



联讯宏观专题研究

人民币汇率分析手册

2018年09月26日

投资要点

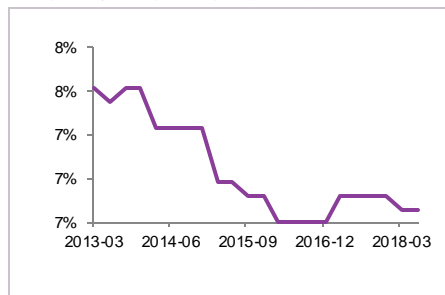
分析师：李奇霖

执业编号：S0300517030002

电话：010-66235770

邮箱：liqilin@lxsec.com

近年国内生产总值季度增速



资料来源：聚源

相关研究

《看不见的滞胀》2018-09-05

《地产韧性到几时?》2018-09-10

《没那么美好的社融》2018-09-12

《银行资本金的“衰退陷阱”》2018-09-18

《威权主义、财阀与金融危机：反思韩国模式》2018-09-20

人民币汇率分析手册

对大多数人而言，人民币汇率是一个既熟悉又陌生的概念。

熟悉在于，每个人都多少知道一些，对它的影响因素和未来走势说出个一二，比如美国加息，美元升值，人民币会贬值；中国经济强势，汇率也会比较强势等。

陌生在于，人民币汇率市场到底是一个什么样的市场，央行采取的干预政策到底会怎么影响外汇市场，我们经常讨论的进出口、贸易摩擦和汇率之间又到底是一个什么样的关系？

本文将从微观的人民币汇率市场说起，然后逐步深入到宏观基本面，将两者做一个尝试性的链接，并对未来人民币的走势做简单的判断。。

风险提示：美国经济超预期



目 录

一、从微观到宏观	3
二、从三个角度看待汇率的变化	5
(一) 怎么看情绪预期?	5
1、结售汇数据.....	5
2、1 年期 NDF 隐含的贬值预期.....	7
(二) 怎么理解央行的政策工具?	9
1、中间价定价机制与逆周期因子.....	9
2、外汇衍生品交易成本.....	11
3、窗口指导与外汇管制.....	11
(三) 进一步理解国际收支对汇率的影响	11

图表目录

图表 1: 离岸与在岸具有联动性	3
图表 2: 外汇管理局公布的结售汇数据.....	6
图表 3: 外汇管理局公布的结售汇数据.....	7
图表 4: 结售汇数据显示的贬值预期尚可控.....	7
图表 5: 一年期 NDF 隐含的贬值预期处于较低的位置.....	8
图表 6: 国际收支差额对汇率具有较好的解释力.....	12
图表 7: 跨境资本流动很难管住	12
图表 8: 非储备性质金融账户里, 其他投资项是主要的贡献方.....	13
图表 9: 微观数据显示基建投资或已触底企稳.....	13
图表 10: 美国不可不防输入型通胀的压力	15
图表 11: 住房抵押贷款利率飙升, 房屋销售下滑.....	15
图表 12: PMI 新订单滞后美国 GDP 大约 6 个月.....	15



对大多数人而言，人民币汇率是一个既熟悉又陌生的概念。

熟悉在于，每个人都多少知道一些，对它的影响因素和未来走势说出个一二，比如美国加息，美元升值，人民币会贬值；中国经济强势，汇率也会比较强势等。

陌生在于，人民币汇率市场到底是一个什么样的市场，央行采取的干预政策到底会怎么影响外汇市场，我们经常讨论的进出口、贸易摩擦和汇率之间又到底是一个什么样的关系？

这篇文章，我们将从微观的人民币汇率市场说起，然后逐步深入到宏观基本面，将两者做一个尝试性的链接，并对未来人民币的走势做简单的判断。

一、从微观到宏观

人民币外汇市场有两个，一个是大陆境内的在岸市场，一个是位于香港、新加坡、台湾、伦敦等地的离岸市场，由于香港的离岸人民币存款与日均交易量均高于其他地区与国家，因此一般我们说离岸市场时，都指香港市场。

香港离岸市场在 2010 年以前，因为缺乏足够的离岸人民币存款，供给不足，因此主要以无本金远期交割交易（NDF）为主，即远期合约到期后，直接做轧差，进行现金交割，不涉及真实的人民币与外币的交换。

2010 年以后，随着跨境人民币结算的推行与企业个人境外人民币账户的开通，离岸人民币资金来源逐渐丰富，可交割本金的远期交易、即期交易等交易形式开始出现，并形成即期汇率、远期汇率等价格。

与我们接下来马上要说到的在岸市场不同，由于不存在中间价和波动区间限制、不过多受央行管控，离岸市场的汇率对消息与经济基本面等影响汇率走势的因素反应更为灵敏，幅度也更大。

