

10月份汇率月报

近期人民币汇率走势背后的逻辑

■ 核心观点

第一，9月份人民币兑美元汇率呈现先升值后贬值的格局。9月3日至9月16日，人民币兑美元汇率由7.1785升值到7.0640，升值幅度为1.6%。导致人民币升值的因素主要包括中美贸易摩擦出现边际缓和迹象以及央行频繁的使用逆周期因子来调升人民币。之后人民币又进入震荡贬值态势。截至9月30日，人民币兑美元汇率为7.1381，贬值幅度为1.05%。导致人民币贬值的主要因素来自美元指数的强势。

第二，9月份人民币兑美元汇率的变化依然脱离基本面。在9月3日至9月16日人民币汇率升值期间，中美10年期国债收益率的利差不升反降；而在之后人民币汇率贬值期间，中美10年期国债收益率的利差不降反升。

第三，短期人民币兑美元汇率的走势受到中美贸易摩擦、美元指数、央行的干预态度以及中美利差（基本面）变化的综合影响。其一，就目前而言，主导人民币汇率短期大幅波动的因素主要是中美贸易摩擦的变化。其二，在当前人民币汇率弹性增加的背景下，央行通过逆周期因子干预不会改变人民币汇率的变化趋势，但会改变人民币汇率变化的幅度和节奏。其三，最近两个月人民币兑美元汇率的变化完全脱离基本面变化。

第四，展望未来，短期人民币兑美元的汇率走势受到10月份中美贸易谈判结果影响的可能性较大；如果中美贸易磋商未取得任何进展，或者摩擦再次恶化加剧，那么人民币兑美元汇率有可能再次大幅贬值。

本月市场重点

■ 近期人民币汇率走势背后的逻辑

8月份人民币兑美元汇率贬值3.0%，人民币兑CFETS货币篮指数贬值了2.4%，创下2019年以来单月最大贬值幅度。导致人民币8月份出现双贬现象最主要的因素是特朗普宣布对中国对美出口的3000亿美元加征关税。在人民币兑美元汇率破7之后，央行通过持续动用逆周期因子来稳定汇率，这意味着央行并不愿意人民币出现无序的持续贬值。

进入9月份以来，人民币兑美元汇率呈现先升值后贬值的格局。

9月3日，人民币兑美元汇率为7.1785，创下近期贬值新低，然后开始持续升值。9月16日，人民币兑美元汇率为7.0640，升值幅度为1.6%；同期，美元指数从98.95下行到98.63，贬值幅度为0.32%。可见，**美元指数的贬值并不能完全解释人民币兑美元汇率的升值幅度**。我们认为导致人民币兑美元汇率升值的因素主要包括：其一，**中美互相释放积极信号，贸易摩擦出现边际缓和迹象**。9月5日，中国国务院副总理刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方同意10月初在华盛顿举行第十三轮中美经贸高级别磋商，此前双方将保持密切沟通。9月11晚，美国总统特朗普表示将对2500亿美元中国输美商品上调关税从10月1日推迟到15日。对此，中国也做出积极的回应。从中美相关领导人释放的信息来看，

双方都有意集中精力将此轮磋商向前推进。中美贸易摩擦从 8 月份的突然恶化到当前互相释放积极信号，这可能是人民币汇率转为升值的主要原因。其二，央行频繁的使用逆周期因子来调升人民币，向市场传递人民币不会持续的大幅贬值。自人民币在岸汇率破 7 以来，人民币中间价和即期汇率出现持续的偏离，这意味着央行通过逆周期因子来调升人民币以向市场传递人民币不会持续大幅贬值的信号。在当前环境下，央行的干预不会改变人民币汇率的趋势，但会改变人民币汇率变化的幅度和节奏。

