

研究报告

2018 年第 96 期

2018.11.19

执笔：

邱牧远

muyuan.qiu@icbc.com.cn

近期人民币贬值原因分析及未来走势展望

要点

- 通过对近期人民币贬值动因的分析，本报告认为美国经济短期的强劲增长及新兴市场货币危机的外溢效应构成了近期人民币贬值的外部环境；我国经常账户顺差的减小也为人民币贬值带来压力。
- 从未来一段时间看，人民币仍存在小幅贬值空间，但结合市场预期、财政状况等综合分析，发生货币危机的概率较小。
- 长期来看，应对人民币中长期升值保持信心。劳动生产率增长的相对水平是决定一国汇率长期走势的主导因素。中国目前的市场规模、体制等领域的潜力仍未完全释放，未来制造业劳动生产率仍将进一步提高。在此背景下，人民币依旧处于长期上升通道。

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。

近期人民币贬值原因分析及未来走势展望

近期，阿根廷和土耳其等国相继爆发货币危机，各新兴市场货币也普遍出现贬值。作为最大的新兴经济体，2季度以来人民币兑美元汇率已累计贬值9.76%，8月中旬一度接近7。应怎样看待近期人民币的走势？人民币是否会持续贬值甚至引发市场恐慌情绪？本文试图对上述问题进行分析。

一、近期人民币存在贬值压力

观察近期人民币的贬值压力，可以通过企业结售汇意愿观察实体经济对人民币走势的预期。如果企业和个人对人民币存在贬值预期，则企业会与银行签订远期售汇合约以锁定未来价格，导致银行代客净结汇签约额为负，反之亦然。图1中，根据国家外汇管理局会定期公布企业结汇数据，计算得到银行代客远期净结汇签约额。可以发现，自5月以来因银行远期净结汇签约额便由正转负，并在5-7月间持续恶化。

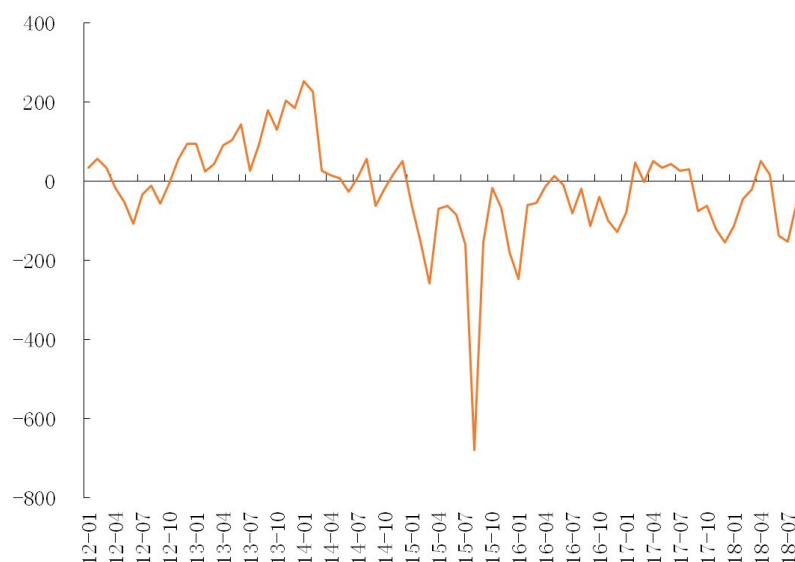


图1 银行远期净结汇签约额（亿美元）

还可以从人民币无本金远期交割汇率 (NDF) 观察市场对人民币走势的预期。

由于该数据以日度为频率，对人民币汇率走势的提示作用更强。图2中，以3个月 SHIBOR 利率及美国联邦基金利率计算了利率平价隐含的3个月人民币远期汇率，并与3个月人民币无本金远期交割汇率 (NDF) 进行了比较。如果二者之差 (diff) 大于0，则代表 NDF 大于平价汇率，市场存在人民币贬值预期，反之亦然。从图中显示的结果来看，2015年8月至2017年初，diff 始终处于正区间市场对人民币存在贬值预期；2017年后，随着人民币汇率形成机制改革的深入，市场情绪转向，人民币升值预期一直持续至2018年4月；2018年5月以来，随着中美贸易战的逐渐升温，人民币汇率由前期升值转为震荡态势。目前来看，3月 NDF 已明显高于利率平价预测值，表明市场对人民币存在贬值预期。

