

7 月份汇率月报

中美重启经贸磋商，人民币汇率怎么走？

■ 核心观点

第一，2019 年上半年人民币兑美元汇率走势可谓是一波三折；

第二，在 1 季度美元指数走强的背景下，人民币兑美元汇率总体上仍在升值。导致这一现象发生的原因主要有两个：其一，中美贸易摩擦的边际缓和。中美两国领导人在 2018 年阿根廷 G20 集团峰会期间举行会晤，会晤结果好于预期，提振了全球投资者的风险偏好；其二，1 季度中国的跨境资本流动出现显著的改善。

第三，导致 1 季度人民币兑美元汇率总体上升值的两个原因随着 5 月上旬特朗普突然提高关税而不再成立。此外，从 4 月中旬至 5 月中旬，美元指数震荡走强，这加大了人民币的贬值压力。

第四，展望后市，随着中美两国领导人在日本大阪 G20 峰会同意重启经贸磋商，受市场情绪的影响，人民币兑美元汇率短期内可能会有所升值，但升值幅度可能会低于 2018 年阿根廷 G20 峰会之后人民币的升值幅度。人民币兑美元的汇率走势最终仍取决于基本面，下半年人民币依然存在一定的贬值压力：其一，美元指数下半年持续双边震荡格局，波动中枢可能在 96-97 上下，依然不会太弱；其二，中美长期利差存在再度缩小的可能性。但 2019 年人民币兑美元汇率破 7 的概率进一步下降。

本月市场重点

■ 中美重启经贸磋商，人民币汇率怎么走？

2019 年上半年人民币兑美元汇率走势可谓是一波三折。2019 年年初至 2019 年 2 月底，人民币兑美元汇率由 6.86 攀升至 6.69，升值了 2.5%。2019 年 2 月底至 2019 年 4 月中旬，人民币兑美元汇率呈现水平盘整态势（中枢水平约在 6.70 上下）。2019 年 4 月中旬至 2019 年 5 月中旬，人民币兑美元汇率从 6.70 贬值至 6.90，贬值了约 3.0%。其中，5 月 5 日，特朗普突然发推文宣布对中国出口美国的 2000 亿美元产品关税提高到 25%，引发人民币快速贬值。从 5 月 6 日至 5 月 17 日短短 12 个交易日，人民币对美元汇率由 6.73 贬值到 6.89，贬值了约 2.4%。在人民银行一系列干预政策下，从 5 月下旬至 6 月中旬，人民币兑美元汇率再次呈现水平盘整态势（中枢水平约在 6.89 上下）。之后受美联储降息预期的影响，直到 6 月 28 日，人民币对美元汇率呈现小幅升值，由 6.89 升值到 6.87。

在 1 季度美元指数走强的背景下，人民币兑美元汇率总体上仍在升值。导致这一现象发生的原因主要如下：第一，中美贸易摩擦的边际缓和。事实上，1 季度人民币对美元的升值是延续 2018 年 12 月阿根廷 G20 峰会后人民币持续升值的格局。阿根廷当地时间 12 月 1 日晚，中美两国领导人在 20 国集团峰会期间举行会晤，会晤结果好于预期，提振了全球投资者的风险偏好，缓解了由于避险情绪带来的人民币贬值压力。第二，1 季度中国的跨境资本流动出现显著的改善。

