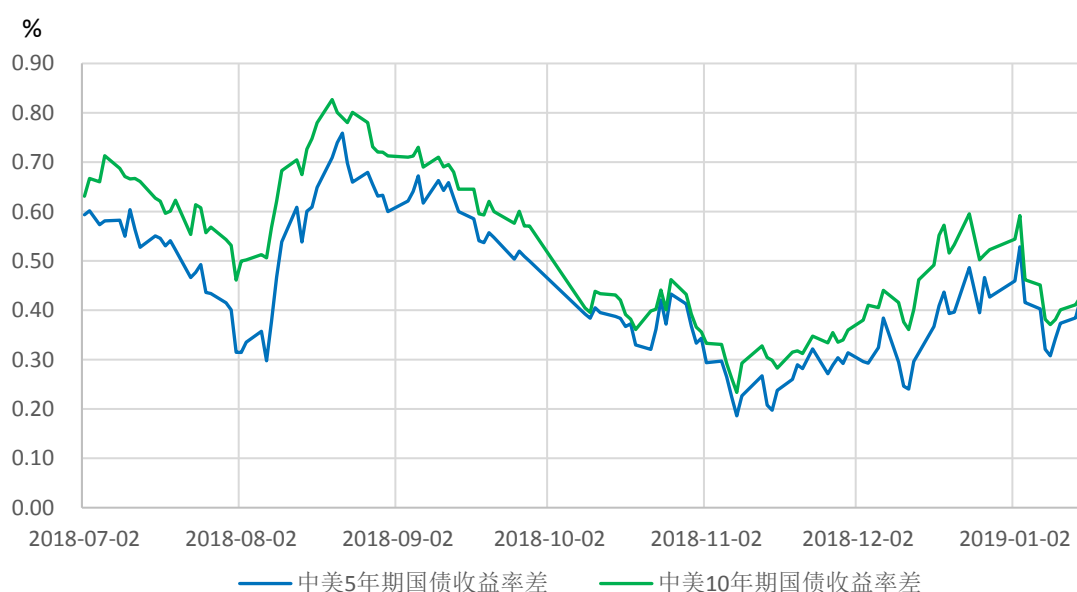
2019 年初以来，人民币汇率出现了一波强劲反弹，前 8 个交易日在岸即期汇率累计上涨幅度超过 1.7%，1 月 9 日至 11 日期间在岸即期汇率累计涨幅更是超过 1000bp，单周涨幅创 2005 年汇改以来新高。总体来说，这一波上涨属于修复式反弹，主要受到三方面因素推动：

## （一）美元指数回调是主要原因

美联储公布的 12 月议息会议纪要显示，美联储官员对于进一步加息的态度较此前的政策声明更加谨慎，并表示美联储对进一步收紧政策保持耐心，这使得

市场对美联储加息预期骤然降低，继而打压美元指数。短期内，由于政府停摆、“府院”博弈、金融市场动荡、贸易摩擦等不利因素持续发酵，市场近期对美国经济的看空情绪较为浓厚。此外，美联储近期频繁释放鸽派信号也使得美国长端收益率下行，中美利差有所走阔，我国资本流出压力缓解。以 5 年期国债收益率为例，相比于去年 11 月初出现的 19bp 的最低利差，目前中美国债收益率差已回升至 37bp。中美利差的短期企稳对人民币汇率反弹形成有效支撑。

图 2 中美国债收益率利差走势



数据来源：Wind

## （二）中美贸易磋商取得积极进展

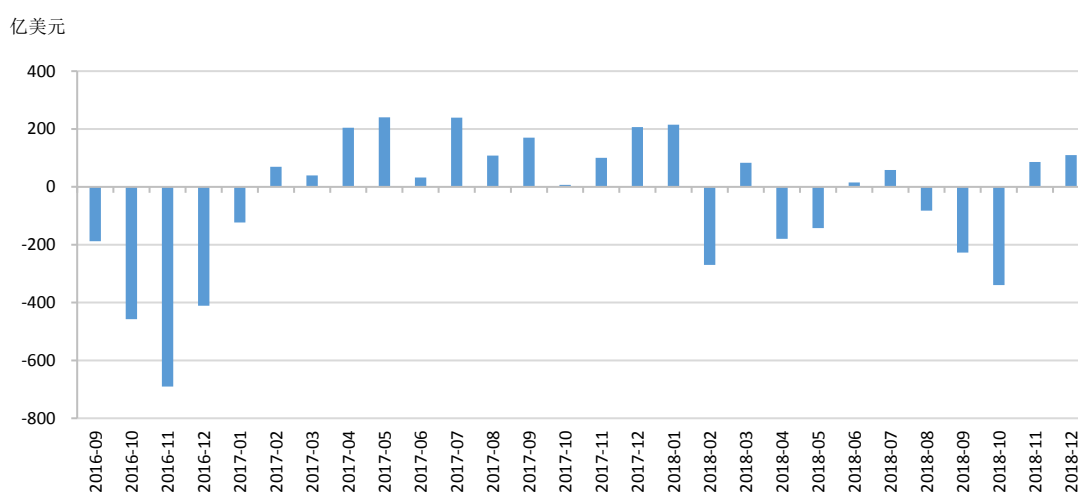
在结束超预期延长的中美副部级经贸磋商后，我国商务部发表声明称，“双方积极落实两国元首重要共识，就共同关注的贸易问题和结构性问题进行了广泛、深入、细致的交流，增进了相互理解，为解决彼此关切问题奠定了基础”，“双方同意继续保持密切联系”，表明我国外部经贸环境正朝向边际改善的方向发展，提振了市场信心。目前距 90 天的中美磋商限定期尚有时日，在此缓冲期内，预计中美经贸谈判继续释放向好信号的可能性较高，将继续对市场情绪形成提振。