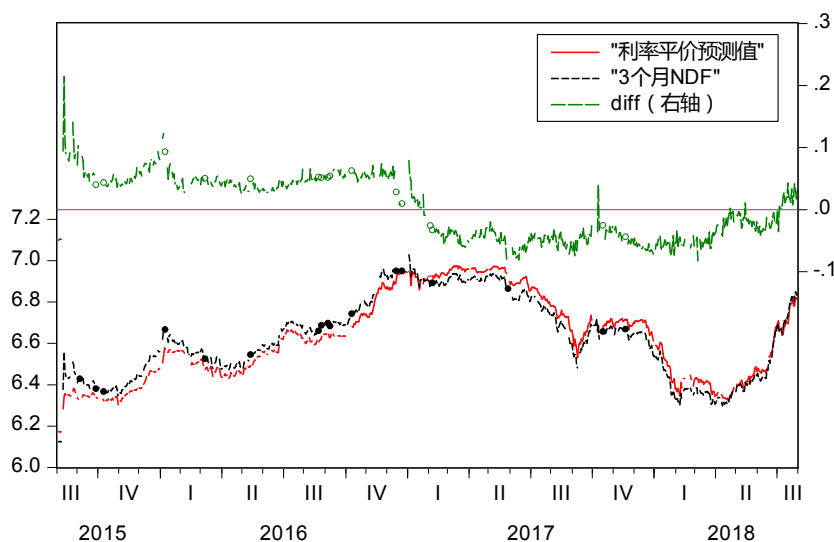


图2 利率平价与3个月NDF

二、人民币贬值的成因分析

近期人民币贬值是内外部环境共同作用的结果。

首先，美元走强带动全球流动性收紧，是导致近期人民币贬值的最主要因素。随着市场定价机制的逐步完善，近年来人民币与美元指数间的相关性已大大增强（图3）。换言之，人民币与其他主要货币兑美元走势正愈发一致。而近期美元的不断走高，主要与美国国内经济表现相关。一方面，经济景气 and 利率的升高直接带动了金融资产收益率，为美元升值提供支撑。2018年第二季度，

美国实际和名义 GDP 增速（环比折年率）分别达到4.1%和7.4，创下2014年以来的新高；8月新增非农就业人数回到20万以上的水平，失业率维持在3.9%的低位。从通胀来看，美国 PCE 自5月以来均高于美联储预期，而核心 PCE 不断接近2%水平，使得市场形成加息预期。尽管9月27日美联储议息会议再次提高联邦基金利率0.25个百分点至2.00%-2.25%区间，但市场普遍预计年内可能仍有一次加息；另一方面，减税政策效果正在逐渐显现，加速资金回流。特朗普政府于2017年底通过了《减税与就业法案》，大幅降低企业所得税。根据测算，法案实施后美国公司所得税已经低于 OECD 国家的平均，这进一步推高了美元资产长期收益率，促使资金更多流向美国国内实体经济，加速了制造业的资金回流。



图3 人民币汇率与美元指数（单位：亿美元）

如果未来人民币与美元继续保持同步，则可以通过预测美元指数走势判断未来人民币汇率的变动情况。文中按照美元指数货币篮子的构成，分别以 ARIMA 模型、GARCH 模型及因子向量自回归模型构建短期预测模型，并以三个模型均值对未来美元指数走势进行预判。结果显示，11月美元指数可能继续小幅上升，并在之后迎来拐点。照此推测，近期人民币或仍承受一定贬值压力（图4）。