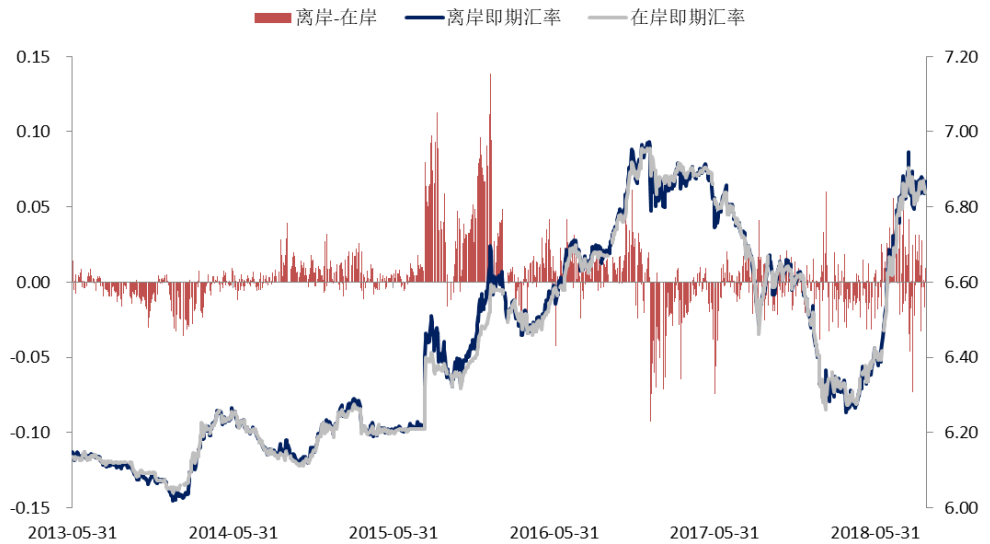
同时，由于跨境资本流动仍受限制，两个市场在资本账户方面存在割裂，因此离岸汇率与在岸汇率总是存在着一定的差值。

但这种差值不可能过度扩大，因为如果裂口过大，有着明显的套利空间，企业会利用不存在障碍的跨境贸易结算来套利，从而驱动裂口缩窄。

因此，从这个角度来看，离岸市场与在岸市场存在着密切的联动关系。

如果央行在离岸市场上进行干预操作，比如前段时间宣布与香港金管局合签署央票合作协议，央行可在离岸市场上发行央票回收流动性，便可能会在量价上对离岸空头构成制约与震慑，从而间接影响在岸汇率。

图表1： 离岸与在岸具有联动性



资料来源：联讯证券，wind

在岸市场，它比离岸市场更为复杂，可进一步细分为零售市场和批发市场（银行间外汇交易市场）。

零售市场的结构比较简单，只有银行、居民、个人三类参与者，但非常重要，因为它与国际收支及更大体量的批发市场联系非常紧密。

举个例子。假如说某一个生产袜子的企业，向美国出口了 100 双袜子，得到了 3000 美元的外汇收入，那它之后需要找银行，把美元换成人民币。因为它对内支付上游原材料款项、发放工人工资、缴税等一切活动都要用人民币来结算。（站在银行的角度，我们把这种行为称为结汇）

相反，如果这是一个进口企业，那它可能需要去银行用人民币购买美元来支付购买进口袜子的价款。（站在银行角度，我们把这种行为称为售汇）

类似的，我们还可以举出个人出国旅游留学、企业走出国门投资要向银行购买外币，外商进入中国直接投资要用人民币等例子。

这些例子都是居民、企业与外部形成的国际收支活动，都会涉及人民币与外币的兑换，涉及结售汇。

由于汇率会大幅波动，对银行经营构成风险隐患，因此一般来说，当银行在零售市场进行结售汇活动时，也会在批发市场上做同样方向的操作平盘来规避汇率风险。

比如还是出口袜子的企业，银行拿到 3000 美元后，可能会选择在批发市场上卖出，以保证自身头寸敞口风险为零，从而也就使外汇市场上的美元供给增多，人民币汇率强势。

为了后面方便叙述，我们把这种从零售市场传导至批发市场上的外汇买卖盘称为代客盘。

这种代客盘的存在事实上证明了，微观的外汇市场是如何与宏观相联系的，由对外贸易和资本流动组成的国际收支又是如何影响人民币汇率。

特别注意，我们这里说的是一个理想化的状态。即在零售市场上所有的结售汇需求



都是有真实基础，企业个人都会倾囊而出，不会有所保留，也不会主动选择结售汇时机。

在 2012 年以前的强制结售汇时期，这种理想化状态可能确实一定程度上存在。

因为一方面当时居民、个人除非得到国家允许，否则必须要强制性结汇，不能自由选择时间与结汇规模；另一方面央行长期作为批发市场上最大的买方，汇率的市场化程度较低，常是单向的升值，择时的意义不大。

但是在 2012 年后，央行宣布强制结售汇制度退出历史舞台，企业和个人开始可以自由持有外汇，同时央行开始不断改革汇率制度，加大汇率双向波动范围，并逐渐退出汇率市场的常态干预，人民币汇率双向波动的特征开始明显。

居民和企业为代表的零售端也开始逐渐有投资投机需求，结售汇择时的选择才有了意义。这时，国际收支通过零售市场对汇率的影响力度与时机开始具有不确定性，影响因素也更为复杂。

至于批发市场，其主要参与方包括我们前面说的与零售市场相关的代客盘、以银行为代表的自营盘、部分能够直连外汇交易市场的企业、以及具有政策属性加身的央行。

这几类市场参与者（除央行外），通常而言有套保、投资、投机三种需求，属于市场上最能感知市场情绪、也最为专业的投资群体，对人民币汇率变化具有极其重要的影响。

二、从三个角度看待汇率的变化

从第一部分的介绍来看，影响外汇市场供需并决定人民币汇率的主要有国际收支、投资者情绪与预期、央行政策三部分。

国际收支比较容易理解，它直接决定了零售市场和批发市场上代客盘的规模；而投资者情绪和对未来汇率的预期，在上文中体现的相对隐蔽。具体来说，它会影响企业、金融机构自营等投机投资盘的头寸方向与结售汇时机。