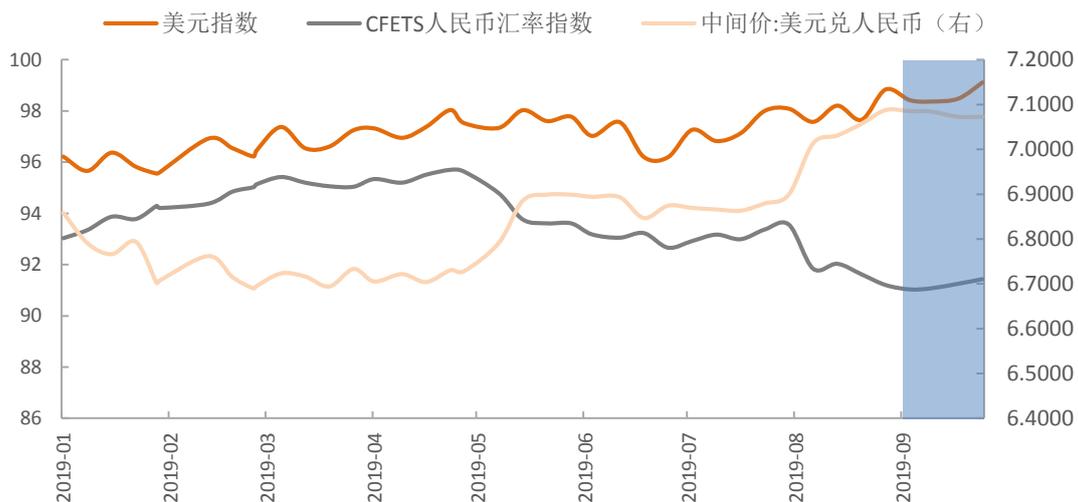
之后，人民币又进入震荡贬值态势。截至 9 月 30 日，人民币兑美元汇率为 7.1381，贬值幅度为 1.05%；同期，美元指数上行到 99.4021，升值幅度为 0.78%。人民币兑美元汇率的贬值幅度与美元的升值幅度大致相当，人民币兑美元的贬值可能主要来自美元的强势。9 月 19 日美联储进行今年的第二次降息，但其表态却偏鹰，表示后续的降息具有不确定性。美联储降息后美元不但没有走弱，反而出现上行，叠加地缘政治冲突的发酵，美元指数突破 99 的高位。美元指数的强势给人民币汇率带来贬值压力。

值得指出的是，9 月份人民币兑美元汇率的变化依然脱离基本面。在 9 月 3 日至 9 月 16 日人民币升值期间，中美 10 年期国债收益率的利差从 1.59% 下降至 1.25%，不升反降；而在之后人民币贬值期间，中美 10 年期国债收益率的利差从 1.25% 上升至 1.46%，不降反升。这也就意味着人民币兑美元汇率在中美利差收窄期间出现升值，在中美利差走阔期间出现升值，汇率走势完全脱离基本面变化。

综上所述可知，短期人民币兑美元汇率的走势受到中美贸易摩擦、美元指数、央行的干预态度以及中美利差（基本面）变化的综合影响。具体来看，其一，就目前而言，主导人民币汇率短期大幅波动的因素主要是中美贸易摩擦的变化。纵观过去几轮中美贸易摩擦的嬗变可以发现：中美每一轮的关税升级都会对人民币兑美元汇率短期产生较大的贬值压力，如今年 5 月份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%，导致人民币在短短 12 个交易日贬值了约 2.4%。同样，每当中美贸易摩擦有所缓和时，都会带来人民币兑美元汇率一定幅度的升值。其二，在当前人民币汇率弹性增加的背景下，央行通过逆周期因子干预不会改变人民币汇率的变化趋势，但会改变人民币汇率变化的幅度和节奏。其三，最近两个月人民币兑美元汇率的变化完全脱离基本面变化。

因此，短期人民币兑美元的汇率走势，受到 10 月份中美贸易谈判结果影响的可能性较大：如果中美贸易磋商未取得任何进展，或者摩擦再次恶化加剧，那么人民币兑美元汇率有可能再次大幅贬值。

