

专题报告

7与7有什么不一样？

2019年6月9日

轩言·数语系列报告

主要预测

%	18	19E
GDP	6.6	6.4
CPI	2.1	2.3
PPI	3.5	1.2
社会消费品零售	9.0	9.3
工业增加值	6.2	5.8
出口	9.9	4.0
进口	15.8	5.0
固定资产投资	5.9	4.2
M2	8.1	7.0
人民币贷款余额	13.5	11.3
1年期存款利率	1.50	1.25
1年期贷款利率	4.35	4.10
人民币汇率	6.90	6.60

最新数据（4月）

工业	5.4
城镇投资	6.1
零售额	7.2
CPI	2.5
PPI	0.9

资料来源：CEIC，招商证券

谢亚轩

86-755-83295524
xiex@cmschina.com.cn
S1090511030010

刘亚欣

liuyaxin@cmschina.com.cn
S1090516100001

罗云峰

luoyunfeng@cmschina.com.cn
S1090518110003

张一平

zhangyiping@cmschina.com.cn
S1090513080007

高明

gaoming3@cmschina.com.cn
S1090518010002

林澍

linshu@cmschina.com.cn
S1090518110002

张秋雨

S1090519010001
zhangqiuyu@cmschina.com.cn

核心观点：

近期，央行高层密集就人民币汇率问题公开表态，可以视为对金融市场进行的预期管理。人民币兑美元汇率“7”的整数位并非“红线”，但也不意味着政策有意助推汇率贬破7。打破整数价位的禁忌，更应视为人民币汇率弹性提升的必然结果。至少从近期央行多次在离岸市场发行央票等措施来看，央行的操作目标仍然从逆周期宏观审慎的角度维护人民币有效汇率的基本稳定。人民币汇率有弹性，有韧性，有其重要的宏观意义，是中国经济在外部冲击面前具备更强韧性的前提条件。资本市场中的专业投资者，这一次，你怎么看？。

2008年4月9日，人民币兑美元汇率是7.002，4月10日升至6.9916，4月11日重新回到7.006后4月14日再次升至6.9990。此后，人民币兑美元汇率即告别了7时代。那个时候，市场可谓波澜不惊。那么，升破7和贬破7会有非常巨大的不同吗？也许未必。

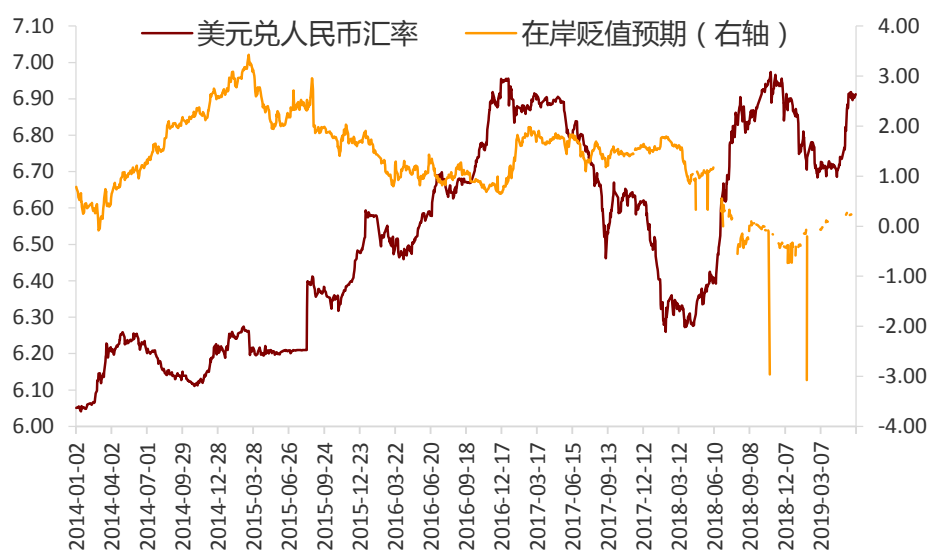
从外汇市场的角度看，7是整数点位，有一定的心理意义；从2008年算起，11年来，人民币汇率未跌破过7，这也是事实；2016年底至2017年初，人民币汇率贬值预期最强的时候，人民币汇率到过6.9557的位置，但确实未突破7。

但需要强调的是，我们面临的是一个二十年一遇的强势美元，简单说上次美元指数突破100是出现在20年前的1997年。就如强势美元带来的外部冲击并不常见一样，人民币兑美元汇率突破7这样11年未触及的点位也应不足为奇。关键是事实表明，美元的强势也是一把“双刃剑”，对美国经济将产生比较强的收缩效应，因而美元指数的走势往往“牛短熊长”。未来如美元指数冲高回落，人民币兑美元汇率就算破7也会自然重新升回6时代。