比如，如果企业预期未来人民币会大幅贬值，那么它可能就会推迟结汇，等待更好的汇率价格，投资投机盘则会利用各种交易品种做空人民币。

至于央行政策，它要么是直接影响供需，比如在即期市场上动用外汇储备，买入人民币，抛出美元以降低贬值压力，要么是通过一些机制、制度上的设计或窗口指导来影响其他市场参与者的行为，比如逆周期因子的提出。

接下来，对这三部分因素，我们分别来做进一步的阐述，主要解决两个问题：一是有哪些指标可以用来表征这些因素的强弱；二是现在的形势下，人民币汇率的方向会如何。

（一）怎么看情绪预期？

有两个比较典型的指标可以作为参考，一个是表明实际资本流动与企业持币意愿选择的结售汇数据；另一个是 1 年期无本金交割远期汇率（NDF）背后隐含的贬值预期。

1、结售汇数据

这个数据国家外汇管理局每个月都会定期披露，里面包括结售汇总额、自身结售汇、代客结售汇、远期结售汇等多项。



图表2： 外汇管理局公布的结售汇数据

国家外汇管理局公布2018年8月银行结售汇和银行代客涉外收付款数据

国家外汇管理局统计数据显示，2018年8月，银行结汇11075亿元人民币（等值1618亿美元），售汇12092亿元人民币（等值1767亿美元），结售汇逆差1017亿元人民币（等值149亿美元）。其中，银行代客结汇10371亿元人民币，售汇11004亿元人民币，结售汇逆差633亿元人民币；银行自身结汇704亿元人民币，售汇1088亿元人民币，结售汇逆差384亿元人民币。同期，银行代客远期结汇签约1006亿元人民币，远期售汇签约1375亿元人民币，远期净售汇369亿元人民币。截至本月末，远期累计未到期结汇4410亿元人民币，未到期售汇12183亿元人民币，未到期净售汇7774亿元人民币；未到期期权Delta净敞口-1184亿元人民币。

2018年1-8月，银行累计结汇81479亿元人民币（等值12583亿美元），累计售汇82246亿元人民币（等值12688亿美元），累计结售汇逆差766亿元人民币（等值105亿美元）。其中，银行代客累计结汇76935亿元人民币，累计售汇74883亿元人民币，累计结售汇顺差2052亿元人民币；银行自身累计结汇4544亿元人民币，累计售汇7363亿元人民币，累计结售汇逆差2819亿元人民币。同期，银行代客累计远期结汇签约10783亿元人民币，累计远期售汇签约13779亿元人民币，累计远期净售汇2997亿元人民币。

2018年8月，银行代客涉外收入21118亿元人民币（等值3086亿美元），对外付款21422亿元人民币（等值3130亿美元），涉外收付款逆差303亿元人民币（等值44亿美元）。

2018年1-8月，银行代客涉外收入149256亿元人民币（等值23046亿美元），对外付款151112亿元人民币（等值23332亿美元），涉外收付款逆差1856亿元人民币（等值286亿美元）。

资料来源：联讯证券，外汇管理局

其中有价值、能够确切反应企业、个人对人民币贬值预期情况的只有两个：1）远期结售汇当月签约规模；2）即期结售汇当月发生规模。

远期结售汇当月签约规模反映预期的逻辑：如果企业、个人认为未来人民币会大幅贬值，那么它们就会在当月和银行签订远期售汇合约，以锁定未来更低的购汇价格。

比如说，进口袜子的企业，假设在3个月后需要向美国袜子公司支付3000美元，现在汇率是6.2，企业预期未来会变成6.5，那么它会选择现在和银行签一份3月期的远期售汇合约，约定3个月后企业可以按6.2的汇率来购买美元来支付价款。

如果预期兑现，那么企业就可以节省财务成本 $(6.5-6.2) \times 3000 = 900$ 元人民币。

反之如果企业、个人认为人民币会大幅升值，那它们就会选择在当月和银行签订远期结汇合同，来锁定更有利的结汇价格。

即期结售汇当月发生规模虽然与衍生品无关，但同样可以作为一个辅助的判断指标，因为企业和个人明白自身预期存在错误的可能，所以不会孤注一掷，将所有的头寸都用远期合约锁定，还是会留存部分头寸在即期市场上结售汇。

比如上个例子里，3个月后，如果人民币汇率没有贬值变成6.5，反而升值到了6，那么这个时候如果还按远期售汇合约约定的6.2来购买3000美元，付出的成本无疑是要比当期直接在市场上按6来购买美元来的高的。

不过，这个指标的具体规模，外汇管理局并不会直接公布。外汇管理局只公布即期结售汇规模，这个规模里既包括了我们需要当月企业直接在即期市场上结售汇的规模（简称当月即期结售汇发生额），也包括了过去发生的远期衍生品合约到期后的履约规模，比如3个月前的购汇合约在这个月到期了，需要交割本金。