图表1 9 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 9月份主要汇率指标跟踪

		上月 (2019.8.31)	本月 (2019.9.30)	变动		变动幅度(%)
人民币 汇率	美元兑人民币汇率中间价	7.0879	7.0729	-150.0	基点	-0.28
	即期汇率:美元兑在岸人民币(CNY)	7.1452	7.1381	-71.0	基点	-0.10
	即期汇率:美元兑离岸人民币(CNH)	7.1616	7.1128	-488.5	基点	-0.68
	CFETS 人民币汇率指数	91.2	91.43	0.23	点	0.25
	美元兑人民币:NDF:12个月	7.15	7.14	-71.0	基点	-0.10
中美 利差	中国:Shibor:3M	2.70	2.73	2.7	bp	1.00
	美国:商业票据利率:3M	2.00	1.90	-0.1	bp	-5.00
	中美利差:3M	0.70	0.83	12.7	bp	18.12
	中国:10Y 国债收益率	3.06	3.14	8.4	bp	2.74
	美国:10Y 国债收益率	1.50	1.68	18.0	bp	12.00
	中美利差:10Y	1.56	1.46	-9.6	bp	-6.18
发达 经济体 汇率	美元指数	98.84	99.40	0.57	点	0.57
	美元兑欧元	0.91	0.92	122	基点	1.35
	美元兑日元	106.43	107.95	15200	基点	1.43
	美元兑英镑	0.82	0.81	-91	基点	-1.11
	美元兑澳元	1.49	1.48	-68	基点	-0.46
	美元兑加元	1.33	1.32	-52	基点	-0.39
新兴 经济体 汇率	美元兑印度卢比	71.76	70.69	-10736	基点	-1.50
	美元兑马来西亚林吉特	4.22	4.19	-350	基点	-0.83
	美元兑泰铢	30.65	30.58	-710	基点	-0.23
	美元兑墨西哥比索	20.07	19.73	-3351	基点	-1.67
	美元兑南非兰特	15.23	15.20	-353	基点	-0.23
	美元兑土耳其里拉	5.80	5.66	-1403	基点	-2.42
	美元兑印尼卢比	14,237.00	14,174.00	-630000	基点	-0.44
	美元兑韩元	1,211.20	1,196.20	-150000	基点	-1.24
	美元兑巴西雷亚尔	4.14	4.16	259	基点	0.63
美元兑俄罗斯卢布	66.49	64.42	-20741	基点	-3.12	

资料来源: WIND, 平安证券研究所

汇率月度要闻跟踪

■ 中国人民银行宣布降准

事件: 9月6日, 中国人民银行决定于2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点(不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司)。除此之外, 为促进加大对小微、民营企业的支持力度, 再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点, 于10月15日和11月15日分两次实施到位, 每次下调0.5个百分点。

点评: 此次降准释放资金约9000亿元, 由于经济下行压力增加, 央行在9月16日的降准有望在短期内环节银行间市场

流动的分层并降低实体经济融资成本。当前我国经济下行的主要受出口和固定资产投资不振的影响，因此，此次降准有望对下行中的经济形成托底。由于 9 月中旬税期对于降准带来的流动性形成对冲；全球经济处于下行周期，各国央行纷纷开始实行宽松政策，因此人民币汇率短期内的主要影响来自于中美贸易摩擦的情况。由于近期中美互相释放积极信号，贸易摩擦出现边际缓和迹象，人民币汇率短期内处于稳定阶段。

■ 欧洲央行宣布降息并重启量化宽松

事件：北京时间 9 月 12 日晚 19:45，欧洲央行宣布将存款利率从-0.4%下调 10 个基点至-0.5%；并以 200 亿欧元/月的规模，重启资产购买计划，扩展购买债券范围。下调 TLTRO III 的利率区间，并延长期限至 3 年（原为 2 年）。实施利率分层制度，缓解商业银行在负利率政策下面临的压力。