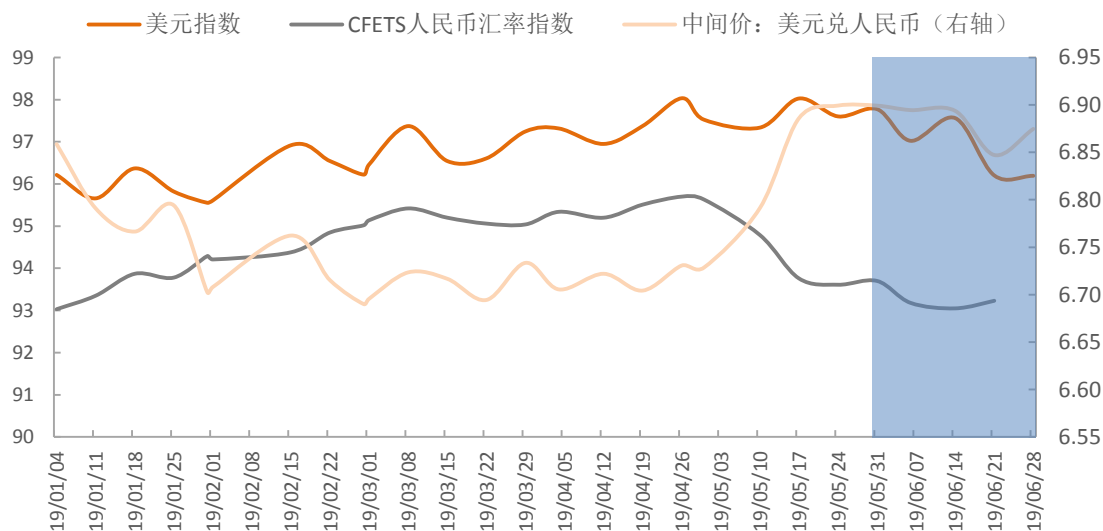
根据外管局公布最新的 1 季度国际收支数据可知，1 季度非储备性质的金融账户由去年 4 季度逆差 123 亿美元转为顺差 488 亿美元，其中证券投资和其他投资都出现大幅好转，这意味着始于 2018 年第 4 季度的短期资本外流在 2019 年第 1 季度再次转为流入。而导致资本流动改善的原因，既包括 1 季度中美利差的再度扩大，也与 1 季度中国股市表现强于预期有关。

导致 1 季度人民币兑美元汇率总体上升值的两个原因随着特朗普突然提高关税而不再成立。一方面，特朗普对 2000 亿中国出口美国的商品提高关税意味着中美贸易摩擦再次恶化，而且美国对华为的制裁标志着中美贸易摩擦由贸易领域转向科技领域；另一方面，自二季度以来，中国的跨境资本流动出现一定的恶化，目前外管局尚未发布第二季度的国际收支数据，我们从更加高频的银行代客结售汇差额来刻画短期资本流动总体状况，显示 4、5 月份资本流动整体表现为净流出。而且，资本外流通常会与汇率贬值相互强化。此外，从 4 月中旬至 5 月中旬，美元指数震荡走强，这也会加大人民币的贬值压力。

面对人民币汇率的快速贬值，我国政策当局采取一系列维稳举措，如通过喊话进行预期管理，我国高层领导多次喊话做空人民币是有成本的，我国经济基本面决定人民币不可能持续贬值；加大逆周期因子调控以及加强离岸市场干预，5 月 15 日和 6 月 26 日，人民银行在中国香港分别发行 200 亿和 300 亿离岸央票，显示维稳汇率的意图。至此，人民币兑美元汇率维持震荡格局。

展望后市，随着中美两国领导人在日本大阪 G20 峰会同意重启经贸磋商，意味着短期内中美经贸摩擦再次边际缓和，受市场情绪的影响，人民币兑美元汇率短期内可能会有所升值，但升值幅度可能会低于 2018 年阿根廷 G20 峰会之后人民币的升值幅度。原因在于，一方面，这次会谈的结果仅仅是重启双边经贸谈判，而不是谈判取得了重大成果；另一方面，市场预期到中美双边摩擦，注定会长期化、复杂化，打打停停将会成为常态。**人民币兑美元的汇率走势最终仍取决于基本面，下半年人民币依然存在一定的贬值压力**，其一，受全球经济下行以及全球的不确定性，美元指数下半年持续双边震荡格局，波动中枢可能在 96-97 上下，依然不会太弱；其二，中美长期利差存在再度缩小的可能性。随着中国经济增速在第二季度回落，中国 10 年期国债收益率仍有下行空间，再加上美国 10 年期国债收益率可能反弹，中美利差有望显著收缩，这将会打压人民币兑美元汇率。**但 2019 年人民币兑美元汇率破 7 的概率进一步下降。**

