

## 2017年人民币汇率分析与展望

### 金融期货研究所

弘业宏观研究

Tel: 025-52267136

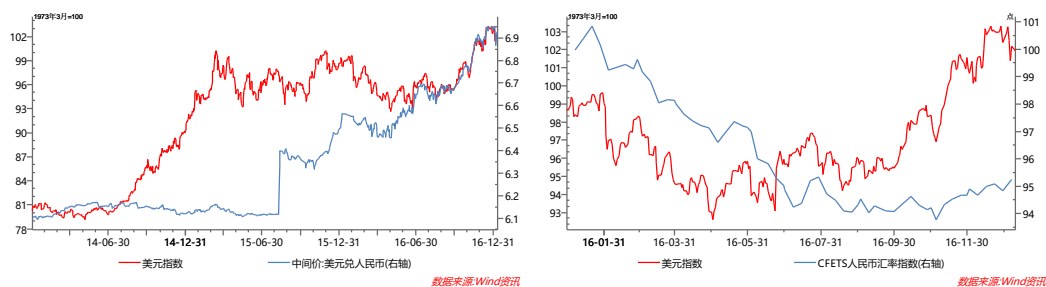
### 目录

一、人民币汇率形成机制.....	2
二、2016年人民币汇率回顾 .....	3
三、人民币汇率影响因素.....	4
四、中美贸易战开打在即.....	9
五、2017年人民币汇率展望 .....	12

2016年人民币兑美元汇率由6.49下降至6.93，逼近7.0关口，贬值约6.9%，人民币兑美元、欧元与日元即期汇率分别贬值了7.1%、3.0%与10.2%，人民币兑CFETS、BIS与SDR货币篮子的汇率指数各自贬值了5.7%、5%与3.2%。2017年1月上旬，离岸人民币兑美元汇率出现异常飙升，人民币汇率问题再次成为金融市场的焦点，人民币汇率何去何从？本文给出简要分析。

## 一、人民币汇率形成机制

人民币汇率改革历史贯穿我国改革开放30年历程。从1994年开始，央行将人民币汇率形成机制从双重汇率制度改为单一汇率制度汇率。此后，人民币汇率经历2005年第一次汇改、2014年扩大浮动区间、2015年第二次汇改等改革，已经基本形成了透明的、公式化的价格形成机制：弱化人民币兑美元单一汇率，强调参考CFETS（China Foreign Exchange Trade System）人民币汇率指数。CFETS人民币汇率指数是一个包含了24种货币的篮子汇率，其中美元的权重为22.4%，而欧元和日元的合计权重达到了27.87%，人民币兑欧元和日元汇率对该指数的影响比人民币兑美元汇率的影响更为显著。



数据来源：wind 资讯 弘业期货

根据“参考收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的中间价定价原则，美元兑人民币汇率的升降主要取决于美元指数的浮动，如果美元指数走强，央行会让人民币兑美元汇率贬值，选择盯住一篮子货币；当美元指数出现下跌时，央行则会选请务必阅读正文最后免责声明部分

择让一篮子货币汇率指数贬值，选择盯住美元指数。同时，“过滤机制”能有效减少汇价出现过大幅。总体而言，2016年人民币兑美元汇率保持“有序贬值”，人民币兑美元汇率跌幅接近7%，CFETS人民币汇率指数贬值了6%，美元兑人民币汇率基本符合市场预期，人民币中间价定价机制愈发被市场所理解。

## 二、2016年人民币汇率回顾

2016年美元兑人民币汇率走势可分为四个阶段：

**第一阶段：**2015年12月美联储采取了紧缩性货币政策，开启了10年来首次加息周期，将联邦基金基准利率上调至0.25%到0.5%的目标区间，加息操作令人民币对美元汇率大幅下挫，2016年元旦市场恐慌性购汇行为引发人民币进一步走低。但是2016年第一季度由于美国经济数据不及预期，美元指数大幅回调，人民币汇率在第一季度总体保持双向波动。