所以，我们需要先算出当月远期结售汇履约额（计算公式如下），然后再用即期结售汇规模减去当月远期结售汇履约额才可得当月即期结售汇发生额。



图表3： 外汇管理局公布的结售汇数据

当月银行远期结售汇累计未到期额=上月远期结售汇累计未到期额+当月远期结售汇签约额-当月远期结售汇履约额



当月远期结售汇履约额=上月远期结售汇累计未到期额+当月远期结售汇签约额-当月银行远期结售汇累计未到期额



当月即期结售汇发生额=当月即期结售汇规模-当月远期结售汇履约额

资料来源：联讯证券

从图 4 来看，我们利用上述逻辑得到的远期净结汇（远期结汇-远期售汇）和即期净结汇（即期结汇发生额-即期售汇发生额），在今年 5 月份后开始转负并一直持续至今。

这说明由于人民币出乎意料的快贬，企业与个人事实上已经形成了一定的贬值预期，但与 811 汇改和 2016 年年初时的负值规模相比，仍然相差较远，且已经有修复的迹象，所以不必过于担忧。

图表4： 结售汇数据显示的贬值预期尚可控



资料来源：联讯证券

2、1 年期 NDF 隐含的贬值预期

这个指标构造有两种做法。一种是（1 年期 NDF 汇率-离岸即期汇率），得到的是绝对数值，另一种是（1 年期 NDF 汇率-离岸即期汇率）/离岸即期汇率，得到的是百分比。目前来说，比较常见的是第二种。

指标构建的逻辑是什么？我们举个例子来帮助理解。



假设现在市场即期汇率是 6.3，某机构对外卖出了一份 1 年期、合同规模为 100 万美元的远期售汇合约，约定汇率是 6.5。一年到期后，市场汇率变成了 6.7。

如果这笔远期购汇合约是需要交割本金的远期交易（DF），那么到期后，该机构就需要拿出 100 万美元给对手方。如果说这个机构现在以 6.7 的价格在市场上买入 100 万美元交割给对手方，那么显然机构是亏损的。

所以一般情况下，对于要交割本金的 DF 远期交易，机构会做风险对冲，即在出售远期售汇的同时，在即期市场上花 630 万人民币买入 100 万美元，来为一年后的交割做准备。

在这一年时间里，机构可以将 100 万美元存入银行或者借给其他机构，收取利息，有一定的收益。但同时，这 100 万美元也占用了机构 630 万人民币的头寸，存在机会成本。

也就是说，为了对冲风险，机构需要付出成本（630 万人民币的机会成本-100 万美元的利息收益），我们简称为利息成本。

所以，在不考虑其他费用的情况下，该机构实际支出（630 万人民币+利息成本），实际收入是一年到期后，对手方按约定汇率支付的人民币。使两者相等，我们就能得到使金融机构完全没有风险的远期汇率。

不过，这种汇率并不能表明市场对汇率的未来预期，因为这种情况下，机构没有外汇头寸，不存在外汇风险，自然也就不存在他们对未来汇率方向的判断。

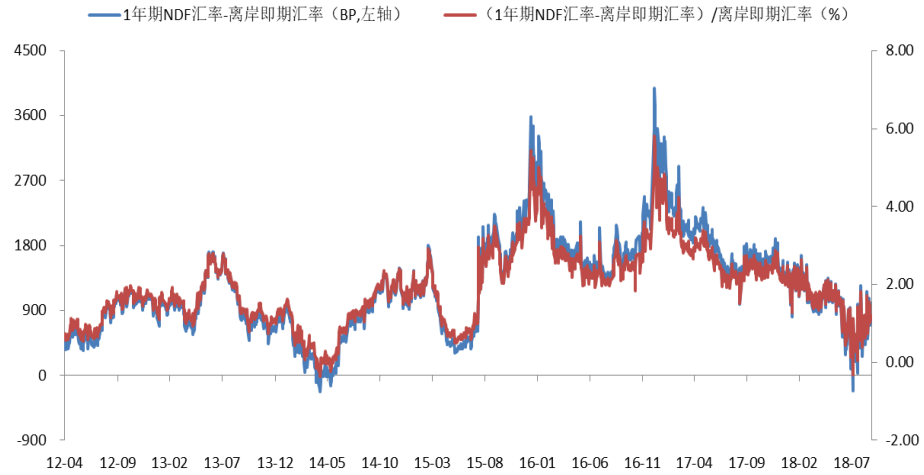
只有当机构持有外汇头寸，有着外汇敞口，存在外汇风险，他们所报出的远期汇率价格才隐含着对未来汇率的预期。

一般来说，我们会采用无需本金交割的远期市场汇率（NDF 汇率）来作为这种汇率的替代。

因为 NDF 市场是离岸市场，其中有较多高风险偏好、会利用外汇衍生品盈利的对冲基金等机构。DF 市场背后由于夹杂了较多具有真实结汇售汇需求的实盘，多被厌恶风险做对冲的银行主导，所以并不是一个好的指标。

根据上述逻辑，我们做出了图 5。在图中，我们可以看到，无论是差值形式还是比值形式，在这一轮人民币快贬周期里，1 年期 NDF 汇率隐含的贬值预期都相对较低，不存在很强的贬值预期。这与我们在结售汇数据里的判断是一致的。

图表5： 一年期 NDF 隐含的贬值预期处于较低的位置



资料来源：联讯证券，wind

（二）怎么理解央行的政策工具？

按照本章开篇的分类，央行的政策工具和其影响市场的机制可以归纳为如下两大类。

第一类，直接作为外汇市场参与者影响人民币或美元的供需。

可以是直接动用外汇储备在市场上买入人民币，释放出美元，从而压制人民币贬值压力。

但这种简单操作会使外储在当期下滑，一方面给外部释放出明显的干预信号，缺乏隐蔽性；另一方面难持续，尤其是在如今人民币国际化程度仍然有待进一步提高，我国仍有必要保持相对较高外储的背景下。