同样需要强调的是，中美的贸易摩擦也是多年未有之变局。尽管贸易谈判存在诸多变数，外汇市场也不应当将所有的负面信息全部都反映在当前的人民币汇率上。但事实上，近期人民币汇率的走弱确实与中美贸易谈判陷入僵局的事实密切相关。未来，谈判的进展难免一波三折，人民币汇率的走势也会相应体现市场预期的变化，那么7这个整数为也就难以成为所谓的“红线”。

近期央行多位高层的密集表态事实上在管理市场预期。比如，5月31日前央行行长周小川先生表示：“总体而言，如果把它（七）当作底线，这可能有点反应过度了”。6月7日央行行长易纲先生在回答记者提问人民币汇率是否存在“红线”时表示：“我不认为这是一个重要问题，不认为某一个具体数字会比另一个更加重要。用数学语言来说，人民币汇率是一个连续和平滑的数字”。其实，早在2018年10月8日央行货币政策委员会委员刘世锦先生《坚持人民币汇率市场化改革方向》的专栏文章就是一个非常重要的风向标，大家不仅要理解文章的字面观点，更要读懂文章背后的政策涵义。

图 1：人民币汇率与贬值预期



资料来源：WIND，招商证券

客观而言，就算破7，更多是贸易谈判冲击、美元强势和外汇供求变化等市场因素的作用，并不意味着决策层的政策导向是刻意推动人民币汇率贬值或者人民币汇率的稳定就

不重要了。至少从近期央行多次在离岸市场发行央票等措施来看，央行的操作目标仍然从逆周期宏观审慎的角度维护人民币有效汇率的基本稳定。

再次强调招商宏观团队 2018 年底的判断：预计 2019 年人民币汇率的波动率将进一步上升，以 6.72 为中枢，在 $\pm 6\%$ 即 (6.25, 7.19) 的区间内波动。

我们认为提升人民币汇率的波动率带来以下五个方面的积极影响：1、汇率弹性提升有助于分化单边的汇率贬值预期。2、汇率的灵活调整有助于缓解国际资本外流的压力。3、人民币汇率的灵活调整有助于反向溢出效应的发挥。4、人民币汇率弹性的提升有助于加强国际间货币政策协调。5、人民币汇率弹性提升有助于改善中国货币政策的有效性。还是那句话，对于人民币汇率而言，7 与 7 并无不同，“7”这样一个整数点位不应该被视为“禁区”，而更应该视为早晚要打破和丢掉的“枷锁”。

参考报告:

- 1、《金融与经济——轩言·数语系列报告》2019/3/13
- 2、《多事之秋-一图一观点（2018年第39期）》2018/10/07
- 3、《目前还不错的FDI数据--中国跨境资本流动数据月报2018年8月》2018/09/28
- 4、《富时罗素指数可能将纳入A股--全球视野看中国资产周报》2018/09/26
- 5、《港元为何大幅反弹-一图一观点（2018年第38期）》2018/09/24
- 6、《结售汇逆差与结汇率反弹矛盾吗？—中国跨境资本流动数据月报2018年7月》
2018/08/19
- 7、《汇率贬值，市场没慌—中国跨境资本流动数据月报2018年6月》2018/07/27
- 8、《避险货币何以炼成？—中国跨境资本流动数据月报2018年5月》2018/06/25
- 9、《人民币汇率的强弱转换因素—中国跨境资本流动数据月报2018年4月》2018/05/24
- 10、《中国对外投资增速回升—中国跨境资本流动数据月报2018年2月》2018/03/21

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士、博士。现任招商证券研究发展中心分析师（执行董事），负责宏观经济研究。2013年新财富最佳分析师宏观经济第六名，卖方分析师水晶球奖宏观经济入围奖。2014年新财富最佳分析师宏观经济入围奖。2015年第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第五名，新财富最佳分析师宏观经济第六名。2016年新财富最佳分析师宏观经济第五名，中证报金牛、第一财经、水晶球最佳分析师宏观经济第四名。

罗云峰：南开大学经济学学士、硕士、博士，中共中央党校政治学博士后。现任招商证券研发中心联席首席宏观分析师（董事）。先后就职于国家发展改革委系统、申银万国证券研究所和安信证券研究所，政、学、商三界逾10年宏观固收研究经验。专注于盈利债务周期模型下的全球大类资产配置研究。

张一平：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商研究发展中心宏观经济分析师（副总裁），主要从事宏观经济研究。

刘亚欣：美国雪城大学金融学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

高明：中国人民大学国民经济学博士，招商证券应用经济学博士后，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

林澍：中山大学金融学博士，现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张秋雨：南开大学经济学硕士，现任招商证券研究发展中心宏观经济高级分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。