**第二阶段：**2016年5月份后，美联储多位官员释放鹰派言论，推升市场对美联储年内加息预期，美元指数触底反弹，人民币重新开启贬值态势。6月24日英国脱欧推升市场避险情绪，美元指数进一步上行，人民币兑美元汇率承压，被迫下行。

**第三阶段：**9月份G20会议在中国杭州召开，为了减少全球市场对于人民币竞争性贬值的舆论压力，当局有意维稳人民币汇率，同时美联储加息步伐放缓有利于人民币汇率的稳定，美元兑人民币汇率中间价在G20会议前后一直稳定在6.70下方。

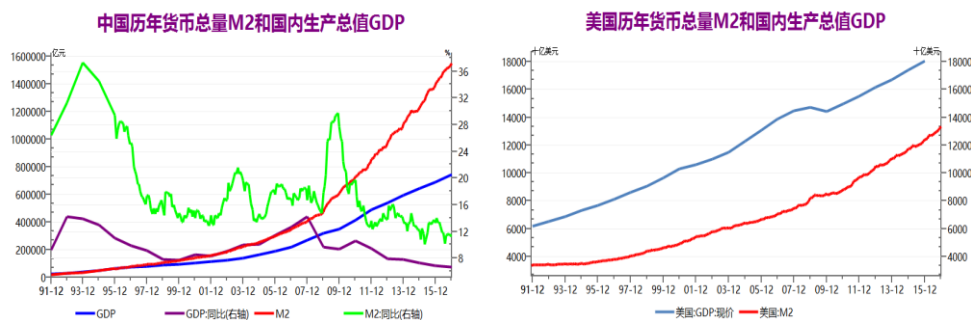
**第四阶段：**10月1日人民币正式加入SDR，人民币朝国际化迈进了一大步，市场预期央行管理目标出现转换，将默许人民币兑美元汇率按照市场化意愿运行。美元兑人民币在美联储加息预期升温中跌破6.70，开始贬值下行，中资大行请务必阅读正文最后免责声明部分

在市场上提供美元流动性以支持人民币有序渐进贬值，随着美元指数升至 13 年新高，人民币汇价跌至 8 年新低。

### 三、人民币汇率影响因素

基于中国的基本国情，我们将影响人民币汇率变化的主要因素归结为以下几点：货币超发、出口竞争力、经济增速、利率水平、国家政策和外汇储备水平。

#### 货币超发：



数据来源：wind 资讯 弘业期货

中国每年新增货币总量 (M2) 大约在 13% 左右，从 2009 年开始，中国的货币增发的增幅大大提高，坡度明显加大，一直持续到了现在。2016 年 M2 数据达 155 万亿，已经是 2008 年的 3.7 倍，但是 GDP 增速逐年放缓，2016 年 GDP 总额达 74 万亿，中国的 M2/GDP 达到 2.09。对比其他国家数据，美国的 M2/GDP 为 0.69，日本的 M2/GDP 为 1.67，欧盟的 M2/GDP 为 1.17，显然中国的货币总量相对于 GDP 已经严重超发。

那么为什么货币超发在过去一直没有带来人民币贬值压力呢？从经济学理论来看，商品和服务市场上，其它条件不变，货币增长带来国内商品和服务需求增加，总需求上升带来进口增加和出口下降，经常项目余额下降，对外汇市场而言是货币贬值压力。就中国而言，中国尽管货币增长很高，但是很高的货币增长没有带来经常项目逆差，高货币增长与高经常项目顺差并行了很长时间，至今仍

请务必阅读正文最后免责声明部分

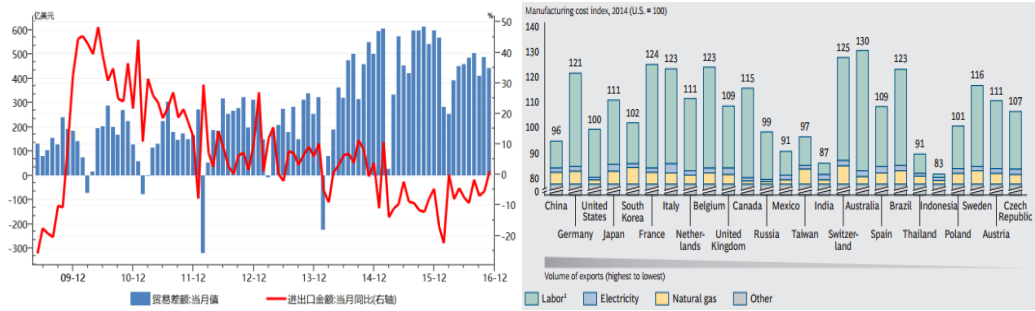
然如此。高货币增长并没有创造出经常项目逆差，主要原因在于供给面的重大改善。尽管货币增长很快，一部分货币增长则被供给方的高增长所抵消，还有一部分货币增长并没有转化为购买力和价格增长而是转化为金融财富积累（主要是房价上涨），结果是高货币增长并没有带来总需求的过度扩张，国内的总支出水平还是低于总收入水平，经常项目得以维持持续顺差。