因此有些时候，央行会采用隐蔽性更强的掉期操作。什么叫掉期操作呢？也就是央行现在在外汇市场上用人民币购入美元，然后在未来一段时间后，假设是 1 年，卖出美元。

在这个过程中，央行得到了美元头寸，能在暂时不动用外储的条件下对外汇市场进行干预。

除这两种外，最近还出现了一种新工具——离岸央票。央行通过发行离岸央票，可以暂时性的收紧离岸人民币池子的水位，提高人民币空头做空人民币的难度和成本，属于影响供给的手段。

第二类，机制制度与窗口指导，影响其他市场参与者的行为。

就目前来说，中间价定价机制、外汇衍生品交易成本、窗口指导这几种是使用较多的。

1、中间价定价机制与逆周期因子

汇率的中间价这个概念，其实类似于股票市场上的收盘价，确定了市场汇率波动的上限和下限。通过多次的市场化改革，现在美元对人民币汇率的双向波动范围已经扩展到了 2% 的水平。

不过，和股票收盘价是市场竞价形成不同，中间价是外汇批发市场上的做市商根据



央行给出的计算公式计算进行对外报价，在剔除最高价和最低价后做加权平均所得到的。

在 2016 年一季度货币政策执行报告中，央行详细的解释了现在中间价定价的模型，原文如下：

“做市商在进行人民币兑美元汇率中间价报价时，需要考虑‘收盘汇率’和‘一篮子货币汇率变化’两个组成部分。

其中，‘收盘汇率’是指上日 16 时 30 分银行间外汇市场的人民币对美元收盘汇率，主要反映外汇市场供求状况。

‘一篮子货币汇率变化’是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度，主要是为了保持当日人民币汇率指数与上一日人民币汇率指数相对稳定。

从这个原文里，一方面我们可以看到央行事实上更加重视一篮子货币汇率的稳定，毕竟这是反映对外贸易条件的综合指标；另一方面我们可以得到中间价的定价公式：

T 日美元兑人民币中间价 = (T-1) 日收盘价 + 维系一篮子货币汇率稳定所需的变动项

这里面，收盘价比较明确，最关键的是后者，即什么叫“维系一篮子货币汇率稳定所需的变动项（下文简称变动项）”？要解答这个问题，需要明白两点：

一是什么叫稳定？从我们所查阅的资料来看，官方并没有一个明确的界限，大部分研究人员在研究时，都将其简单化的理解为一篮子货币汇率不变。

二是一篮子货币汇率如何衡量？按照央行的说法，有三个供报价行参考的篮子货币，一个是 CFETS 指数（各货币中间价的加权），因为该篮子里各货币的权重和中国对外贸易规模占比相似，因此市场最为重视；一个是 SDR，由于只有四种货币，参考意义较小；还有一个是 BIS，同 SDR 参考意义不大。

根据这两点及定价公式，我们可以进一步得到以下公式：

一篮子货币汇率 = 非美货币兑人民币汇率 + 美元权重 * 美元兑人民币中间价

= 非美货币兑人民币汇率 + 美元权重 * (T-1) 日收盘价 + 美元权重 * 变动项

从这个公式，我们容易可以理解，在人民币对美元贬值（收盘价数值变高）的情况下，

1) 如果人民币对非美货币升值且正好抵消了贬值幅度，一篮子货币汇率稳定，那么变动项为零。

2) 如果人民币对非美货币升值且高于贬值幅度，一篮子货币有升值压力，那么后面变动项为正，中间价的数值会更高，从而牵引人民币对美元进一步贬值。

3) 如果人民币对其他货币贬值且与人民币对美元贬值共振，一篮子货币有较大的贬值压力，那么后面变动项为负，中间价的数值会相对变低，从而改善人民币对美元的贬值压力。

在大多数情况下，这种定价机制可以保障一篮子货币的稳定，但有些时候，可能出于交易惯性、或由于汇率的顺经济周期性等因素，一篮子货币可能会跳出央行的合意区间，这时需要一个额外的调整项来保证一篮子货币汇率的稳定，也就是逆周期因子。



T 日美元兑人民币中间价= ($T-1$)日收盘价+维系一篮子货币汇率稳定所需的变动项+逆周期因子

在这个逻辑下，我们可以很容易的理解为什么央行在今年 8 月份要重新启用逆周期因子：因为 6 月中旬后，CFETS 人民币汇率指数开始断崖式下滑，在 7 月底已经跌到了 92 的历史低位，跌出了 2016 年 6 月中间价定价机制启动以来 94-95 的合意区间。

至于逆周期因子重启的影响，它其实并不会直接影响美元兑人民币的即期汇率，它作用机制，

一是通过影响中间价，改变中间价的中枢位置来牵引汇率，这种作用效果不大，因为逆周期因子的存在是为了让 CFETS 指数处于合意的位置，有可能是正向作用，也有可能是反向；二是影响外汇市场参与者的预期，打击空头势力。

2、外汇衍生品交易成本

这一点最为典型的是调整远期售汇业务的外汇风险准备金率。

我们上文说过，当市场有较强的贬值预期时，企业会有较强的远期购汇动力，从而使银行的远期售汇合约签约规模持续增长。

由于银行是典型的风险厌恶者，为了规避汇率风险，他们会在即期市场上买入相应的外汇以供合约到期后的交割，从而使得即期市场上外汇买盘增多，人民币抛盘增多，人民币即期汇率贬值。

