

# 研究报告

2017 年第 38 期

2017.3.27

执笔：王小娥

xiaoe.wang@icbc.com.cn

## 2017 年人民币汇率走势判断

### 要点

- 2017 年以来汇率贬值压力较 2016 年 4 季度有明显缓解，伴随人民币汇率的逐步企稳，2017 年 2 月外汇储备余额再次站上 3 万亿的台阶。
- 2017 年中国紧缩程度将低于美国紧缩程度，中美利差将持续缩窄，人民币汇率仍然存在贬值压力；但中美货币政策方向不再背离，将在一定程度上减轻人民币贬值压力。预计 2017 年人民币汇率贬值幅度较 2016 年（7%）明显收窄，年底贬值幅度在 4% 左右，年底汇率在 7.25 元/美元左右。
- 在汇率贬值压力仍存的情况下，跨境资金流出压力仍在，保外储仍将是 2017 年的重要命题，预计央行在必要时仍会继续加大举措抑制非理性资本外逃。我行要对此做好准备，加强对结售汇及跨境收付等数据的监测，以及时掌握跨境资金流动的动向及其对银行间流动性的影响，并针对跨境资金流动异动风险制定预案，防止资金流动中的“黑天鹅”事件冲击我行的业务运营甚至升级为重大损失。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

## 2017 年人民币汇率走势判断

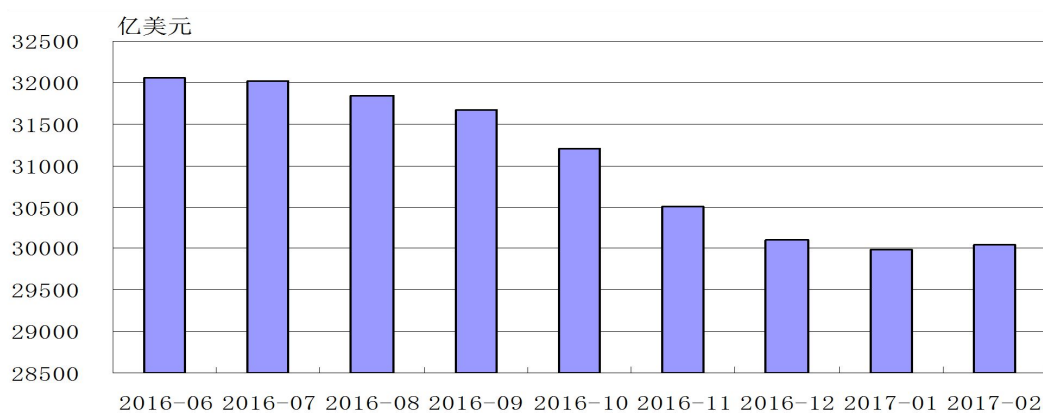
2017 年 3 月 16 日，随着美联储 25 个基点的加息举措推出，加息前期超贬的人民币汇率出现小幅升值（见图 1）。总体来看，2017 年以来汇率贬值压力较 2016 年 4 季度有明显缓解。伴随人民币汇率的逐步企稳，外汇储备在 2 月也逆转了 2016 年下半年以来的连续下滑态势，2017 年 2 月外汇储备余额为 3.0051 万亿美元，再次站上 3 万亿的台阶（见图 2）。汇率和外汇储备的企稳令市场神经明显放松，但仍有必要对今年的汇率走向和外汇储备流出压力进行预测判断，以便提前做好应对准备。

