

# 不宜将汇率当政策工具



张峻栋

SAC 执证编号: S0080120120076  
jundong.zhang@cicc.com.cn

张文朗

SAC 执证编号: S0080520080009  
SFC CE Ref: BFE988  
wenlang.zhang@cicc.com.cn

彭文生

SAC 执证编号: S0080520060001  
SFC CE Ref: ARI892  
wensheng.peng@cicc.com.cn

美元指数的走弱是近期人民币兑美元汇率升值的大背景，而国内资产对海外投资者吸引力上升亦导致北上资金加速流入，加快了人民币升值的步伐。展望未来，从技术层面来看，近期市场对人民币升值的预期较满，发生逆转的概率上升。从基本面来看，下半年信用债到期仍然较多，可能推高人民币风险溢价，而出口放缓降低经常项目顺差，也将抑制人民币升值空间。从政策层面来看，汇率是经济运行的结果，对于大国经济而言，把汇率作为政策工具可能得不偿失，这是因为汇率影响实体和金融的渠道往往互相冲突。

## 从基本面看汇率：多个因素推升人民币

未来人民币何去何从？我们首先要看美元本身的走势，再看影响人民币本身走势的因素的演变。

近期三个因素正在压制美元汇率。首先，即使面对经济复苏强劲、通胀压力加剧，美联储仍选择“鸽声嘹亮”，美元流动性仍保持相对充裕。从价上看，前端利率仍被摀在零附近；Libor-OIS 利差处于历史低位。从量上看，美联储通过 QE 投放流动性之外，财政部在美联储的一般存款账户（TGA）年初至今已释放 8 千多亿美元，仍存有 8 千亿美元。我们预计剩余存款中的相当部分未来两三个月将转化为流动性释放出来。另外，近期隔夜逆回购激增反映了流动性不仅充裕，甚至泛滥。第二，美国通胀预期波动加剧，推升美债及美元风险溢价走高，压制美元（图表 1）。最后，伴随过去几个月全球再通胀交易，风险偏好较高，美元作为融资货币震荡走弱，全球经济政策不确定性指标一定程度反映了市场风险偏好，目前该不确定性指标处于过去三年低位，表明市场对美元这一避险资产的需求相对疲弱（图表 2）。

在美元走弱的大背景下，近期三个因素支撑人民币汇率。首先，从经常账户看，二季度以来出口依然强劲，4 月贸易顺差较 2-3 月走阔，一定程度上支撑了人民币汇率（图表 3）。其次，从资本账户看，中美影子利差（Shibor3 个月利率-美联储影子利率<sup>1</sup>）仍维持在高位，并在近期微幅走阔（图表 4）。最后，中国在短时间内有力控制住疫情，率先复工复产，人民币风险溢价相对较低。未来几个月，从经常账户看，随着疫苗的推进和全球复苏深化，海外生产能力逐渐恢复，从竞争对手转移过来的订单或承压，而且三重压力之下（原材料涨价、汇率升值、运价大涨），出口盈利受挤压，亦将挫伤出口企业积极性，经常项目顺差或将收窄。从资本账户看，被动流入方面，我们预计中国国债纳入富时 WGBI 指数将带来稳定的被动配资；主动资金流入还需要看利差和风险溢价，中美影子利差随着 Taper 临近难以进一步走阔。同时，人民币风险溢价或上升，部分因为信用债在 9 月后再迎到期高峰，信用风险或再升温。另一面，外需高增难持续，内需结构分化下复苏较慢，下半年经济增长动能或将放缓，主动流入中国资本市场的资金流也将随着内部风险溢价的上升而波动加剧。综上，我们判断短期内，人民币对美元仍将保持强势，而下半年随着国内增长动能放缓，人民币进一步升值的空间可能有限，或者有小幅走弱空间。

从抛补利率平价隐含的套利空间看，2015 年“8·11”汇改后，无风险套利空间已然较低（如图 5），目前资金流入、汇率升值更多是反映投资者对贸易顺差、中美短端利差以及风险溢价差的看好。因此，汇率更多反映了经济的周期波动，资金并非单向流入、汇率并非单边升值，随着经济周期的变化，汇率的双向波动仍是常态。