为了打击这种贬值预期，稳定汇率，央行会对银行的远期售汇业务征收一定的风险准备金，目前比较常见的比例是 20%，具体计算公式为：

应计提外汇风险准备金=上月银行远期售汇签约额*20%。

假设某个月一个银行签订了 1 个亿的远期售汇，下个月就要上缴 2000 万美元的无息外汇风险准备金。

对银行来说，这笔资金无论是从外部拆借，还是自有资金，都要面临机会成本的损失，因为如果不拿来上缴，它们可以用作其它有收入的用途。这部分成本，最终会转移给签署远期购汇合约的企业客户，因此企业客户利用远期合约来做空人民币的动力也会下降。

3、窗口指导与外汇管制

这是一种行政干预色彩和隐蔽性都很强的工具手段，我们很难从汇率走势或某些数据上进行辨别。

此外，也有部分研究把加强资本管制、避免资本大量流出作为央行干预汇率的政策工具之一。

(三) 进一步理解国际收支对汇率的影响

从中长期的角度来说，国际收支对汇率有着基础性与决定性的作用，情绪与预期、汇率政策这两个因素都是在这一点的基础上形成的。

从图 6 中，我们可以看到在 2005 年汇改后，国际收支一直处于顺差的状态，美元

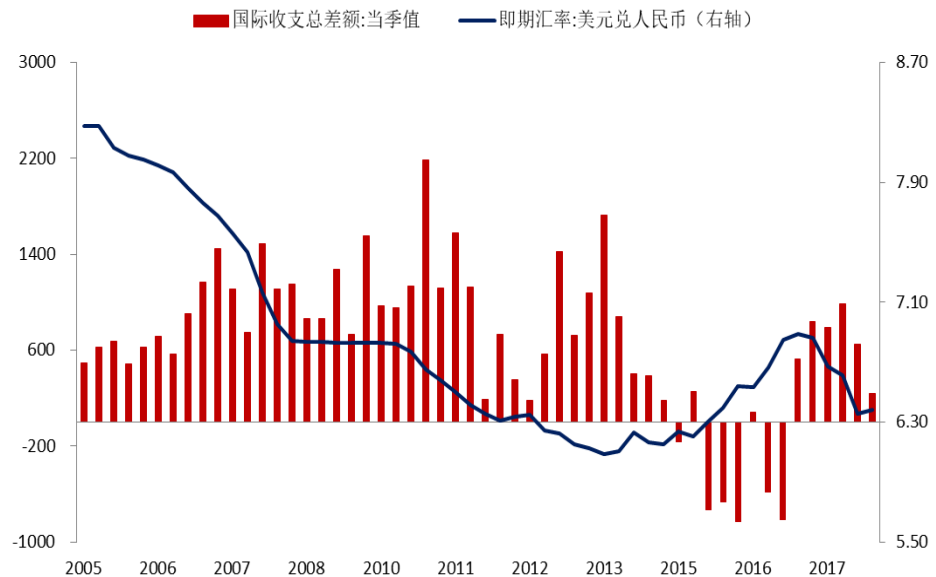


兑人民币的即期汇率也一直处于升值的趋势中；

但在 2014-2016 年，随着国际收支开始出现逆差，人民币开始贬值；2017 年后，随着收支总差额开始转正，即期汇率又开始了升值趋势。

可以说，国际收支差额对汇率的中长期走势有着很好的解释力。

图表6： 国际收支差额对汇率具有较好的解释力



资料来源：联讯证券，wind

进一步来说，国际收支包括经常账户与资本与金融账户两类。其中经常账户中的进出口项目分别指代了国内的宏观经济和海外经济好坏状况，资本与金融账户项目和国内外利差有密切关系，其背后事实上也是反映国内与海外经济好坏状况。

特别需要注意，虽然中国当前仍然没有放松资本管制，但利差驱动的套利力量不可忽视。

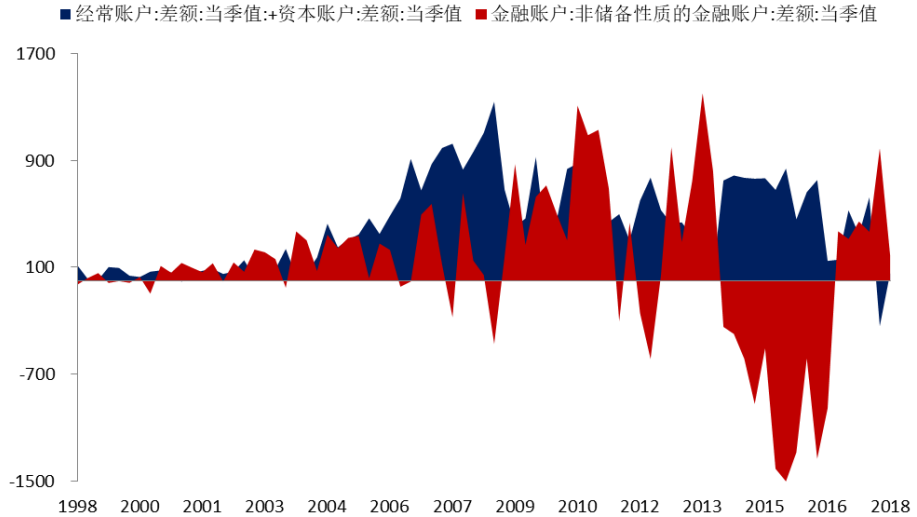
2014-2016 年汇率的贬值是一个很好的例证。当时的中国经济开始显现疲态，实体的投资回报率开始下滑，而美国国内开始复苏企稳，美联储开始收紧流动性，美债利率和美元指数开始上涨。