## （三）交易性因素起到一定助推作用

一方面，年初属于季节性结汇高峰，企业出于财务核算、海外利润汇回、发放员工年终奖等需求，需要大量结汇用于运营开支；另一方面，随着人民币汇率

持续上涨,大量投资机构迅速回撤止损,结清人民币空头头寸,同时买涨人民币,这也迫使不少企业不得不抛售美元结汇,以缓解汇兑损失幅度,进一步助推了人民币涨幅。2018 年 11 月以来,我国外汇储备连续两个月转正,国际收支平衡趋于稳定,一定程度上对冲了央行降准对人民币汇率造成的贬值压力,有利于人民币汇率继续走升。

图 3 我国月度新增外汇储备



数据来源: Wind

值得注意的是,目前推动人民币汇率上扬的因素多属于消息提振,利好逐渐被消化或者受到新的消息冲击后,市场情绪较易逆转,人民币汇率尚未形成稳定升值趋势。从 1 月 10 日开始,离岸人民币即期汇率收盘价已连续多日低于在岸人民币汇率收盘价,同时,1 年期以内人民币 NDF 市场远期外汇合约也连续下跌,反映出投资者对未来人民币汇率走势的判断仍较为谨慎。

### 三、2019 年汇率展望：倒 V 走势，先强后稳

#### (一) 人民币汇率分析框架

基于国内外理论和实践,结合我们的思考和积累,可将人民币汇率的决定因素归纳为五个方面,包括经济增长、中美利差及货币政策、购买力平价、地缘政治以及汇率形成机制。

## 1. 经济增长

经济增长水平是决定一国货币强弱的基石。经济增长对人民币汇率的影响主要体现在三个方面：一是经济增速较快往往意味着国内生产率较高，使得生产成本相对较低，从而增强了货物贸易和服务国际竞争力，有利于增加出口，同时，经济增速较快会使得居民收入水平增长较快，国内需求相对旺盛，从而有利于增加进口；二是经济增长会影响国内的货币政策，货币政策的松紧度会对两国利差产生影响，进而影响汇率走势，例如当经济增长过热时，央行会采取紧缩货币政策，提升本国利率，使汇率面临升值压力；三是国内经济增速较快，既有助于提高实物资产的投资收益率，从而吸引外商直接投资，也能够增强国际市场对人民币的信心，使得投资者持有人民币的意愿上升，促使人民币升值。

## 2. 货币政策及中美利差

货币政策是影响债券收益率的关键因素之一，中美国债收益率利差直接体现了中美两国无风险资产收益率的差异，一定程度上决定了短期资本的流向。若中美利差扩大，在套利驱使下国际资本开始流向中国，带动人民币升值。反之，若中美利差收窄，套利空间不再，资金将回流美国，从而带动人民币贬值。然而，国际资本流入会使得我国央行被迫投放基础货币，导致国内货币供应量增加，从而加剧通胀压力。根据购买力平价理论，国内价格水平的上升会导致本国货币购买力下降，进而造成人民币贬值。

## 3. 购买力平价

购买力平价是评判货币价值及汇率的最直接的方法，体现了货币最根本的职能，即价值尺度和交换职能。购买力平价对一国汇率的影响主要体现在两个方面：一是从经常项目来看，当本国可贸易品在同一汇率下的价格显著高于外国同质量可贸易品时，本国的汇率有贬值压力；二是从资本和金融项目来看，当国内投资品的估值显著高于国外同类投资品时，会造成资本的外流，从而对货币形成贬值压力。前者贬值压力来自于通货膨胀，而后者来自于资产价格泡沫，其本质都是货币购买力的下降。