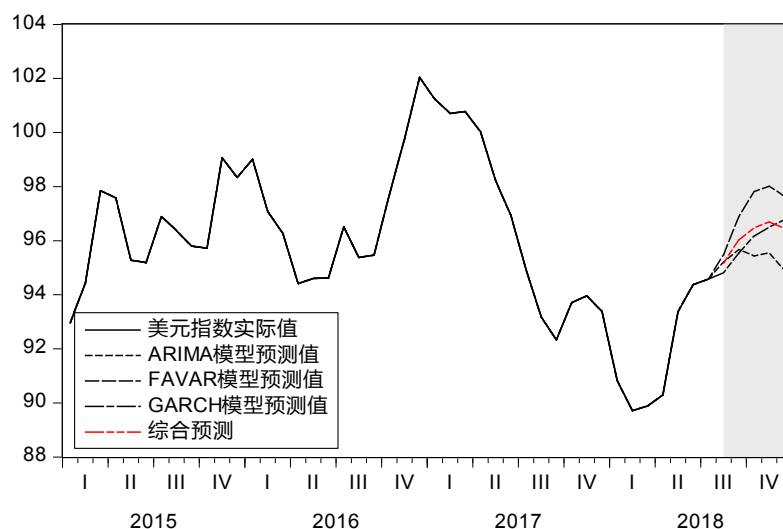


图4 美元指数走势预测

第二，新兴市场“货币危机”产生外溢效果，拖累人民币贬值。今年4月以来，主要新兴市场货币相继贬值。相较4月初，印度卢比、俄罗斯卢布、巴西雷亚尔及南非兰特贬值幅度超过10%，阿根廷比索和土耳其里拉贬值幅度更是达到惊人的95.7%和60.8%（图5）。两国货币危机的发酵加剧了市场对新兴市场恐慌情绪，给人民币带来了一定贬值压力。

与此同时，土耳其货币危机还对欧洲银行业资产造成了一定冲击，给欧元区经济和欧元带来一定风险。土耳其地处欧洲中部，同欧洲其他国家在保持着紧密的经济往来。根据彭博公司8月份的研究报告显示¹，仅西班牙对外银行（BBVA）和意大利联合信贷银行（Unicredit）的资产中，涉及土耳其的风险资产达到18%和7%。在土耳其货币危机爆发之后，两家银行的股价下跌对给整个欧元区经济带来的新的不确定性。加之近期意大利民选政府的两大政党都怀有民粹主义和脱欧倾向，提升了意大利的“脱欧”风险，使得欧元走弱的同时，进一步加剧了对美元资产的需求。

¹

<https://www.bloomberg.com/view/articles/2018-08-10/citi-s-exit-from-turkey-looks-smarter-every-day-lionel-laurant>

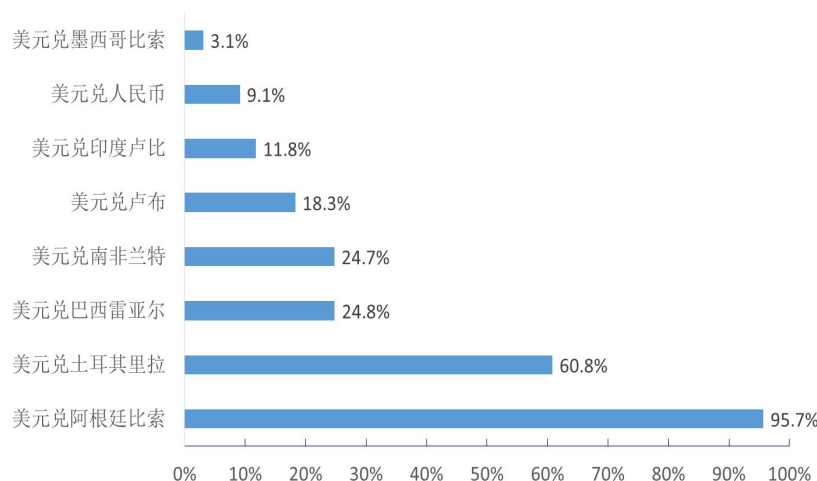


图 5 2018 年 4 月 1 日-9 月 28 日主要新兴市场货币贬值幅度(%)

第三，近期中国出口顺差放缓，带动人民币走弱。根据国际收支理论，经常账户顺差是汇率升值的重要因素。我国经常账户过去十几年一直保持较大规模顺差，危机前经常账户顺差占 GDP 比例一度甚至达到两位数。但在经济危机之后，这一比例迅速下降。截至2017年底，货物贸易差额已降至近10年的低位，并处于长期下降通道（图6）。而中美贸易摩擦的升级使市场普遍预期我国经常账户顺差可能进一步收缩。7月美国340亿制裁清单生效后，8月份该笔制裁下中国出口美国的商品较去年同期已大幅下降。随着未来160亿和2000亿美元清单相继生效，预计中国对美出口将受到抑制，带动人民币汇率贬值。