但是随着我国出口竞争力下降、经济增速下降、中美利差缩小，货币超发对人民币贬值压力越来越大。

### **出口竞争力：**

贸易收支差额在很大程度上决定了国际收支的总差额，长期可持续的贸易顺差意味着外汇资金的流入，潜在的结汇需求增加了本币的需求，因此贸易顺差往往对应着本币升值。在我国，资本项目并未完全放开，经常项目的自由流动主导国际收支流动，因此贸易顺差对人民币汇率的影响很大。当前我国能够持续维持巨额贸易顺差，但是从贸易进出口总额增速来看，我国对外贸易总额增速不断下滑，至2015年已经负增长。

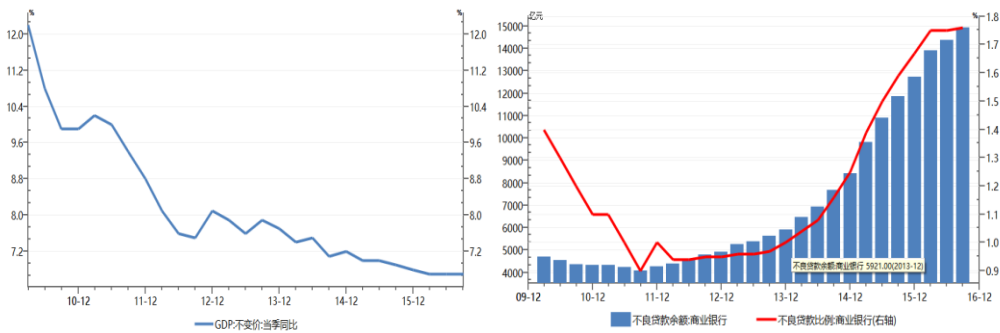
我国制造业的成本仍然较低，但是相对优势已经下滑，根据波士顿咨询公司2015年8月份新出炉的报告显示，从2004年至2014年，由于工资的大幅上涨、能源成本的提高以及人民币实际汇率的走强，中国的制造业成本在世界范围内已经不具有非常明显的优势，仅比美国低4%，高于墨西哥、印度、泰国与印尼等国家。我们认为未来中国仍然具备保持贸易顺差的能力，但是规模可能会有所缩小，国际收支经常项目顺差的缩小会减少外汇的供给，减少潜在的结汇需求，人民币存在贬值压力。



数据来源: wind 资讯 弘业期货

### 经济增速:

若一国经济高速增长,意味着投资机会较多,外国资金进入的意愿较高,本币具有升值潜力;但当经济增长低迷,可能诱发企业或主权债务违约量增加,资金便会大量外流,给本币造成贬值压力。当前我国经济仍处在 L 型探底的过程中,国家统计局数据显示我国 2016 年前三季度 GDP 同比增长率为 6.7%,经济增长持续下行带来的潜在风险便是违约率的提高,2017 年中央经济工作会议把防范金融风险放在首位,目前商业银行不良贷款占比近年来连续上涨,虽然不足以构成较大风险,但是潜在的违约风险仍然令市场担忧。