2014 年前在宽松流动性下以极低利率借贷美元进入中国投资做无风险套利的投资者开始陆陆续续退出中国，资本大幅外流，进一步加剧了人民币的贬值压力。

从图 7 来看，2014-2016 年，经常账户和资本账户之和是正值，对国际收支是正向贡献，而包括证券投资、直接投资及其他投资等项目，代表着民间部门跨境资本流动的非储备性质金融账户是明显的负增长，进一步细究，其他投资项是主要推手。

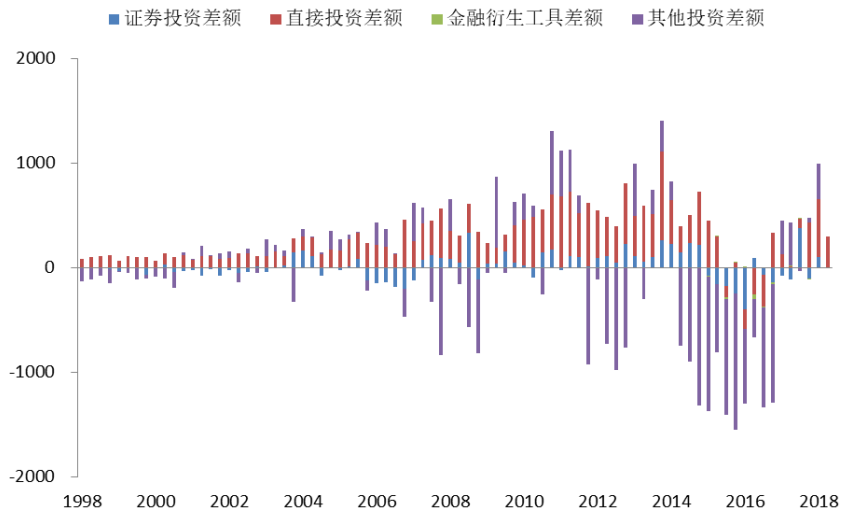
这说明在当时的经济与金融活动中，隐藏了很多不被当局所知的渠道在做跨境的套利往来，跨境资本流动很难被完全管制住。

图表7： 跨境资本流动很难管住



资料来源：联讯证券，wind

图表8：非储备性质金融账户里，其他投资项是主要的贡献方



资料来源：联讯证券，wind

对于未来，无论是我们前面说的远期净结汇规模，还是从央行重启逆周期因子、调整远期售汇风险准备金率等事件所反映的政策信号来看，人民币汇率都已经不存在太大的贬值空间。

我们现在在说的宏观基本面，事实上也在支持人民币汇率无明显贬值基础这一观点。

对中国而言，2018年经济增长动能的减弱主要由基建投资快速下滑拖累。虽然现在城投与地方政府仍受隐性债务的约束，难以大幅加杠杆扩张，但在宽信用+资管新规细则要求松动+专项债支持等多因素支持下，基建投资仍有望企稳并出现一定程度的回升。

一个可以例证的证据是，以基建项目建筑为主营业务的上市建筑央企（中国中冶+中国电建）的新签合同额的累计同比增速已经见底，并连续两个月反弹。

图表9：微观数据显示基建投资或已触底企稳



资料来源：联讯证券，wind

可能会给经济造成困扰的可能是房地产投资，我们在《地产韧性到何时？》一文中，已经详细说过，地产由于居民加杠杆难度和成本、棚改退出、调控压力进一步加大等因素影响，销售增速会进一步回落，开发投资增速在低库存的负重锚定下，会缓慢的下滑。

从这个角度来说，国内经济在未来存在着对冲的力量，不会出现增长动能快速减缓的情况。

对美国而言，经济在今年前三季度非常强势，二季度一度录得 4.2% 的 GDP 增速，美元指数也差点触及 97 的高点。这和国内经济的困顿形成了鲜明的对比，也正是因为这种对比，人民币汇率在 4 月份后便开始处于贬值的高压中。

但是，现在美国经济强势的格局可能是经济处于周期顶部的表现，未来遭遇的挑战会明显增多，中美两国经济增长的差异性会逐渐减弱，人民币贬值压力的纾解从中长期来看，也会在基本上得到支撑。

具体而言，有：

1) 即将到来的中期选举具有较大的不确定性，从民调与机构预测来看，特朗普政府可能会失去众议院的掌控权，如果成真，届时特朗普提出的扩张基建的提案可能会在国会受到掣肘；

2) 由于伊朗在面对美国制裁威胁的强硬态度，以及欧佩克产油国不增产的举动，油价在持续上涨，给美国国内带来成本型通胀的压力，同时由于中美贸易摩擦，美国进口中国商品的价格提高，也会一定程度上推升通胀。