<sup>1</sup> 影子利率综合考虑了货币政策的价和量（比如 QE），因而更全面反映货币政策态度。

### 从技术面看人民币汇率：反转可能性上升

从技术层面来看，美元指数（DXY）最近的支撑位（今年2月25日的低点89.68附近）被证实有效；关于美元/人民币汇率，虽然目前6.40这一市场心理阈值水平已经跌破，但逆转风险不容忽视：首先，美元/人民币汇率在周线级别上再次显示出“正背离”（POSITIVE DIVERGENCE）走势，即美元/人民币汇率的下跌趋势和其相对强弱指数（RSI）的上涨趋势出现了背离（图表6）：回顾2014年初和2018年初美元/人民币汇率分别经历了10%以上的跌幅，但是同一时期RSI并没有显示下跌的趋势（即没有确认美元/人民币的下跌趋势），这也预示了随后美元/人民币汇率趋势的反转；如今，价格跌破6.4后，RSI同样没有跌至新低，反而是保持在今年年初RSI低点的上方，这也再次显示，美元/人民币汇率目前下跌的趋势可能迎来反转。其次，期权市场上，代表投资者情绪的风险反转期权（25 Delta risk reversal）已经跌至最近5年以来的极值下限，表明市场目前过度看空美元兑人民币汇率，意味着价格反转的概率加大。

### 不宜把汇率当作政策工具

汇率是货币的对外价格，是实体与金融供求关系的结果。用汇率作为政策工具可能得不偿失，尤其是在资本账户日益开放的情况下。汇率会通过实体和金融两个渠道对一个经济体产生影响，而有时候汇率通过这两个渠道产生的影响有冲突。例如，当经济扩张时，汇率升值可以降低出口，增加进口，缓解经济上行和通胀压力，这是对实体渠道的影响。但从金融渠道看，汇率升值往往改善私人部门资产负债表，增强其融资能力，起到“宽信用”的作用。这也往往进一步加剧房地产泡沫和债务水平，不利于金融稳定。此外，对中国来说，增加汇率的灵活性符合资本账户开放的大方向，对推动人民币国际化进程也有利。

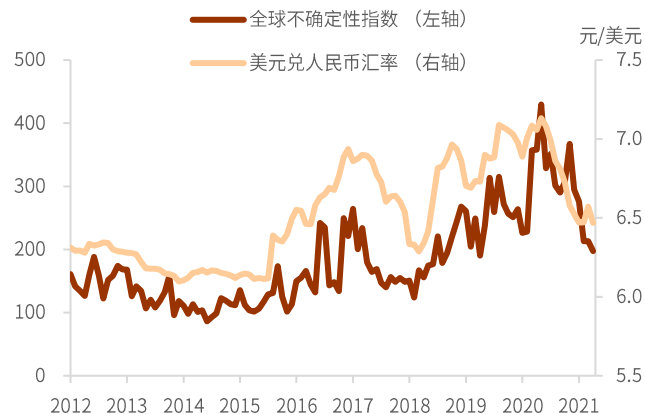
更多作者及其他信息请见文末相关披露页

**图表 1：期限溢价上升，压低美元汇率**



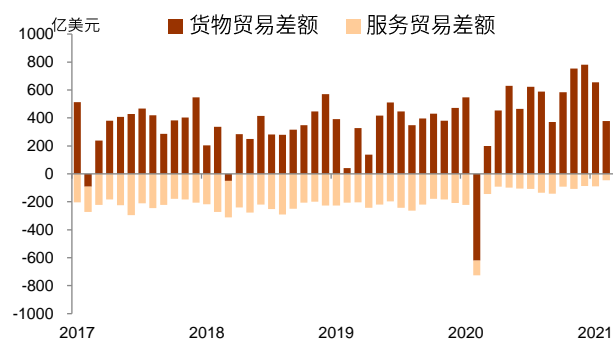
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 2：全球不确定性指数走低降低美元吸引力**



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 3：贸易顺差支撑人民币**



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 4：中美短端利差上行推升人民币汇率**



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

**图表 5：无风险套利空间几乎消失**



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

**图表 6：RSI 背道而驰暗示反转风险**



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部



**黄文静**

SAC 执证编号: S0080520080004  
Wenjing.Huang@cicc.com.cn



**刘政宁**

SAC 执证编号: S0080520080007  
SFC CE Ref: BRF443  
zhengning.liu@cicc.com.cn



**刘鋈**

SAC 执证编号: S0080512120001  
SFC CE Ref: BEI881  
liu.liu@cicc.com.cn

## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的公开资料或调研信息，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。



## 中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街 1 号国贸写字楼 2 座 28 层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

### 美国

CICC US Securities, Inc  
32<sup>nd</sup> Floor, 280 Park Avenue  
New York, NY 10017, USA  
Tel: (+1-646) 7948 800  
Fax: (+1-646) 7948 801

### 英国

China International Capital Corporation (UK)  
Limited  
25<sup>th</sup> Floor, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (+44 - 20) 7367 5718  
Fax: (+44 - 20) 7367 5719

### 新加坡

China International Capital Corporation  
(Singapore) Pte. Limited  
6 Battery Road, #33-01  
Singapore 049909  
Tel: (+65) 6572 1999  
Fax: (+65) 6327 1278

### 香港

中国国际金融（香港）有限公司  
香港中环港景街 1 号  
国际金融中心第一期 29 楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

### 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区益田路 5033 号  
平安金融中心 72 层  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229