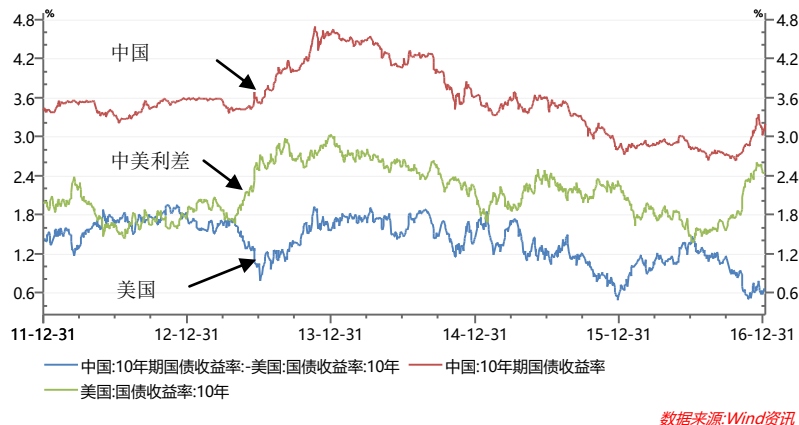


数据来源: wind 资讯 弘业期货

### 利率水平:

在国际收支中,影响金融投资需求的重要变量是利率,因此各国利率水平与汇率的关系比较密切。目前美国联邦基金利率为 0.75%,中国隔夜 SHIBOR 利率为 2.13%,仍然高于美国。比较两国的长期利率水平,参照 10 年期国债收益率请务必阅读正文最后免责声明部分

水平，当前中国的利率水平为 2.9%，而美国的利率水平为 2.3%，中国的利率水平同样高于美国。但 10 月份以来随着美债收益率稳步攀升，中美利差在缩小，美国加息周期重新启动，中美利差持续缩小会加大资金外流压力。



数据来源: wind 资讯 弘业期货

### 国家政策:

当前中国正在逐步推进人民币国际化，自 2004 年大陆允许香港的银行开设人民币储蓄账户开始，人民币便逐步走上国际化的道路。随后，在香港、澳门和东盟国家推出了跨境贸易人民币结算试点计划，并随后推广至全球范围。为进一步提高人民币的吸引力，打造人民币的投资渠道，离岸市场逐步发展起来。然后，为了确保各地人民币计价的贸易或投资拥有足够的流动性，各国央行与中国人民银行签署货币互换协议。在人民币加入 SDR 之前，中国人民银行向国外金融机构开放我国银行间债券市场，试点跨境对外支付，取消企业发行外债的额度审批等等。

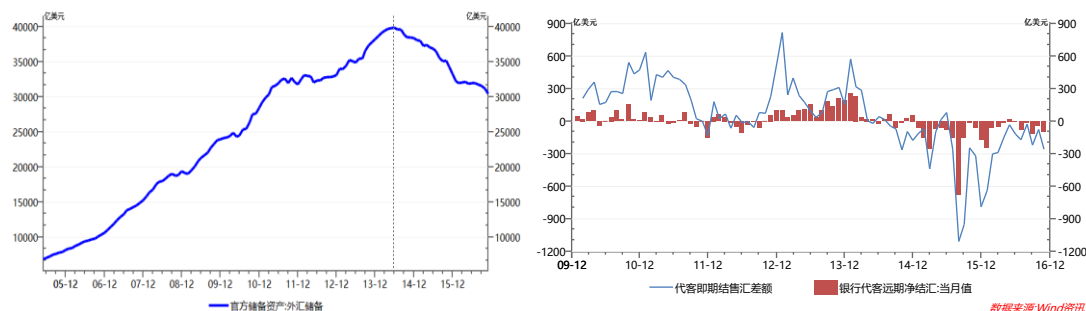
人民币加入 SDR 之后央行预期管理目标出现转换，“参考收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币中间价定价机制暗示央行将默许人民币兑美元汇率按照市场化意愿运行，未来央行的干预可能有所减少，人民币兑美元的汇率价格更

请务必阅读正文最后免责声明部分

加体现其真实价值。

### 外汇储备水平：

虽然人民币中间价定价机制能很好引导人民币“有序贬值”，但市场对人民币贬值预期无法出清。从 2014 年开始，银行代客结售汇即期和远期一直处于售汇大于结汇的状态。结售汇和银行代客跨境支付数据代表着境内的企业、居民和金融机构通过银行体系表现出的对外币在支付上的供需状况。结售汇和银行代客跨境支付顺差越大表明在境内市场，外汇可能处于供大于求的状态；相反，如果结售汇的逆差越大，这表明在境内市场，外汇可能处于供不应求的状态。