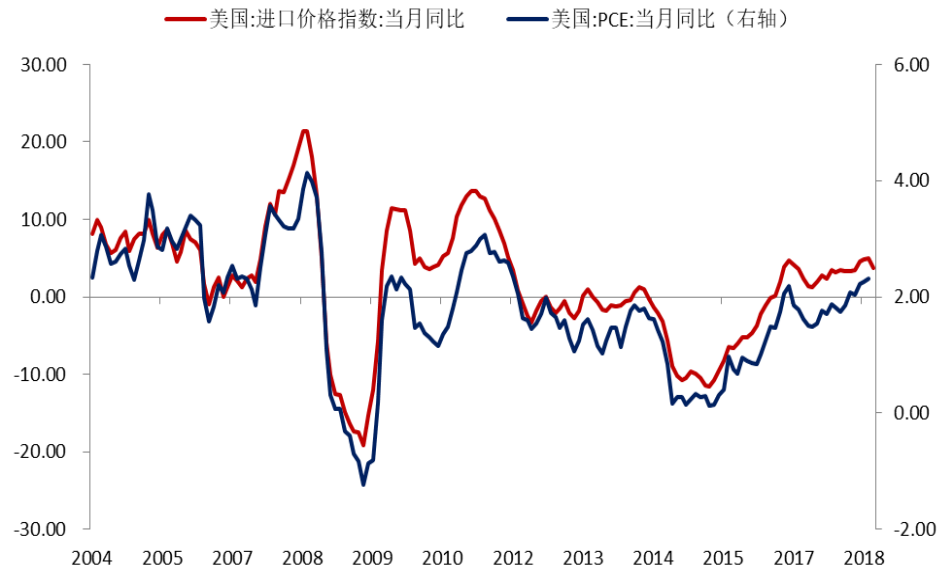
由于通胀可能依旧有上升空间，美联储加息还存在支撑，利率可能会进一步上涨，对企业的投资意愿和消费、地产等产生负面影响。

一个例子是，随着加息进程的不断推进，住房抵押贷款的利率提高，美国地产销售已经开始遇冷。2018 年 3 月后，美国新建住房销售折年数已经下跌了 4.5 万套。

如果这种情况进一步持续，那么随着销售的压力可能会进一步传导至开发投资端，从而对地产投资增速构成冲击。

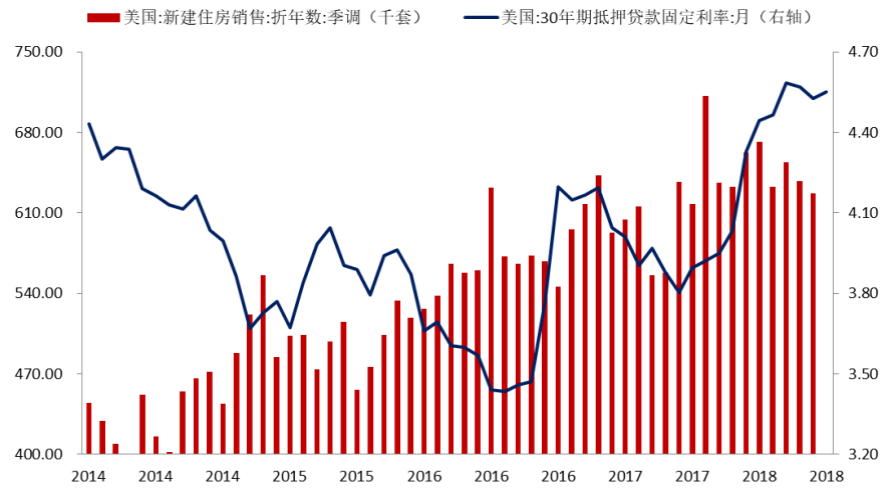


图表10: 美国不可不防输入型通胀的压力



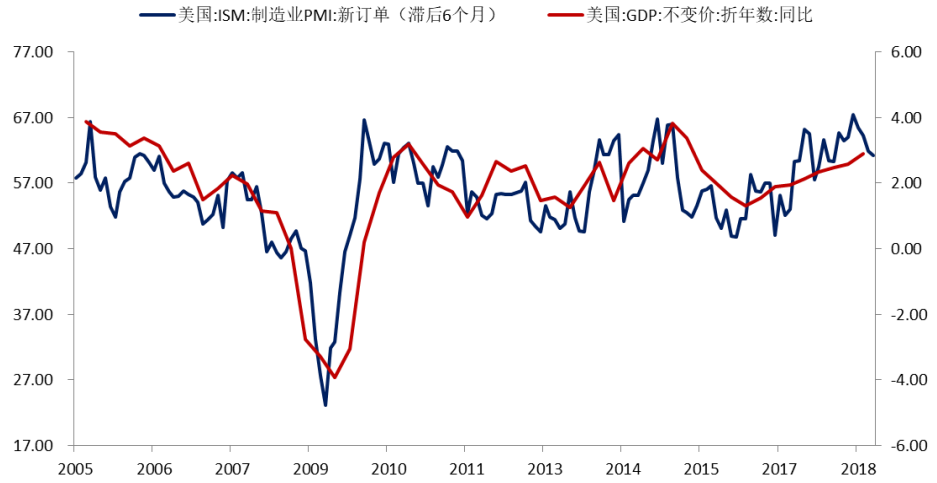
资料来源: 联讯证券, wind

图表11: 住房抵押贷款利率飙升, 房屋销售下滑



资料来源: 联讯证券, wind

图表12: PMI 新订单滞后美国 GDP 大约 6 个月



资料来源: 联讯证券, wind



分析师简介

李奇霖，联讯证券董事总经理，首席宏观研究员，证书编号：S0300517030002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com