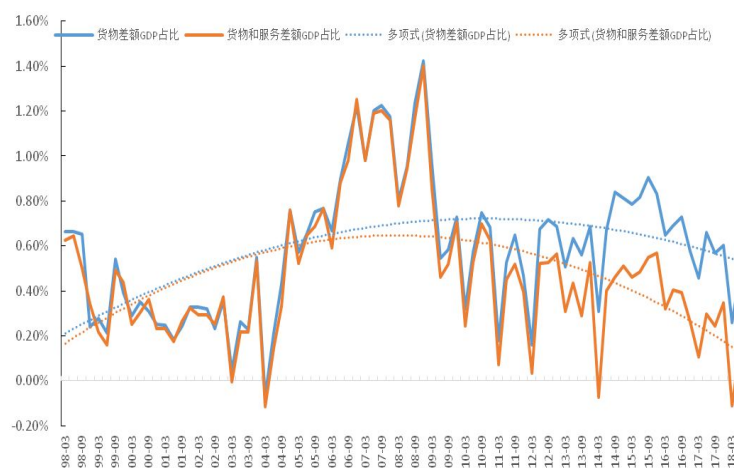


图 6 中国货物出口及货物与服务出口的 GDP 占比 (%)

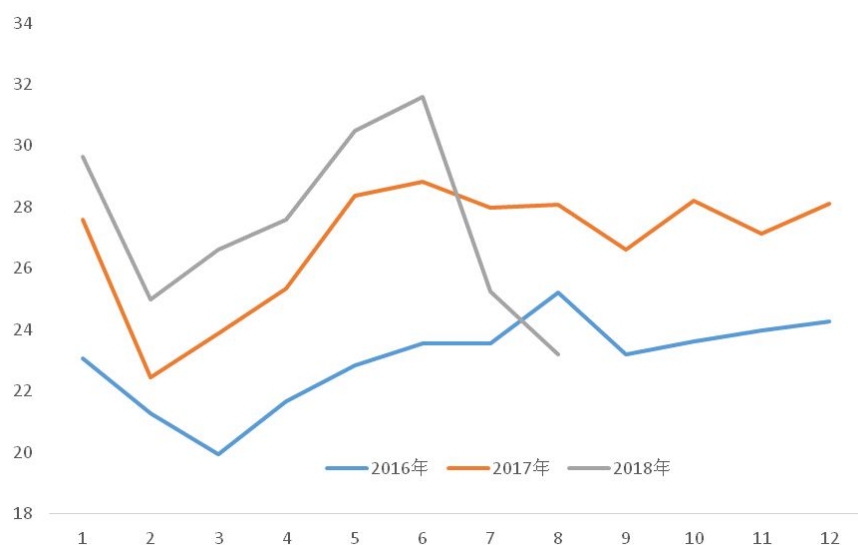


图7 中国对美出口
(340 亿美元制裁清单)

三、人民币出现货币危机可能较小

从部分新兴市场货币危机成因来看，财政纪律涣散、高通胀、国际收支失衡与外债问题相互交织，使政府债务不断扩大。在市场避险情绪的带动下，最终形成了货币大幅贬值的“明斯基时刻”（图8）。尽管近期人民币出现了轻微贬值，但从以上逻辑分析，我国与阿根廷、土耳其等新兴经济体存在根本差异，发生货币危机概率不大。

第一，中国政府财政状况更加稳健。资金短缺是所有发展中国家面临的共同问题，但一些新兴经济体融资过度依赖国际市场，造成外债负担过高，在本国货币贬值时，往往会大幅降低本国外债偿付能力，诱发货币贬值。以阿根廷和土耳其为例，2017年底两国外债规模分别为2345.49和4542.84亿美元。尽管当年两国实际GDP增长率均保持了较高水平，但按GDP绝对水平计算的外债负债率却分别达到36.79%和53.38%。反观我国，2017年外债负债率仅为14%，大幅