数据来源：wind 资讯 弘业期货

中国的外汇储备 2015 年全年减少了 5126 亿美元，2015 年贸易顺差是 5945 亿美元，二者相加相当于外汇储备消耗了 1.1 万亿美元；2016 年外汇储备全年下降了 3198.44 亿美元，降至 30105.17 亿美元，直逼 3 万亿美元心理大关，而 1-11 月贸易顺差是 5094 亿美元，相当于 2016 年至少消耗了 8292 亿美元（未算 12 月顺差额）。如果没有每年五千亿美元的贸易顺差，中国外汇储备将快速消耗。

根据国际货币基金组织(IMF)外储公式：最低的外储（下限）要求=10%出口+30%短期外汇债务+10%货币供应 M2+15%其他债务。按 2016 年的数据： $10\% \times 2.2 \text{ 万亿美元} + 30\% \times 6,800 \text{ 亿美元} + 10\% \times (155 \text{ 万亿元人民币} / 6.9) + 15\% \times 1 \text{ 万亿美元} = 2.8 \text{ 万亿美元}$ ，也就是说中国最低外汇储备要求是 2.8 万亿美元。央行通

请务必阅读正文最后免责声明部分

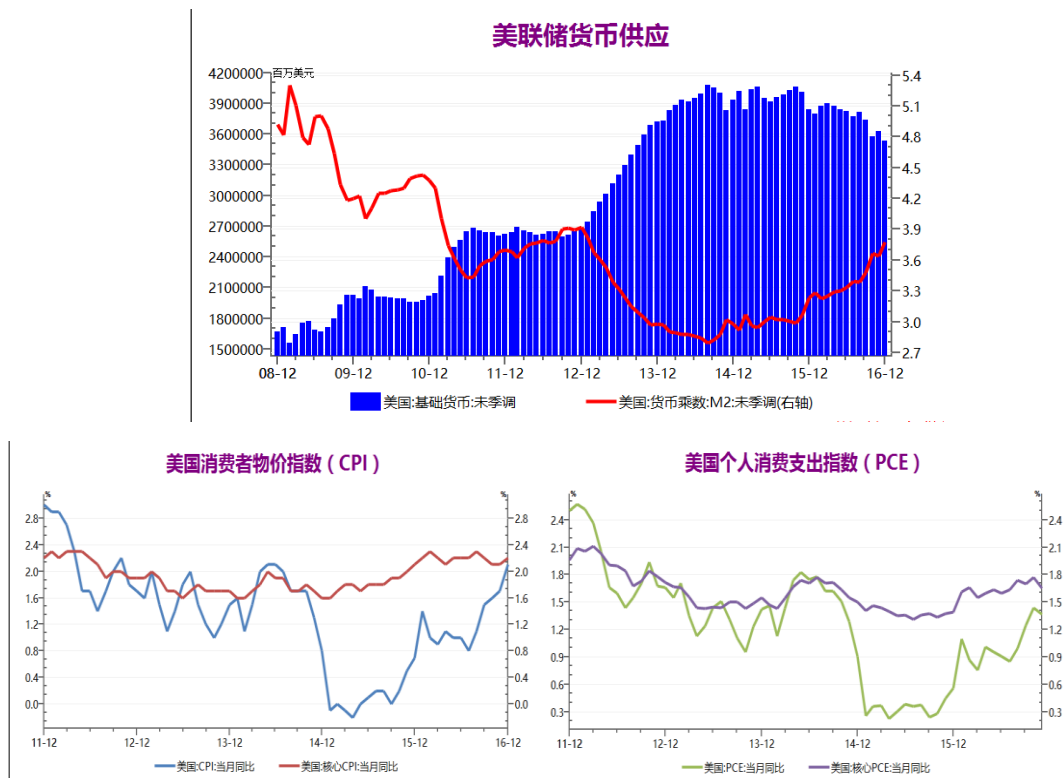
过抛售外储维持人民币汇率稳定的代价是极高的，外汇储备大量消耗会极大削弱人民币的抗风险能力，这明显与 2016 年 12 月份中央经济工作会议将防范金融风险放在首位的精神明显不符。