图 1 人民币即期汇率走势（2015.7-2017.3）



数据来源: Wind资讯

图 2 外汇储备余额（2016.6-2017.2）





## 一、预计人民币汇率在2017年仍然承压，但压力较2016年有所减轻

### （一）中国央行追随美联储加息举措上调中标利率，上调当日人民币汇率小幅上涨

根据利率平价理论，国内外利差变化引发的跨境资本流动是导致一国货币汇率短期波动的重要因素。因此，美元加息举措就一直牵动着市场的神经。在美元加息之后，中国央行也于3月16日上午上调7天、14天、28天逆回购操作中标利率和中期借贷便利中标利率各10个基点。很明显，央行这次上调中标利率是追随美联储加息举措，背后有2017年以来经济向好基本面支撑因素，但更多的还是出于稳汇率和稳外储的考虑。中标利率不同于存贷款利率，存贷款利率上调会直接影响到实体经济，但中标利率最初只反映在银行体系或者金融领域，在银行体系流动性充足的情况下有可能实现内部消化，而不会外溢，因此，上调中标利率相对来说更为柔和，对实体经济冲击相对小一些。但上调中标利率会提升金融体系资金的价格，进而增加国内金融市场对资金的吸引力，一定程度上可以起到改变市场预期的作用。加上本次美元尽管如期加息，但加息整体偏鸽派，不仅议息会议没有如市场此前猜测的增加加息次数，甚至加息投票中还有反对票。因此，加息举措推出当天，美元指数下跌，人民币等新兴市场货币小幅上涨。2017年3月16日，美元指数为100.271，较3月15日下跌0.268，较3月14日下跌1.491；人民币兑美元即期汇率为6.8978元/美元，较3月15日升值0.21%，较年初低点升值0.84%。

### （二）2017年中美利差仍将持续缩窄，人民币仍存贬值压力

受房产调控影响，中国经济下半年下行压力将明显增加。2017年以来中国经济的企稳回升主要还是基建和房地产投资带动，2017年1-2月，基建投资同比增长21.3%，房地产开发投资同比增长8.9%，双双创出2015年4月以来的历史新高；2017年1-2月，基建、房地产开发投资增量合计占整体固定资产投资增量的77%，二者的高速增长也推动了挖土机销量的大增，2017年2月挖土机销量同比大增298%。但3月17日后北京、石家庄、郑州、深圳、广州等地力度

空前<sup>1</sup>的房地产调控升级政策，叠加 2016 年国庆节期间出台的调控政策效应，预计下半年房地产销售及投资增速将受到明显抑制，其将对当前略有企稳的经济带来负面冲击。与此同时，制造业投资增速在 2017 年有所回落，2017 年前 2 月同比仅增长 4.3%，较 2016 年 12 月增速下降 6.5 个百分点，未来可持续增长值得关注；加上补库存周期大概率在 2 季度末 3 季度初结束，将导致固定资产投资增速大概率下降，下半年经济下行压力增加。

**美国经济虽然尚未进入新的增长周期，但特朗普新政对经济的拉动作用仍值得期待。**客观来讲，美国经济要从危机后的衰退中进入一个新的增长周期，需要一次重大的技术变革和创新，从当前美国经济来看，还没有出现这样全局性的技术变革，因此，经济总体上仍处于弱复苏的态势。但特朗普新政对经济的拉动作用值得期待，特朗普的政策主张包括减税改革、积极财政扩张计划、贸易保护主义政策等，主要目标是着力于推动美国的经济增长。虽然这些政策不确定性很大，但是只要能落实一部分，对美国经济来讲就是利好。

2016 年下半年以来，中央强调防风险去杠杆，综合运用货币政策工具，货币政策从宽松转向持续收紧。2017 年人民银行先后两次提高中期借贷便利(MLF)利率、逆回购中标利率、常备借贷便利(SLF)利率，再次释放收紧信号，显示金融去杠杆决心。2017 年，预计美联储较大概率仍会加息 2 次。伴随美联储加息频率增加，国内面临资金回流压力，央行或维持相对均衡偏紧的货币政策以此缓解国际收支方面的压力，但面临国内经济增速仍存在下行压力，如果要求中国央行亦步亦趋的追随，从中国经济本身来讲，有点勉为其难。预计即使需要加息，央行也将更多的采用如 3 月 16 日提高中标利率的举措，而轻易不会提高存贷款利率，除非在经济增长态势良好、通胀超过 3% 的情况下，预计年内存贷款利率上调次数不会超过 1 次。

因此，预计 2017 年中美利差将持续缩窄，人民币汇率仍然存在贬值压力。

**(三) 中美货币政策方向不再背离，将在一定程度上减轻人民币贬值压力**

<sup>1</sup>本次调控堪称调控史上最严厉调控举措，以北京为例，本次调控北京认房又认贷，普通自住二套房首付比提升至 60%，非普通自住二套房首付比不低于 80%，暂停 25 年以上房贷。



