华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/动态点评

2019 年 06 月 10 日

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

孙欧
联系人 sunou@htsc.com

相关研究

1《宏观：PMI 跌落荣枯线，类滞胀环境下资产怎么走？》2019.05
2《宏观：利润修复仍需时间，聚焦新供给》2019.05
3《宏观：鲜果价格会是 CPI 中长期影响因素吗》2019.05

汇率后市怎么看？

2019 年 5 月官方外汇储备点评

5 月外储恢复正增长，国际收支平衡压力仍可控

央行数据显示，2019 年 5 月份我国官方外汇储备 31010.04 亿美元，较前月回升 60.51 亿美元重回正增长；SDR 口径 5 月官方外汇储备 22509.88 亿 SDR，较前月增 175.9 亿 SDR。5 月外储回升主因来自估值因素支撑对国际收支的对冲，我们认为国际收支平衡压力目前仍然可控。4 月下旬以来人民币兑美元大幅走贬，5 月受贸易摩擦反复的影响，人民币贬值幅度扩大，这给官方储备造成一定的下跌压力，但 5 月估值因素有所对冲。

5 月官方外汇储备主要受估值因素对冲汇率贬值的影响

5 月份，美元指数由 4 月末的 97.52 全月上涨 0.26%至月底 97.77；欧元兑美元由 4 月末 1.1215 下跌 0.42%至月底 1.1168；美元兑日元由月初的 111.43 大幅下跌 2.69%至月底 108.43。我们模型测算显示，汇率变动估值对储备影响近百亿美元。受美债收益率下行影响，债券收益率估值影响较大。5 月份 5 年期美债收益率单月下跌 35BP 至 1.93%；5 年期德债全月下跌 18BP 至-0.59%；5 年期日债全月下跌 3BP 至-0.2%。全球债券收益率对储备估值影响在 300 亿美元左右。综合考虑汇率和债券收益率变动对外储估值的正面影响及人民币汇率贬值的负面影响，外储 5 月重回正增长，保持稳定。

汇率不存在所谓保七保八底线，国际收支平衡更重要

我们认为，国际收支是货币政策的最终目标，汇率是实现此最终目标的中介目标，汇率事实上是服务于国际收支目标的，因此并不存在所谓保七保八的底线，关键是不要出现大规模的资本流出，目前外储在窄幅波动区间内较为稳定，资本流出压力仍然可控。

预计人民币短期波动加大，中长期仍升值

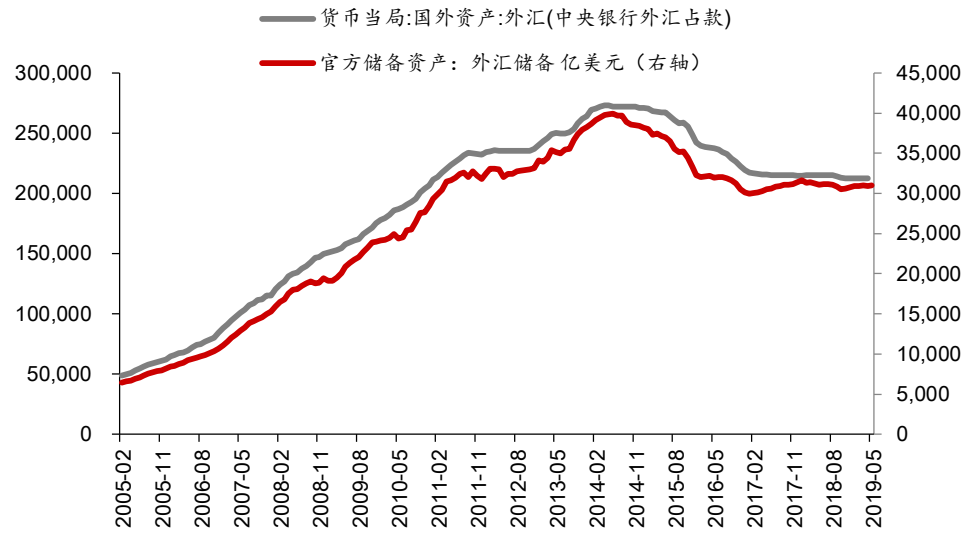
我们认为人民币汇率的短期波动趋势受中美贸易摩擦和谈判进程的影响较大，如果摩擦缓解、市场预期达成贸易协议的可能性提高，人民币趋于升值；而在贸易摩擦形势紧张，达成贸易协议的可能性较低时，人民币趋于贬值。6 月 28 日的日本 G20 峰会仍是重要的时间节点，存在贸易谈判预期反转的可能。同时，我们建议密切关注外汇储备与外汇占款的变动。中长期来看，预计美元上行周期触顶，人民币汇率仍是升值趋势。