低于国际警戒水平²。

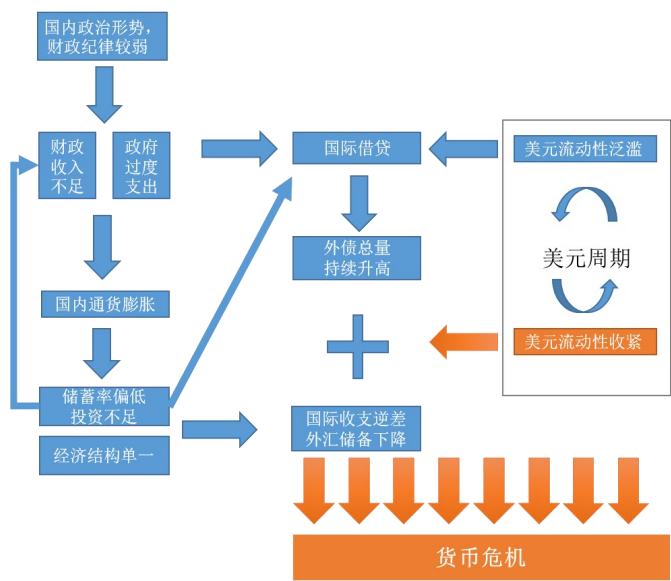


图 8 货币危机流程图

第二，充足外汇储备为央行引导市场预期、避免汇率短期波动提供了基础。外汇储备是政府应对货币危机时的干预市场的重要来源，但阿根廷和土耳其外汇储备相对偏低。截至2018年1季度，阿根廷和土耳其外汇储备分别为618.81和755.49亿美元，仅为两国外债规模的23.47%和18.53%，使政府在应对货币危机时“捉襟见肘”。但目前我国外汇储备高达3.12万亿美元，超出我国外债总额的1倍还多，接近其他金砖国家外汇储备总和的三倍。这为汇率贬值时政府引导市场预期，避免汇率大幅波动提供了必要保障。

第三，较低的通货膨胀率为保持人民币币值稳定创造了条件。国内币值稳定是保证汇率长期稳定的重要前提，但在债务偿还的压力下，阿根廷和土耳其两国未能平衡外部资金环境与国内货币政策间的平衡关系，导致货币发行量过高，国内通货膨胀不断提高。2017年各月，阿根廷CPI同比增速始终保持21%以上，而土耳其也达到两位数。而从我国来看，近年国内通货膨胀率持续走低，

² 负债率是指年末债务余额与当年GDP的比率，是衡量经济总规模对政府债务的承载能力或经济增长对政府举债依赖程度的指标。国际上通常以《马斯特里赫特条约》规定的负债率60%作为政府债务风险控制标准参考值。

近两年来均为超过2%的水平。特别随着汇率市场化改革的逐步推进，汇率管理水平 and 市场定价水平大幅提高，为维持固定汇率而被动发行货币的压力已经大幅减小，这为保持人民币汇率的长期稳定提供了制度保障。

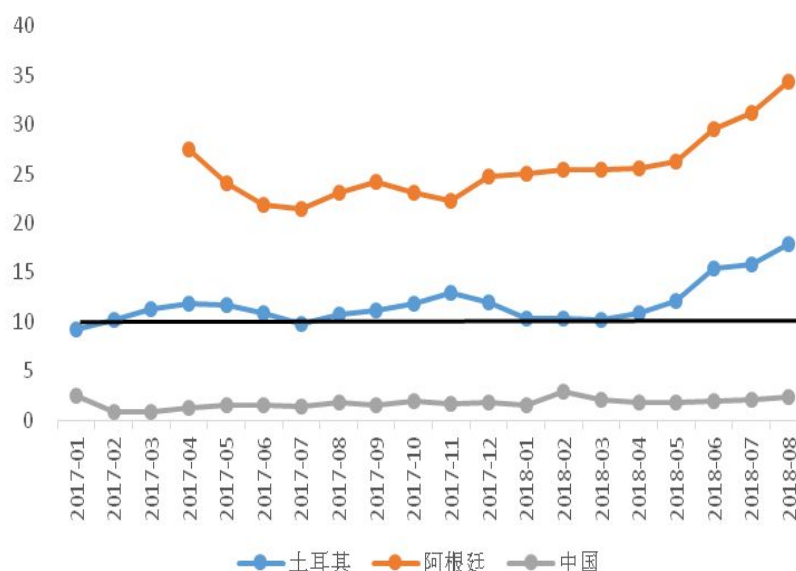


图9 中国、阿根廷和土耳其通货膨胀率(%)

第四，中国国内消费市场较大，抵御外部经济冲击的能力更强。稳定的经济增长速度是财政收入和支付能力的重要保障。目前，我国经济体量已跃居全球第二，已成为全球第一的消费市场。尽管随着经济进入新常态经济增长速度出现了一定下降，但从绝对水平来看，依然处于发展中国家前列。2017年全年，我国GDP增速依旧达到6.9，保持全球领先地位。与此同时，在供给侧改革理念的引导下，我国经济增长更加注重结构调整和质量提高的提高。自经济危机以来，我国贸易对外依存度已经逐年下降（图10），国内消费和投资已逐渐成为拉动经济的主要动力。这使得经济面临国际需求冲击下，韧性更强。

