

弱势美元是特朗普政府的救命稻草

原文刊于《财新》观点

- 前一段时间人民币汇率升势强劲，除了美元不断走软和国内经济基本面平稳之外，市场对人民币汇率的预期发生方向性改变是重要原因，对人民币汇率信心上升导致居民换汇意愿下降、企业加快结汇、海外人民币空头平仓，这些都在很大程度上放大了人民币升值压力，导致近期在美元指数相对平稳的情况下，人民币走出了独立升值的行情。这显然与此前市场观察到的央行操作思路相悖：美元走强时，人民币兑美元“多贬一些”，但维持一揽子人民币汇率指数稳定；在美元走弱时，人民币兑美元“少升一些”，促使一揽子人民币汇率指数有所贬值。央行对人民币最近的大幅升值有所警觉，最近取消了针对境内银行远期外汇合约的风险准备金要求。央行在2015年设立该风险准备金要求的目的是希望增加做空人民币的成本，进而降低人民币贬值压力。但在人民币兑美元汇率升破6.5之后，央行的诉求也随之发生了变化。与此前反复强调“人民币不具备长期贬值基础”一样，央行显然也同样认为“人民币同样不具备长期升值的基础”。
- 目前市场关心的是，人民币的强势能维持多久？决定因素是哪些？我们认为在所有推动人民币升值的因素里面，预期是最容易出现逆转的变量。A股市场有“一根阳线改变情绪，两根阳线改变预期，三根阳线改变信仰”的说法，我们认为这同样适用于外汇市场。如果支撑人民币汇率走强的其他因素发生变化，预期本身非但

不可能成为支撑人民币汇率维持强势，反而届时会成为放大人民币汇率贬值压力的重要推手。相对于预期的不稳定，国内经济基本面是支撑人民币汇率的稳定因素。撇开新周期之辩论，上半年中国经济在众多因素的推动下表现超预期，近期经济上行动能虽然有所减弱，但距离构成反转的条件还相去甚远。因此人民币汇率背后的宏观经济因素在未来相当长一段时间不会发生趋势性的改变。基于以上判断，我们认为未来人民币汇率的走势，在很大程度上还是取决于美元的走势。

- 2 季度以来美元持续走软的原因比较复杂：首先，在失业率接近自然失业率的同时，美国通胀率依然低迷，“菲利普斯曲线”失效造成市场对美联储未来是否能如期加息、缩表有所疑义；其次，特朗普政府在减税、基建投资等结构性改革方面屡屡受挫也让之前看好美国经济前景的“特朗普交易”偃旗息鼓；再次，目前全球经济实现发达经济体和新兴市场经济体同步复苏，全球宏观经济环境相对平稳导致全球投资者风险偏好走高，全球资本大量并没有因为美联储加息而流入美国推高美元汇率，而是流入基本面持续向好的欧元区以及新兴市场国家追求更高的回报。但除了这些客观原因之外，我们认为特朗普政府对弱势美元的“偏好”也是压低美元的重要因素，而且伴随着其他造成弱势美元的因素在未来可能发生变化，特朗普政府人为维持“弱势美元”的动机和意图会变得更加明显。
- 鉴于美国经济复苏已经持续了将近 8 年，虽然不能判断美国经济已经进入周期复苏的顶点，但伴随的时间的推进，未来不确定性累计的确有所上升。虽然美联储已经加息数次，但与历史平均水平相比，依然处于地位；更为重要的是美联储依然通过“再投资策略”维持超过 4 万亿美元的资产负债表。如果不能在未来数年内尽快推动货币政策正常化（也就是把打出去的拳头收回来，预备再次出拳），