货币政策首要目标缺失，维持稳健灵活适度

外储仍然稳定，我们认为目前央行货币政策缺失首要目标，仍维持稳健灵活适度。近期贸易摩擦形势反复可能冲击就业，央行行长易纲在 6 月 7 日接受采访时表示“我们为应对贸易战对就业的不利影响做好了准备”，他提到“如果贸易战严重影响到就业，中国将推出约 1000 亿元人民币的资金以支持再就业及相关培训”。我们认为当前货币政策仍着重供给侧，预计或将通过利率市场化降息缓解小微和民营企业融资难、融资贵等结构性问题。另外，针对近期中小金融机构可能面临的负债端融资不畅及信用收缩问题，预计央行将维持金融市场流动性合理充裕，保证金融市场稳定有序运行。

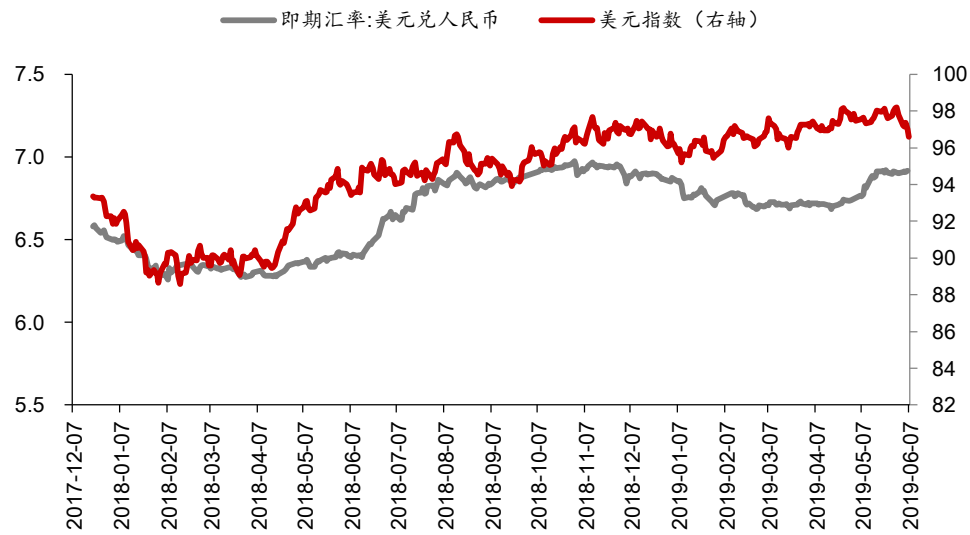
风险提示：贸易谈判进展不顺利，人民币汇率短期内存在继续大幅贬值风险，如果和资本流出形成负反馈，将带来外储大幅下降的风险。

图表1： 外汇储备、外汇占款走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 人民币汇率、美元指数走势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示：贸易谈判进展不顺利，人民币汇率短期内存在继续大幅贬值风险，如果和资本流出形成负反馈，将带来外储大幅下降的风险。

免责申明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。
全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809
©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

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_12116