#### 四、中美贸易战开打在即

让我们先回顾下特朗普的施政方针，在过去几十年时间里，全球化导致美国的资本严重外流，技术和产业纷纷迁离美国。为了避税，利润也不会回流美国。对此特朗普给出的药方是减税、基建、再工业化和就业。特朗普主张将最高联邦企业所得税由目前的 35%降低至 15%，并提议对美国企业境外利润一次性征收 10%的税。美国大幅减税，许多境外企业就会选择回流美国；大规模的基础设施建设，将使得资金加速回流美国，回流的资金不仅接替各国央行抛售的美债，同时也顺应美国的大规模基础建设，创造更多的就业和繁荣，美国则会步入减税——刺激投资——就业增长——收入增加——消费增加——增加投资的良性循环。当特朗普上台，专注内政，意味着美元不再随意流出，而逐渐从全世界流入美国，为美国重振制造业提供建设资金。

在 2016 年 12 月份的 FOMC 会议上，美联储主席耶伦在新闻发布会上强调，收缩资产负债表的决定“不仅取决于联邦基金利率的水平。还取决于我们对经济增长动能的判断以及对经济可能面临的下行风险的担忧程度”。一贯稳重的鸽派女掌门如此表态，表明缩表几乎已经是铁板钉钉。自从美联储 2008 年开始购买债券刺激经济以来，资产负债表规模已经从最初的 8000 亿扩张至 4.5 万亿美元，当美国经济从实体到虚拟全面走强，美联储的工作重心便从推动经济增长转移到了控制通货膨胀之上，而加息、缩表一系列操作便顺理成章。进入 1 月份之后，波士顿联储行行长罗森格伦、费城联储行行长哈克等大佬的一系列缩表言论判请务必阅读正文最后免责声明部分

断，美联储资产负债表正常化的时间已经进入程序。2017 年，美联储资产负债表将出现大量到期债券，如果美联储停止对其拥有的 MBS（资产抵押债券）进行投资，仅 2017 年估计就相当于两万亿美元左右的收紧，这将比加息导致货币收紧的威力更大。加息+缩表意味着全世界的美元需要加速回流。

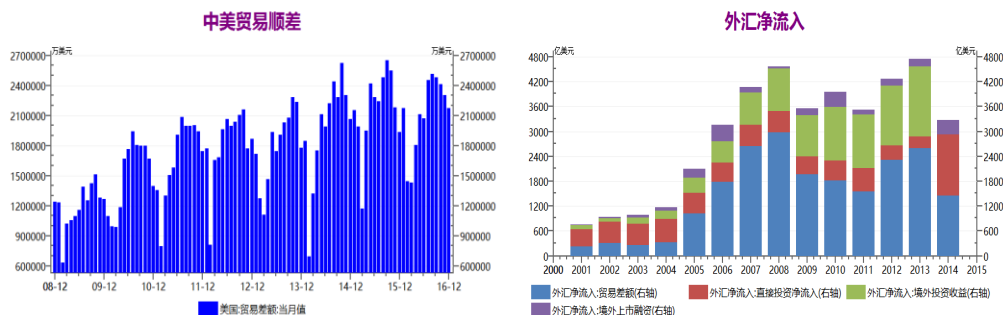


数据来源: Wind 弘业宏观研究

在过去二十年时间里，中国一直维持对美贸易顺差，持续的贸易顺差为中国积累了庞大的外汇储备，中国将这些外汇大量用于购买美国国债获取稳定的投资收益，在这个过程中，中国的美元贸易收入通过资本账户重新回到美国，帮助美国维持投资和消费支出，虽然美国常年处于经常账户和财政双赤字状态，但是中国和美国之间维持着这种美元平衡体系，一直相安无事。

自从 2014 年央行的外汇储备到达历史高点后，人民币币值疲软，资金外流严重，央行为了维护人民币汇率稳定不得不抛售外汇储备，美国国债自然在抛售之列，对美“融资”不足。据美国财政部公布的数据，中国 11 月大幅减持美债请务必阅读正文最后免责声明部分