2017年，中国央行货币政策基调尽管仍然是“稳健中性”，但实际操作已明显转向，由“略偏宽松”到“中性偏紧”，中美货币政策方向不再背离，将在一定程度减轻人民币贬值压力。但预计中国紧缩程度将低于美国紧缩程度，从利差角度，预计人民币汇率在2017年内仍然承压，但压力较去年明显减轻，预计贬值幅度较2016年（7.02%）明显收窄，年底贬值幅度在4%左右，年底汇率在7.25元/美元左右。

中长期来看，汇率相关国的经济发展潜力决定了中长期汇率走势。不容否认，由于中国经济韧性好、潜力足、回旋余地大，中国经济在较长区间里保持较快增长的基本面没有改变。但与此同时，经过多年粗放式的发展，经济中已积累了很多痼疾，突出表现在投资效率不断降低、环保压力骤增等方面，而其中，最严重的莫过于日益高涨的房价对经济的透支与架空。如果我国各项改革能够按计划深化，房地产问题能够妥善解决，经济基本面能得到长期提振，那么人民币均衡汇率走强，进而带动人民币由中期微贬转向长期稳健走强的趋势将逐渐形成；如果前述假设未能实现，改革成本潜在上升，经济基本面没有得到提振，那么，人民币从中期向长期的过渡会波动加剧，货币贬值压力也将长期存在。

## 二、跨境资金流出压力仍在，2017年必要时仍会加大抑制非理性资本外逃力度

在汇率贬值压力仍存的情况下，跨境资金流出压力仍在。从最近两月的外汇储备数据看，随着货币利率的提高以及经济的短期回暖，虽然资金流出压力有所缓解，但外汇储备仍比去年年末有所下降。2017年2月外汇储备余额为3.0051万亿美元，较2016年末下降53.9亿美元。外汇储备是一国抵御国际风险、保证对外支付、稳定本国汇率和维护国际信誉的重要资产，一旦市场预期急转直下，可能造成资本外逃与人民币贬值互相叠加的恶性循环，不仅可能致使国内市场流动性快速收缩、对经济产生巨大负面冲击，而且将直接削弱我国经济抵抗外部冲击的能力。

从历史的角度看，每逢7/8的年份容易开启金融危机模式，比如1997/1998



年出现亚洲金融危机，2007/2008 是全球金融危机，而金融危机与美元走势也密切相关，比较典型的模式是美国衰退放水，然后美国复苏紧缩。当前美国已经开始第二次加息，美元指数升至 13 年高点，这也意味着 17/18 年发生金融危机的风险也不容忽视。从新兴市场的角度看，美元升值并不会直接促发危机，比如过去几年的美元指数从 70 升至 100，但并没有爆发任何危机，过去的危机爆发都与外汇储备不足有关。**这意味着为了防范金融危机，保外储仍将是 2017 年的重要命题。**

IMF 近年来使用一系列指标的组合来衡量外汇储备的充足度。对于没有资本账户管制，且试图维持本币汇率兑美元稳定的国家而言，充足的外汇储备规模应该同时满足：第一，短期债务的 30%；第二，其他债务的 20%；第三，M2 的 10%；第四，出口的 10%。根据法兴银行在 2015 年 9 月初做出的估算，按照上述 IMF 的标准，中国的外汇储备规模不能低于 2.75 万亿美元。目前中国的外汇储备在两年内缩减了 25%，降至 3 万亿美元。这意味着，如果我国在用外汇储备保汇率的同时不加强资本账户管制，那么外汇储备规模离 2.75 万亿美元的最低界限已经不多了。事实上，不说 2.75 万亿美元的最低界限，即使一旦跌破 3 万亿，也极有可能引发市场恐慌行为。

2016 年人民币对美元贬了 7.02%，这还是在消耗了 3000 多亿美元外汇储备的前提下实现的。那么，既要维持汇率稳定，又不要浪费外汇储备，事实上如前所述，我国外储也没有那么多弹药了，在这种情况下唯一的办法就是加强资本管制。2016 年监管部门已经采取了一系列措施防范资金恶意跨境流动，加强对跨境交易的真实性审核等，预计 2017 年在必要时仍会继续加大举措抑制非理性资本外逃。我行要对此做好准备，主动加强对我行结售汇及跨境收付等数据的监测，以及及时掌握跨境资金流动的动向及其对银行间流动性的影响，并针对跨境资金流动异动风险制定预案，防止资金流动中的“黑天鹅”事件冲击我行的业务运营甚至升级为重大损失。