图表1 6 月份人民币汇率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

主要汇率指标跟踪

图表2 6月份主要汇率指标跟踪

		上月 (2019.5.31)	本月 (2019.6.28)	变动		变动幅度(%)
人民币 汇率	美元兑人民币汇率中间价	6.8992	6.8747	-245	基点	-0.36
	即期汇率:美元兑在岸人民币(CNY)	6.9020	6.87	-337	基点	-0.49
	即期汇率:美元兑离岸人民币(CNH)	6.94	6.87	-682	基点	-0.98
	CFETS 人民币汇率指数	93.70	93.23	-0.47	点	-0.50
	美元兑人民币:NDF:12个月	6.99	6.92	-705	基点	-1.01
中美 利差	中国:Shibor:3M	2.91	2.71	-0.204	bp	-7.01
	美国:商业票据利率:3M	2.41	2.26	-0.150	bp	-6.22
	中美利差:3M	0.50	0.45	-0.054	bp	-10.76
	中国:10Y 国债收益率	3.28	3.23	-4.97	bp	-1.52
	美国:10Y 国债收益率	2.14	2.00	-14	bp	-6.54
	中美利差:10Y	1.14	1.23	9.03	bp	7.96
发达 经济 体汇 率	美元指数	97.77	0.88	-173	点	-1.93
	美元兑欧元	0.8981	107.36	-19700	基点	-1.80
	美元兑日元	109.27	0.79	-46	基点	-0.58
	美元兑英镑	0.7943	1.43	-200	基点	-1.38
	美元兑澳元	1.4459	1.31	-440	基点	-3.25
	美元兑加元	1.3527	0.88	-173	基点	-1.93
新兴 经济 体汇 率	美元兑印度卢比	69.79	69.22	-5842	基点	-0.84
	美元兑马来西亚林吉特	4.20	4.14	-550	基点	-1.31
	美元兑泰铢	31.80	30.77	-9900	基点	-3.12
	美元兑墨西哥比索	19.64	19.21	-4339	基点	-2.21
	美元兑南非兰特	14.76	14.15	-6094	基点	-4.13
	美元兑土耳其里拉	5.92	5.77	-1570	基点	-2.65
	美元兑印尼卢比	14,385.00	14,141.00	-2440000	基点	-1.70
	美元兑韩元	1,190.90	1,154.70	-362000	基点	-3.04
	美元兑巴西雷亚尔	3.94	3.83	-1085	基点	-2.75
	美元兑俄罗斯卢布	65.06	63.05	-20131	基点	-3.09

资料来源: WIND, 平安证券研究所

汇率月度要闻跟踪

■ G20 大阪峰会中美两国元首会晤

事件：6月29日举行的中美元首会晤中，习近平主席与特朗普总统同意，中美双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。两国经贸团队将就具体问题进行讨论。

点评：中美双方在大阪会议上达成的结果，对短期市场信心的提振无疑是有帮助的。至少在短期内，美方对中方剩下3000亿美元加征关税，且中方进行相应反击的概率已经显著下降。中美贸易摩擦在短期内迅速激化的可能性也显著下降。不过，我们对此也不能太过乐观。一方面，这次会谈的结果仅仅是重启双边经贸谈判，而不是谈判取得了重大成果；另一方面，会谈并没有提及之前已经加征关税的做法是否会调整。如此看来，中国2500亿对美出口商品被加征25%的关税，短期内也不会变化。G20大阪峰会将对国内外金融市场可能产生的短期影响，全球风险资产价格短期内将会表现乐观，国内A股市场短期内可能出现一波温和反弹；2019年年内降息的概率以及降息的次数也会因此调降；美国长期国债收益率显著反弹的概率上升；黄金走势可能出现回调。

■ 欧美央行先后释放宽松信号，全球货币宽松新周期基本确立

事件：6月19日，欧央行行长德拉吉在讲话中表达了短期经济持续疲软的观点，并表态可能采取降息至负利率来促进经济。6月20日凌晨2点，美联储发表声明，决定维持联邦基准利率在2.25% - 2.50%不变；缩表仍在进行中，临近9月停止缩表时限。

点评：欧美央行先后向市场释放了转向宽松的预期，可以说，全球货币政策转向宽松的新周期基本得到确立。但是对于此轮全球货币政策全面转松对经济的中长期提振作用，我们并不抱有过度预期。理由如下：第一，此轮经济下行更多是在长时间货币政策宽松后，生产率未有显著提升，全球经济内生增长乏力所导致的。货币政策宽松对于短期突然的经济下行有较强的支撑效果，而对于经济持续缓慢下行的提振作用并不明显。第二，此轮货币政策转向宽松是紧接着上轮长达7-8年的高强度量化宽松周期之后的，考虑到货币政策的有效性递减规律，此轮全球货币政策转宽恐难以在中长期阻挡全球经济的下行趋势。第三，当前全球债务规模庞大，尽管宽松货币政策可以缓解还债压力，但债务规模继续攀升的空间已经不大，且会给经济带来更大的潜在风险，所以此轮货币政策转宽不仅难以给经济带来中长期的较强支撑，还会导致债务规模进一步积累从而增加经济的潜在风险。