## 4. 地缘政治事件

地缘政治事件因其具有突发性和临时性特点，主要包括政局的稳定性、连续性，政府的外交政策以及战争、经济制裁和自然灾害等。地缘政治事件往往难以



准确预测，且容易对市场产生剧烈冲击。地缘政治事件对一国汇率的影响主要体现在三个方面：一是可能对经济产生负向冲击，并影响贸易需求，从而对出口产生不利影响；二是影响国内外货币政策导向，从而对汇率产生影响；三是会造成避险情绪的升温，进而对国际资本流动和资产配置产生直接影响，并快速传染至外汇市场。

## 5. 汇率形成机制

汇率形成机制本质上源于一国对汇率制度的选择，核心在于汇率的决定是否以市场供求为基础。一般来说，实行固定汇率制的国家，由于其货币以某一国家货币作为名义锚，因而央行对于外汇市场的干预力度较大，汇率跟随名义锚的变化而变化，波动幅度相对较小；对于实行有管理的浮动汇率制的国家，汇率形成机制既包含了政府部门的意志，也在一定程度上遵循了市场供求关系，汇率走势波动幅度较固定汇率制有所提升；对于实行完全浮动汇率制的国家，其汇率形成机制完全由市场供求关系决定，影响汇率变化的因素较多，汇率波动幅度相对较大，且缺乏可预判的规律。

## （二）2019 年影响人民币汇率的主要因素

基于上述框架，具体来看，2019 年影响人民币汇率的因素主要有以下五个方面。

### 1. 我国的经济基本面

2018 年我国经济保持了稳中趋缓的发展态势，GDP 增速逐季回落，这是导致汇率走弱的最根本原因。2019 年我国经济仍然面临巨大的下行压力，我们可以从三大动力和经济周期两个角度来看。从三驾马车的角度看，全球经济继续减速、贸易谈判仍具不确定性以及出口抢跑的透支效应等将导致出口增速继续回落。基建投资增速虽然自去年四季度开始反弹，今年有望继续回升，但预计难以对冲制造业和房地产开发投资增速回落的影响，而消费增速预计则会继续受到收入放缓、杠杆率抬升的挤压，难有亮眼表现。从经济周期的角度看，目前库存周期已经进入主动去库存阶段，设备投资周期在 2018 年推动了企业的设备更新，进而导致了制造业投资增速持续走高，但这一周期已经开始出现钝化，房地产周期在人口拐点已过、调控基调未松的背景下，已经进入下行阶段。三大周期齐齐向下，无疑会加大下行压力。经济基本面如果持续走弱，无疑会压制汇率走势，但如果

逆周期调节措施收效显著并改变市场的悲观预期，则有利于人民币汇率反弹。

## 2.中美两国的货币政策与利差

与 2015 年“811”汇改后汇率一度成为宏观政策的核心调控目标不同，当前人民币汇改新框架已基本成型，市场对汇率波动的接受度更高；同时，内部均衡相对于外部均衡来说更为重要，需要汇率增加弹性为货币政策独立性留出更大空间，因此在主要宏观政策目标中，汇率的“锚”已相对松动。2018 年以来，央行通过定向降准、MLF 超预期新增、窗口指导以及加大公开市场投放等渠道加大了货币市场的流动性供给，货币宽松预期有所升温，利率债收益率走低趋势显著。同时，加大对民营企业支持的各项政策接连推出，包括加大对民企的信贷融资支持，降低融资成本也要求货币政策予以配合。美联储方面，尽管 2019 年加息次数可能有所减少，但货币政策仍处在边际收紧阶段。预计 2019 年中美货币政策仍存在分化，中美利差可能将继续收窄。

## 3.美元指数走势

当前美国经济仍保持较高增长动能，各项经济数据整体较为强劲，但展望 2019 年，随着财政刺激效应下降、美联储多次加息累积紧缩效应的逐步体现，以及贸易摩擦对美国自身经济的损害，美国经济存在减速隐忧。在 2018 年美联储已经加息 4 次的背景下，预计 2019 年美联储加息次数将减少至 2 次左右。从非美地区情况来看，不确定因素仍然较多。欧元区 2019 年可能加息，但英国脱欧风波仍存疑问，主要非美货币自身走势预计会引起美元指数较大波动。总体看，2019 年美元指数尽管仍有望保持一定强势，但上升空间有限，预计难以突破上一轮“特朗普交易”高点。

## 4.国际收支情况

2019 年上半年我国国际收支下非储备性质的金融账户可能转为小幅逆差，但下半年或有好转。一方面扩大开放政策频出，直接投资资金持续流入可期；另一方面我国资本市场估值在全球来看仍处于低位，国际资金流入证券投资项的趋势明显。此外，受中美贸易战不确定性及汇率预期影响，2018 年二季度以来误差与遗漏项及金融项下的货币与存款项均重回逆差，2019 年仍将面临流出压力。整体看，2019 年外部环境的不确定性会在一定程度上影响货物与服务贸易以及部分热钱流出，但扩大开放与资本市场低估值吸引的海外资金流入将起到对冲作