664 亿美元，创 2011 年 12 月份以来最大降幅，至 1.05 万亿美元。这是中国连续第六个月减持美国国债，并且是连续第二个月持有规模落后于美债最大持有国日本。而截至 11 月结束的 6 个月内，中国共减持 1946.6 亿美元的美国国债，过去 12 个月内共抛售 2151.1 亿美元的美债，两者皆创新高。但是中美贸易顺差持续维持在 3000 亿美元规模，中美之间的美元平衡体系被打破。旧平衡被打破，新平衡需要建立，特朗普的算盘是和中国开打贸易战，减少中美之间贸易顺差，削弱中国获取美元的能力，加速美元回流美国本土，为美国再工业化和美联储收缩资产负债表提供充裕资金。



数据来源: Wind 弘业宏观研究

我们不应该低估特朗普所代表的利益诉求，以及其个人的政治野心。特朗普重振制造业计划和美联储缩表行动都需要全世界的美元加速回流，美国不仅需要在资本账户上吸引美元回流，更要在经常项目上削减美国相对非美国国家贸易逆差。在这个过程中，美元今后相当长的时间内将处于大强势周期。更为重要的是，特朗普当选后，美国国债收益率已经大涨，实际利率在走高，再加上美联储渐进式加息，美国的 20 万亿美元的债务将承受巨大的债务成本压力，削减贸易逆差既能兼顾美国经济和债务，又能达到吸引资金回流美国的目的。因此和中国开打贸易战，削减中美贸易顺差应该是特朗普内阁的下一步棋。因此一旦贸易战开打，中国的贸易顺差减少，获取美元的能力将被削弱，对人民币汇率构成很大的

请务必阅读正文最后免责声明部分

压力。

## 五、2017 年人民币汇率展望

从长期来看，未来人民币币值保持基本稳定是有支撑的，中国经济宏观政策稳健，供给侧改革措施正在逐步实施，经济转型升级正稳步进行，这些都使得人民币不会具备大幅贬值基础。

短期内，影响未来人民币汇率走势的主要有三个因素：一是国际市场美元指数走势，二是国内的结售汇格局，三是监管当局对于人民币走势的态度。2016 年 10 月份以来美元指数持披荆斩棘、持续上涨，人民币贬值预期自发增强了结售汇逆差压力，监管当局对人民币汇率的态度忽明忽暗，这些都给人民币增加了贬值压力。从目前态势看，人民币能否持续贬值主要看美元指数，美元指数只要继续上扬，人民币兑美元几乎一定继续贬值。当美元指数到 105 时，美元兑人民币到 7.0-7.1 没有压力；当美元指数到 108 时，美元兑人民币可能到 7.3。市场分析这一波美元指数上涨最高可冲刺 108，因此未来几个月人民币的贬值压力仍旧很大。

值得注意的是，2016 年最后一个交易日国家外汇管理局发布加强个人购汇监管的公告，央行发布加强金融机构大额交易现金监管报告，可以看出监管当局意图遏制资本外流态势的进一步恶化。2017 年元旦后离岸市场人民币流动性持续收紧，离岸人民币兑美元汇率出现异常飙升，人民币空头遭遇血洗，监管当局有意扭转市场对人民币的看空情绪。

鉴于此，我们认为政策层在 2017 年可能会加强遏制资本外流态势的恶化，“资本管制”时代渐渐临近，监管力度料将在 2017 年空前加大。人民币兑美元汇率将在 2017 年美元指数回调窗口短期上行，随后在美联储加息预期的压力下请务必阅读正文最后免责声明部分

加大贬值幅度，美元兑人民币将呈现双向波动态趋势，总体震荡交投于 6.8-7.3 区间内。

### 分析师声明

作者具有中国期货业协会授予的期货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。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生变更。

我们已力求报告内容的客观和公正，但文中的观点和建议仅供参考，客户应审慎考量本身需求。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告版权归弘业期货所有，未经书面许可，任何机构和个人不得翻版、复制和发布；如引用、刊发需注明出处为弘业期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

### 联系方式

#### 南京总部

地址：南京市中华路 50 号弘业大厦

网址：[www.ftol.com.cn](http://www.ftol.com.cn)

