



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

张明：美元指数与人民币汇率走势探析

大家好！非常高兴参加这样一个年会。刚刚听了邢自强的演讲，未来很光明，我也很认同，但是从短期来看道路还是挺复杂的。我今天想斗胆做点短期的预测，短期预测最大的风险就是被打脸，但是这个市场记忆是短暂的，到年底就没人记得我说什么了。

我讲美元指数和人民币汇率是怎么走的。应该说大家通常对美元比较悲观，对人民币兑美元汇率比较乐观，今天中国股市创了很高，昨天中国制造业 PMI 重返 50 以上，比较乐观。我想讲的是，今年美元指数可能不会那么差，不会单边的下跌，人民币兑美元汇率不会那么强，也不会单边的升值，这就是我的主要结论。

下面给大家看一些图。这张图是美元指数的走势，大家可以看到，这是一个月度的数据，从 1971 年美元跟黄金脱钩以来，到现在美元指数大概是三个比较完整的周期，这个周期都是先下跌开始，可以说是三落三起。最后这次上升的周期大概从 08、09 年开始的，到现在整整持续了 10 年，有两个特点，第一个特点，相比前两个美元指数上升的周期，这轮上升周期已经最长了；第二个特点，相比于前两次美元周期在顶部非常

张明

中国社科院世界经济与政治研究所国际

投资研究室主任

平安证券首席经济学家

陡峭、没有短暂的位置，这次在顶部盘整的时间已经够长了，构成了当前看空美元的第一个理由，就是美元周期上升了这么久该下调了。

认为美元上升周期下跌的第二个理由，也是由于最近美元的宏观基本面发生了变化，美联储对加息周期新的说法就是说今年不会有加息了，今年年底可能会缩表，本轮美元加息的结束有人认为自然而然就会是美元的下跌。历史上美元周期和联邦基金利率相对走势看一下，大家可以看到，从历史上来看，前两次美元周期的建立，就是与见底的建立都是在红线见底之后，这次可以看到，联邦基金利率大概率已经见底了，但是美元周期是不是一定会下行，现在还要看未来的检验。我下面从三个角度来讲，未必今年美元指数就会一路狂泄。

一、基于历史经验预测美元指数走势

第一，大家知道美元指数是衡量美元对一揽子发达国家的平均值，这里面美元兑欧元的权重占一半以上，所以大家从这个图可以看到，美元指数的走势和美元兑欧元的汇率走势是一个完美的反相关，这说明通常情况下美元指数大幅走弱的时候都是欧元兑美元很强的时候，一个最典型的例子就是 2017 年，可以看到 2017 年美元指数从 103 跌到 89，同时欧元兑美元汇率大概升值了 14%，一个主要的原因就是 2017 年欧洲经济上行的幅度超预期。我们从这个角度来看一下今年 2019 年，大家都知道今年美国经济是不太景气，美国经济去年的增速是 2.9%，今年的增速现在有不同的看法，美联储最近的看法大概是 2.0%，我们的预计可能略微高一点。但是我们看看欧洲，欧洲去年的增速 1.9%，前段时间欧洲央行把欧洲区今年的预期从 1.7% 下调到 1.1%，欧洲央行还重启了新的针对银行业的长期再融资的操作，这说明什么呢？说明欧洲央行觉得欧元区经济体下滑的趋势其实是非常严峻的，大家最近看德国制造业的数据、德国出口的数据我觉得反映了这一点。所以我觉得第一点，认为今年美元指数不会太差的原

因，是今年欧洲经济可能比美国还要差，因此欧元兑美元的汇率今年难有大的单边的显著升值。

第二，大家知道美元是一个避险货币，通常情况下，当全球或者资本市场、或者地缘政治很动荡的时候，通常投资者风险情绪就会下降，就会去找避险的资产。从历史来看，通常情况下，第一，在美元股市或者发达国家股市动荡的时候，美元指数通常是上行的，第二，当全球不确定指数很高的美元是走强的。今年的全球经济，去年应该说是美国股市牛熊交替的一年，今年尽管第一个季度美国股市非常好，但今年美国股市波动性在高位依然是大概概率事件。

第三，大家知道，最近这段时间，无论是发达国家国内政治的不确定性，还是地缘政治冲突的不确定性都依然在高位，而且有发酵的可能性。

所以我想说，今年从全球来讲，避险情绪会很强，在避险情绪会很强的时候，通常一个很重要的避险资产不会太差。

美元指数从全球来讲避险情绪会很强，在避险情绪很强的时候，通常很重要的避险资产美元也不会太差。前两次美元指数开始由牛转熊的时候世界经济发生了什么？在 1985 年的时候美元指数高点，往前看三年，在 1982 年、1983 年、1984 年全球经济有一个迅猛的反弹。第二次美元指数高点是在 2001 年，再往前看三年，1998 年、1999 年到 2000 年全球经济有非常强的反弹，所以我想讲的是美元不光是避险资产还是反周期的资产。所以以往的情况，当全球经济迅猛复苏的时候，美元通胀到了尽头，当全球经济到了低迷的时候美元不会通缩。过去三年世界经济的情况大家可以看到，用 GDP 来衡量，过去两年的经济增速全球都是 3.7，但是今年只有 3.5，甚至不到 3.5，在世界经济复苏的情况下，我觉得美元经济急剧走低的概率也是比较低的，这是我对美元指数的所有看法。