用，预计国际收支不会出现恶化。为稳定国际收支，外汇储备可能小幅下降，但短期不会突破 3 万亿美元大关。

### 5. 央行的调控手段

2018 年二季度以来的人民币汇率贬值过程中，央行基本未进行常态式干预，而主要交由市场决定。监管层所使用稳汇率政策包括高层集中喊话和预期引导、远期售汇业务的外汇风险准备金率上调、重启逆周期因子、对自贸区及离岸中资银行进行窗口指导、发行离岸央票及其他离岸流动性管理等措施。易纲行长在此前的公开演讲中也强调，货币政策放松幅度应综合考虑内外部平衡，避免过度宽松对汇率带来不良影响。整体来看，政策的落脚点主要是通过引导预期来防范和控制顺周期行为以及“羊群效应”。在上述政策的引导和管控下，我国跨境资金流动和外汇市场总体保持平稳，外汇储备规模并未出现过快消耗。应该说，管理层手段的多样化和经验的丰富化将是人民币汇率保持稳定的重要因素。

### （三）2019 年人民币汇率走势展望

展望 2019 年，人民币汇率虽然年初涨势强劲，但未来仍面临一定下行压力。一方面，强势美元周期趋于见顶，但急转直下的可能性较低，预计年内维持区间震荡的概率较高。另一方面，今年我国经济下行压力较大，经济增速料将进一步放缓。同时，面对下行压力，政策将从逆周期调节与加快改革转型角度发力，货币政策的实质性宽松也将导致人民币汇率中期内面临一定压力。

整体来看，预计人民币汇率或重演类似 2018 年的倒 V 型走势，呈现先强后稳、双向波动、总体稳定的态势，全年维持在 6.5-6.9 之间宽幅震荡，破 7 的概率不大。

## 四、对策建议

2019 年是我国决胜全面建成小康社会、打赢三大攻坚战和应对外部挑战的关键一年。为妥善应对内外部环境的深刻变化，实现“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的目标，建议应从以下几方面着手：

### （一）全方位积极有效应对中美贸易摩擦

中美贸易摩擦已由简单对抗转变为深度博弈，由全面互征关税转变为就知识产权等结构性问题集中磋商，未来的谈判基调应是“求同存异，合作共赢，携手

构建人类命运共同体”。首先,要做好摩擦和磋商长期化的思想准备和战略准备,未来中美关系的主要基调将是在竞争中发展;其次,坚持在 WTO 框架下与美国进行谈判,把中美“双边谈判”和“在 WTO 框架内谈判”更好地结合起来,进一步彰显我国“经济全球化的维护者、贸易自由化的践行者、多边贸易体系的拥护者”的角色定位;第三,以贸易战为契机加快改革开放,放宽金融、制造业等领域的市场准入,扩大商品和服务进口,推动产业结构调整,强化知识产权保护。

## (二) 保持定力, 对内持续深入推进结构性改革

供给侧结构性改革应更加强调市场化与法治化手段,在“巩固、增强、提升、畅通”等方面多下功夫。巩固“三去一降一补”已经取得的成果,继续推动更多产能过剩行业加快出清,降低全社会各类营商成本,加大基础设施等领域补短板力度。增强微观主体活力,发挥企业和企业家主观能动性,建立公平开放透明的市场规则和法治化营商环境。提升产业链水平,培育和发展新的产业集群,继续落实创新驱动战略。畅通国民经济循环,提高金融体系服务实体经济能力,形成国内市场和生产主体、经济增长和就业扩大、金融和实体经济的良性循环。

## (三) 加强对人民币汇率市场的调节和引导

自“811”汇改以来,“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”的人民币汇率新框架逐渐成型,汇率弹性的增加为货币政策独立性留出了更大空间。目前人民币汇率已突破 6.80 的重要心理关口,是自 2018 年 8 月以来的首次。政策层面应顺势而为,借助过去积累的多样化调节手段和丰富的操作经验,通过加强离岸流动性管理等措施,加大对市场预期的引导,稳定住人民币汇率的上升势头,打好开年基础,为后期可能受到的冲击储备一定的缓冲区间。

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息,所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况,相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归民生银行研究院(民银智库)所有,任何对报告内容进行的复制、转载,均需注明来源,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用,所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议,欢迎发送邮件至:renliang1@cmbc.com.cn

欢迎扫描二维码加入民生银行研究院公众账号“民银智库”(见右图)