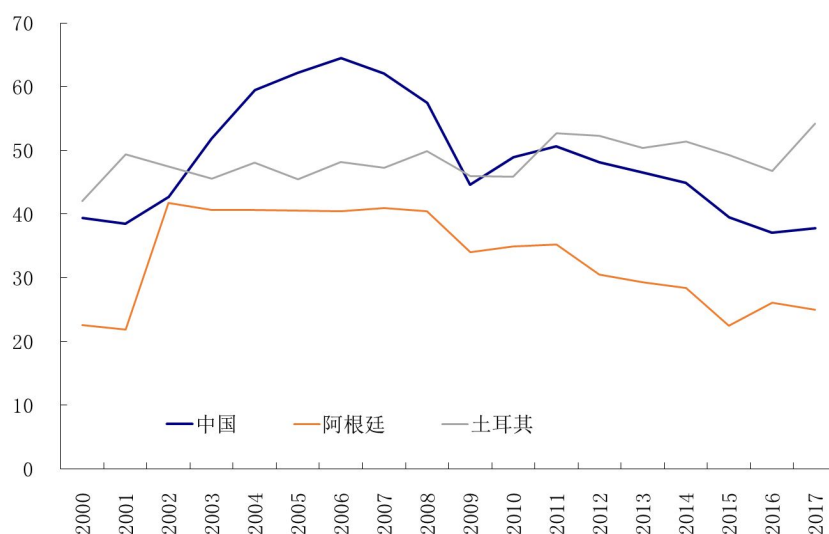


图 10 中国、阿根廷和土耳其贸易量占 GDP 比例 (%)

基于以上原因，在新兴市场货币危机的大背景下，人民币并未形成过分贬值的预期。从前文出口结汇及 NDF 反映的情况来看，市场对人民币贬值预期并未超过前些年的幅度，尚处于可控范围。特别是8月24日，央行宣布8月份以来人民币对美元汇率中间价报价重新启动“逆周期系数”。³对人民币贬值预期的继续增强起到了一直作用。消息公布后，在案和离岸人民币均有所反弹，目前基本处于稳定区间。

四、应保持人民币长期升值的信心

总体来看，随着我国对外开放程度和市场化改革的不断推进，汇率波动也必然随之加剧。这在加大汇率管理难度的同时，也对货币政策、财政政策及经济改革节奏提出了更多挑战。但只要坚持稳健的市场化改革方向，近期人民币的贬值并不意味着趋势性反转。与之相反，应保持人民币中长期升值的信心。

一方面，美元中长期走势存在不确定性。近期美元的强劲走势源于美国经济2018年来的抢眼表现，很大程度上是前期经济刺激政策的延续。随着减税政策利好逐步释放殆尽，机构普遍预测2019年美国经济将有所回落⁴。与此同时，

³从其作用机制来看，其对人民币即期汇率的直接影响较小，旨在通过影响中间价的引导汇率处于合意区间，从而引导外汇市场预期，打击投机势力。

⁴IMF 预计 2019 年美国经济增长将放缓至 2.5%，2020 年将下降至 1.8%。

美国联邦政府财政赤字及经常账户逆差等问题不但没有解决反而进一步扩大。这些中长期问题将成为明年美元走强的阻碍，使得人民币贬值压力得到缓解。

另一方面，根据“巴拉萨—萨缪尔森”效应，一国经济追赶伴随的可贸易部门劳动生产率的相对增长，继而会使本币实际汇率升值趋势。换言之，人民币的长期走取决于我国制造业劳动生产率对美国的追赶速度。从数据来看，我国制造业劳动生产率的增速较美国更高。2000-2014年间，这一比值相对年均增长8.06%，对OECD国家整体比较在2000-2014年相对年均增长9.1%⁵。未来，中国制造业劳动生产率追赶的总体趋势仍将继续，其原因有三。第一，我国经济发展现阶段仍然具有后发比较优势，有利于通过借鉴和创新推进技术和产业结构较快进步；第二，我国拥有巨型经济体的规模优势，有利于类似于高铁技术集成应用及其关键设备供应链能力建设与提升；第三，依托人口规模、市场扩大与经济史结构特点，我国拥有较好的企业家原生资源，在市场经济环境下不同层次企业家群体持续涌现和成长。因此，应将当前人民币的贬值理解为国内外经济调整背景下的短暂调整。长期来看，仍应保持人民币长期升值的信心。

⁵ 资料来源：wind 及美国劳工部。