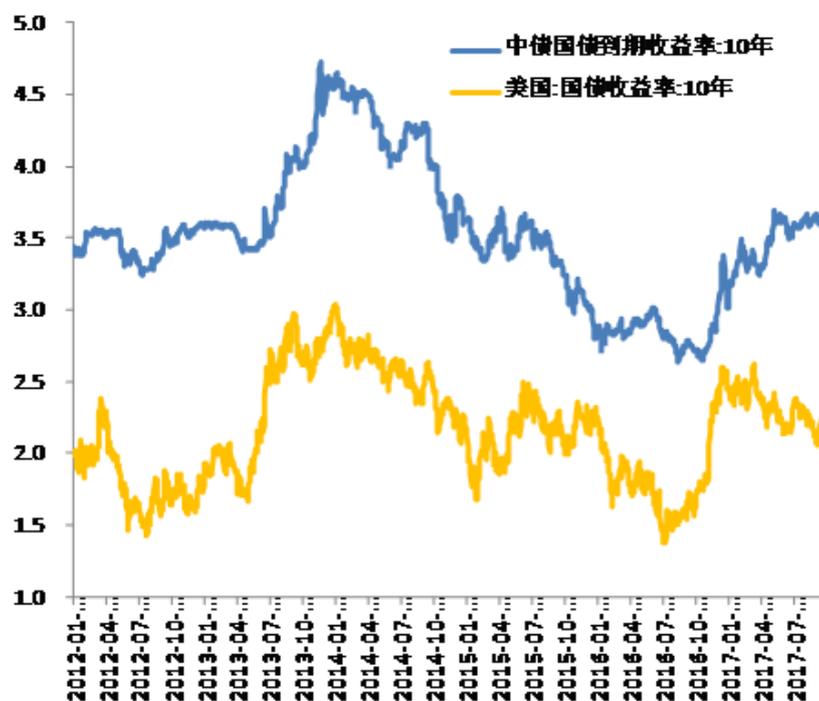
一旦再次发生类似的金融危机，美国政府将陷入无政策工具可用的困境。美联储加息缩表势在必行，但由此带来的利率上行和强势美元是特朗普所不愿意看到的。在减税、基建投资等一揽子改革方案没有突破之前，美联储的货币政策正常化带来的强势美元不利于美国商品和服务业的出口，而利率的攀升将影响特朗普政府未来的减税和基建投资计划。因此特朗普在当政之初，就直言喜欢低利率不爱强势美元。特朗普在各种场合每次强调以上观点的时候，虽然无法直接量化，但的确观察到之后美元汇率会有所下挫。鉴于长期以来美国监管者奉行的是预期管理政策，而市场也适应了这种预期引导方式。因此特朗普政府对强势美元的公开不满表示也很大程度上影响了市场对美元未来走势的判断。弱势美元的最直接的好处就是可以推动美国商品和服务的出口，这在特朗普政府短期内无法通过启动基建投资来实现推动国内经济的情况下，无疑是短期内最有效且成本最低的方法。

上个月底，美国财政部部长努钦就在讲话中表示，美元走软在一定程度上对美国贸易更好。从数据层面来看，今年上半年美国货物出口金额同比增长6.74%，而去年同期是下降6.61%。虽然这里面有全球经济复苏的成分，但美元大幅走软在一定程度上也加速了出口的复苏，进而拉动美国的就业。同时，美元贬值在一定程度上拉高了进口商品的价格，从而有利于推动美国通胀水平的上升，进而会刺激消费和投资活动。此外，我们观察到从4月份开始，伴随着美元指数的持续走弱，美国国内金融环境在美联储持续加息的前提下，非但没有进一步恶化，反而出现明显改善，表现为芝加哥联储发布的全国金融状况指数开始掉头向上。据我们全球外汇团队测算，美元每贬值2%，其效果大致相当于美联储降息25个基点。因此美元自4月以来的贬值幅度已经相当于美联储降息3-4次。这也解释了为何美国国内金融环境在美联储持续加息的前提下却有明显改善，反映在美国长期国债利

率有明显下降趋势。

- 基于弱势美元为特朗普政府在一揽子新政无法突破之时提供了宝贵的喘息之机和政策盘桓余地，或者简而言之，就是抓在手里的救命稻草。我们可以预见未来相当长一段时间内，强调和维持“弱势美元”依然将是特朗普政府的重要政策取向，而这必然会被纳入市场预期和判断，从而对美元汇率形成实质性的影响。从国内角度看，持续的“弱势美元”在很大程度上降低人民币贬值压力，为央行继续推进和深化人民币汇率形成机制提供了有利时机和更大的政策空间。我们认为汇改的核心除了在机制上有所突破之外，央行应该进一步提高预期管理的能力，通过加强与市场的沟通来避免市场预期改变所导致汇率在短期内出现单边升值或贬值的情况，引导市场进入双向波动的良性状态。