二、人民币汇率走势

从 2016 年以来到现在，人民币兑美元的汇率是一波三折，人民币对 CFETS 也是一波三折，2018 年一季度是往上走的，为什么把美元指数和人民币兑美元汇率放在一块儿看？因为当前人民币中间价的定价是三个因子：昨日的收盘价、盯住一篮子以及逆周期因子，在很多情况下引入逆周期因子就是为了对冲昨日收盘价的贬值压力，因为在很多时候，第一个因子和第三个因子相互抵消，人民币兑美元的汇率在短期来看，在很大程度上受到美元指数的影响。至少从 2016 年以来，人民币兑美元的走向和美元指数的走向高度相关。当美元指数强的时候，人民币通常兑美元贬值，反之亦然。如果今年美元指数不会太弱的话，人民币兑美元的汇率恐怕也不会太强。

我再讲其他理由来佐证一下，第一个理由，今年来看，我觉得人民币中国和美国的**双边逆差恐怕还会进一步收窄**，至少今年上半年，尽管市场都认为今年下半年宏观经济可能会有反弹，但是从最近的出口宏观数据显示，探底的过程在上半年会继续。当前十年期国债收益率大概在 3.1% 左右，尽管今天国债收益率依然在反弹，但是随着下行压力进一步加大，感觉国内十年期国债收益率还有一定的下行空间。美国的国债收益率目前大概不到 2.4%。但是去年美国十年期国债收益率到过 3.0%，它下了 60 个基点，但是美国经济的减速其实一直到今年才发生。所以我的感觉相比于中国的国债市场，美国的国债市场已经提前把当前美国经济下行的幅度给消化了。所以说从概率来讲，我觉得今年，至少在今年上半年蓝线跟红线之间的差距进一步缩小是大概率事件，而双边逆差的缩窄对人民币的汇率是有负面影响的。

今年来看，人民币的汇率从国际收支角度来讲经常账户是有贬值压力的，而**资本账户是有升值压力的**。去年一季度中国在十多年以来首次出现了季度的经常账户赤字，但是只有一个季度，今年我觉得我们或许有更多的季度，甚至

全年会看到经常账户赤字，主要逻辑就是今年中美贸易谈判达成妥协是大概率事件，但是前提是中国要大量增加进口美国的产品，包括石油、天然气、农产品、之前的波音飞机，包括现在传的生猪等等。总而言之，今年中美双边的贸易顺差显著萎缩是大概率事件，中美贸易顺差占到中国整体贸易顺差 60%以上，所以很可能今年的货物贸易顺差会萎缩得比较快，因此全年经常账户今年压力比较大，经常账户一旦出现赤字的话对人民币汇率有下降的压力。

但是好消息是今年中国资本市场的表现好于美国，因此从证券投资项下，今年中国资本市场会有比较大规模的资本净流入，这会构成人民币汇率相应的支撑。所以你可以看到，国际收支在反转，过去我们都是经常账户人民币有升值压力，资本账户有贬值压力，但是现在反过来，看着貌似平衡，但是我想提醒大家一点，证券投资是短期资本流动，它的方向波动是很大的，在正常时期可以平衡掉经常账户的逆差，让汇率更加平衡，但是一旦有风吹草动，它很快会逆转。所以国内资金和国外资金的流动通常是同方向的，而不是反方向的，它们都是顺周期的。因此，我们的国际收支结构的反转就意味着未来中国资本流动和中国人民银行汇率、国内资产价格的波动性都会今非昔比。

三、核心结论

第一，2019 年美元指数是双向波动，我们认为中数在 95 左右，当前美元指数大概在 96 元左右。美元下行压力两个，一个是美联储加息周期的结束，另一个是美国经济增速的下行。但是它上行的压力也有，欧洲经济可能更差，全球资产价格波动性可能会更高，全球经济政策的不确定性会加剧，全球经济增速会下行。

第二，2019 年人民币兑美元的汇率可能也是双向波动的格局，我们认为中数大概在 6.6 左右，现在大概是 6.7 的水平，下行压力就是中美双边逆差进一步缩窄，至少上半年，中美贸易收缩导致逆差更高频率的出现，而上行压力包

括证券投资的净流入，以及大家知道今年中美贸易谈判达成和解其实还有一个前提，就是美方要求中方不得对美元显著贬值，这为人民币汇率下行提供一个楔子。

我就讲这么多，谢谢。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。