■ 美伊矛盾持续升级，中东局势升温支撑油价

事件：6月11日，阿曼湾两艘油轮遭到攻击；6月20日，伊朗宣布击落一架美制无人机。美伊矛盾持续升级导致中东局势升温趋势明显。

点评：自从美国退出《伊朗核协议》之后，美伊矛盾就面临升级；进入2019年，4月美国将伊朗伊斯兰革命卫队列为恐怖组织，6月阿曼湾油轮遭袭与美无人机被射击，美伊矛盾显著升温。原油价格在6月12日开始反弹，目前仍在持续回升通道，中东局势升温对油价的支撑短期已超过全球经济下行与贸易摩擦蔓延升级给油价带来的冲击。展望未来，在中东局势难有显著缓解的情景下，油价未来将面临震荡加剧的格局，虽然中长期仍面临需求下行带来的压制，但中短期难免中东局势升级带来的提振。

主要经济体央行动态

图表3 6月份主要经济体央行动态

时间	国家/地区	简述
6月28日	中国	中国人民银行发布《2018年中国金融市场发展报告》称，2018年，全球经济增长势头放缓，国际金融市场走势分化，整体金融环境有所收紧。面对国内外经济金融影响因素增多的复杂环境，中国经济发展总体平稳，经济运行保持较强韧性。金融市场运行稳中有进，市场改革与创新持续深入，服务民营企业小微企业等实体经济功能更趋优化，对外开放举措有序推进，市场化、法治化防范化解金融市场风险取得积极进展。
6月28日	日本	日本央行：需要继续宽松政策，以保持物价回升势头；必须在维持现有宽松政策的同时，加大对金融中介和市场功能所受到的负面影响的关注；一名委员称应考虑经济动能丧失时采取的政策措施。
6月28日	加拿大	加拿大皇家银行：资本流动数据意味着，美元兑日元重现上行趋势。
6月27日	美国	美国国家经济顾问库德洛：市场正在告知美联储降息；在利率前景上同意市场观点
6月27日	新加坡	新加坡大华银行：预计澳洲联储在第四季度再次降息，但澳元或将获得支撑。
6月27日	美国	美国第一季度实际GDP终值年化季环比升3.1%，预期3.2%，上月公布的修正值为3.1%；GDP平减指数年化季环比终值0.9%，预期0.8%，前值0.8%；核心个人消费支出（PCE）物价指数年化季环比终值1.2%，预期1%，初值1%；个人消费支出（PCE）年化季环比终值0.9%，预期1.3%，初值1.3%。
6月27日	中国	中国人民银行货币政策委员会2019年第二季度（总第85次）例会于6月25日在北京召开。会议分析了国内外经济金融形势。会议认为，当前我国经济呈现健康发展，经济增长保持韧性，增长动力加快转换。人民币汇率总体稳定，应对外部冲击的能力增强。稳健的货币政策体现了逆周期调节的要求，宏观杠杆率高速增长势头得到初步遏制，金融风险防控稳妥果断推进，金融服务实体经济的质量和效率逐步提升。国内经济金融领域的结构调整出现积极变化，但仍存在一些深层次问题和突出矛盾，国际经济金融形势错综复杂，外部不确定不稳定因素增加。
6月26日	日本	日本央行副行长若田部昌澄：没有必要立即检讨日本央行目前的政策框架；现在不需要改变日本10年期国债收益率的目标区间。日本经济不再通缩；目前继续实施宽松政策是合适的；需要提高对经济下行风险的警惕；若海外经济增长继续放缓，日本国内需求可能会受到打压；10月消费税上调可能会给经济带来下行压力
6月26日	英国	英国外交大臣亨特：我们将寻求一份与首相特雷莎·梅完全不一样的脱欧协议；不会轻视无协议脱欧对企业的影响。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_11738