图表 1: 中美利差扩大



资料来源： WIND, 摩根士丹利华鑫证券

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道100号上海环球金融中心75楼

邮编：200120

电话：+86 (0) 21 2033-6000

传真：+86 (0) 21 2033-6040

免责声明

摩根士丹利华鑫证券有限责任公司（以下简称“本公司”）准备本文件仅供贵方参考之用。就任何拟议的交易或其他方面而言，贵方不应最终倚赖本文件或使用本文件，以形成有关任何决定、合同、承诺或行为的最终基准。贵方以及贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方必须对本文件和与本文件相关而提供的任何信息进行严格保密。除非获得本公司的事先书面同意，贵方和贵方的董事、高级管理人员、员工、代理和关联方在任何时候均不得整体或部分地复制本文件，并且不得向其他任何人士整体或部分地传达、披露或分发本文件或者在公开场合谈论本文件。如果贵方并非本文件的预期收件人，请立即删除和销毁其所有电子和纸制版本。

本文件及其所包含的某些内容是依据多个不同资料来源获得的某些假设和信息而准备的。尽管本文件是基于和倚赖上述假设和信息的准确性和完整性而准备的，本公司对任何上述假设和信息的使用并不代表本公司已独立地对其进行核实或表示同意。不论本公司还是本公司的任何关联方及其各自高级管理人员、雇员或代理，均不会就本文件所包含的信息、与本文件相关而提供的任何口头信息以及基于本文件内容而产生的信息之准确性或完整性做出任何明示的或暗示的陈述或保证，并且不承担任何责任或者义务（不论是直接或间接的、合同或在侵权或其他方面的）。本公司和本公司的关联方及其各自高级管理人员、雇员和代理在此明确声明其不承担基于本文件以及本文件的任何可能的错误或遗漏而引致的任何法律责任。不论是本公司还是本公司的任何关联公司及其各自高级管理人员、雇员或代理也不会就下述事项做出任何明示的或暗示的陈述或保证：任何交易已经或可能按照本文件中载的条件或方式得到执行以及本文件所含的未来预测、管理层目标、估计、前景或回报（如有）的可实现性或合理性。本文件所包含的任何看法或条款仅为初步的，并以于本文件所载日期的财务状况、经济情况、市场状况以及其它情况为基础，因此随时可能变化。本公司并无义务或责任更新本文件中包含的任何信息。本文件中可能提到相关公司某些过往的业绩或数据并不代表对其未来表现的预测或者保证。

本文件并不构成且不应被视为由本公司或本公司任何的关联方做出任何形式的财务顾问意见或推荐。本文件并非证券研究报告，也不构成任何形式的证券投资咨询或证券投资顾问意见或建议，也不是由本公司关联方的研究部门编制的。本文件以及本文件含信息并不构成购买或出售任何证券、商品、票据或衍生工具的要约或要约邀请，也不构成借贷、安排融资、承销或购买任何证券或担任有关任何人或交易的代理人、顾问或保荐人的要约、要约邀请或承诺，也不构成任何资本承诺、交易策略或者任何法律、监管、会计或税务方面的意见。本公司建议贵方就本文件可能涉及的法律、监管、会计和税务方面内容寻求独立专业人士的意见。本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件所载商标和服务标志的知识产权为其各自所有者拥有。本文件中引用的第三方数据提供者并未对其数据的准确性、完整性和及时性作出任何保证或表述，并不应对涉及此类数据的任何损失承担责任。未经本公司的书面同意，不得复印、出售或转发本文件或其中任何部分。

本文件可能包含从摩根士丹利研究部门或其他摩根士丹利拥有所有权的资料中摘录的信息（称为“摩根士丹利信息”），但是对本文件而言，该信息未经摩根士丹利或其董事、管理人员、雇员、代理商或分包商（称为“摩根士丹利人士”）的再次审阅或批准。本文件中的预测、陈述或意见（包括任何基于摩根士丹利信息的或从摩根士丹利信息中所摘录的）不一定成为或继续成为摩根士丹利人士的观点，并且摩根士丹利人士不对本文件的准确性或完整性做出任何的陈述。

本文件的版权由本公司所有，本公司保留与之有关的一切权利。