全国统一客服热线：400-828-1288

金融研究院：025-52278932

苏州营业部 0512-68070198

苏州市高新区狮山路 35 号金河国际大厦 37 层

常州营业部 0519-88161261

常州市关河东路 66 号九州环宇国际商务广场 a 座 1610、1611 室

扬州营业部 0514-87314255

扬州市扬子江北路 368 号格兰云天酒店旁三层小商业

无锡营业部 0510-82701302

无锡市中山路 531 号红豆国际广场 1706、1707、1708、1709 室

北京营业部 010-68014881

北京市西城区月坛南街甲 12 号万丰怡和商务会馆 3 楼

请务必阅读正文最后免责声明部分



上海营业部 021-58308628

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 609、1210-1211 室

南通营业部 0513-85113309

南通市姚港路 6 号方天大厦 703 室

青岛营业部 0532-85039479

青岛市香港中路 10 号颐和国际 A 座 2301、2303 室

合肥营业部 0551-2671810

合肥市蜀山区长江西路 200 号置地投资广场 1306、1307 室

徐州营业部 0516-85695258

徐州市中山南路 16 号成功大厦 22 楼 FGH 座

杭州营业部 0571-87185615

杭州市西湖大道 18 号新东方大厦 B 座 1401 室

郑州营业部 0371-65615320

郑州市未来大道 69 号未来大厦 1605 室

泰州营业部 0523-86211667

泰州市海陵区迎春西路 21 号 108-109 206-210 室

南宁营业部 0771-5760761

南宁市金州路 25 号太平洋世纪广场 A 座 21 层 2103-2104 室

镇江营业部 0511-85088168

镇江市京口区中山东路 18 号京凌大厦 901 室

福州营业部 0591-38118108

福州市鼓楼区东街 33 号武夷中心大厦 15 层 C 单元

大连营业部 0411-39799891

大连市沙区会展路 129 号期货交易大厦 A 座 2301、2302 室

长沙营业部 0731-84426856

长沙市芙蓉区韶山北路 139 号文化大厦 1701 室

西安营业部 029-87208280

西安市北大街 55 号新时代广场 12 楼 c 座

盐城营业部 0515-88889288

盐城市华邦东厦 2 幢 1906、1907、1908 室

济南营业部 0531-55592288

济南市市中区经七路 88 号房地产大厦 14 楼

天津营业部 022-58780777

天津市河西区围堤道 53 号丽晶大厦 2203 室

南昌营业部 0791-6653600

南昌市桃苑大厦 B2 座 3 楼

海口营业部 0898-66509189

海口市大同路 38 号财富中心 16 楼 1606 室

宿迁营业部 0527-84331588

请务必阅读正文最后免责声明部分



宿迁市宿城区青海湖路 80 号中信·君临国际广场写字楼（南楼）12 层 A 座

**沈阳营业部** 024-31286433

沈阳市沈河区北站路 57 号财富中心 D 座 21 楼 3 号、4 号

**武汉营业部** 027-82797898

武汉市汉阳区中山大道 818 号平安大厦 2208、2209 室

**广州营业部** 020-22836333

广州市天河区体育东路 136-138 号金利来大厦 909-911 室

**宁波营业部** 0574-87869517

宁波市江东区惊驾路 555 号泰富广场 A 座 1903 室

**连云港营业部** 0518-85321108

连云港市新浦区苍梧路 6 号龙河大厦 A 座 1101-1108 室

**重庆营业部** 023-88367700

重庆市渝中区新华路 388 号首座大厦 615-617 室

**太原营业部** 0351-8689591

太原市府西街 69 号山西国际贸易中心西塔楼 1806、1808 室

**淮安营业部** 0517-83900209

淮安市清河区淮海第一城办公楼 801-802（淮安市淮海东路曙光国家大厦 801-802）

**芜湖营业部** 0553-3917022

芜湖市镜湖区融汇中江广场西区 H#楼 1511、1512、1513、1514 室

**成都营业部** 028-84471800

成都市锦江区东大街芷泉段 68 号天府时代广场 A1 区 9 楼 03、04 号

**深圳营业部** 0755-22663166

深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场第三座第 5 层 03 室