点评：本次欧央行启动降息+QE 手段的目的是提振欧元区疲弱的经济。由于英国脱欧前景不明；德国第二季度 GDP 萎缩；意大利政局不稳；国际贸易形式动荡；通胀预期低迷，欧元区整体经济复苏前景堪忧。因此，欧央行的宽松政策符合市场预期。在欧央行宣布此轮“组合拳”后，欧元大幅跳水，但在全球经济下行外需不振的情况下，对于制造业及进出口贸易的影响恐怕有限。同时，欧央行进一步下调了经济增速及通胀预期，这意味着此轮宽松周期刚刚开始，但由于货币政策并非万能，同时长期负利率会对银行系统及储户造成损害，因此 10 月底的议息会议后欧央行是否进一步降息前景不明。欧洲所面临的经济压力在短期内难以扭转，10 月 2 日，英国首相约翰逊公布最新脱欧方案，并声称如果欧盟不同意此“最终方案”，英国将于 10 月 31 日“硬脱欧”；劳滕施莱格由于反对 QE 辞职，表明欧元区内部存在利益冲突；全球经济下行趋势难以逆转；长期负利率对于银行系统及储户的伤害进一步增加，预计欧元短期内会持续下行。

■ 美联储第二次降息，多国央行跟进

事件：北京时间 9 月 19 日凌晨 2 点，美联储宣布将联邦目标基金利率区间下调 25 个基点至 1.75%-2.00%，这是美联储年内第二次降息，也是短短一个月内又一次降息。巴西、印尼、沙特、阿联酋、约旦 5 个国家的央行纷纷选择跟进，采取降息操作。

点评：美联储此次降息符合预期。本次降息为中国货币政策打开了宽松空间，由于此前中国已宣布降准，美国的二次降息有助于人民币汇率的稳定。同时，虽然美联储内部依旧存在分歧，但鲍威尔在议息会议上多次强调“不确定性”正在让美国经济承压，并表示美联储再度降息是为了给持续存在的风险“上保险”，以期美国经济在面对显著变化时能保持强劲，并表示若经济走软将不排除进一步降息的可能。由于美国 9 月非农数据不及预期，虽然失业率处在历史低位，但平均时薪环比下滑，美国经济的“不确定性”仍存。

主要经济体央行动态

图表3 9 月份主要经济体央行动态

时间	国家/地区	简述
10 月 4 日	印度	10 月 4 日，印度央行宣布下调利率 25 个基点至 5.15%。这是印度央行今年第 5 次降息，此前 4 次降息累计下调利率 110 个基点。
9 月 26 日	欧盟	9 月 26 日，欧洲央行执行委员会成员劳滕施莱格宣布辞职，市场猜测此次辞职原因为反对量化宽松
9 月 25 日	新西兰	9 月 25 日，新西兰央行宣布维持基准利率 1%不变，新西兰元走强

9月25日	泰国	9月25日，泰国央行将在基准利率维持在1.5%不变，下调今明两年GDP增速预期
9月25日	中国	8月23日，中国人民银行行长易纲表示：央行数字货币研发已取得积极性进展，拟与电子支付工具结合，但无具体时间表
9月24日	西班牙	9月24日，西班牙央行称将2019年经济增速从2.4%下调至2%；将2020年增速预期由1.9%下调至1.7%；将2021年经济增速预期由1.7%下调至1.6%；预计2019年欧盟标准的通胀为1.1%，2020年为1.4%，2021年为1.6%；预计2019年公共赤字为2.4%，2020年1.8%，2021年1.5%
9月20日	中国	9月20日，中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心公布，新一期贷款市场报价利率（LPR）为：1年期LPR为4.20%，5年期以上LPR为4.85%。以上LPR在下次发布LPR之前有效。
9月19日	全球	9月19日，美联储宣布，将联邦基金利率目标区间下调25个基点至1.75%—2%的水平，巴西、印尼、沙特、阿联酋、约旦5个国家的央行纷纷选择跟进，采取降息操作
9月19日	挪威	9月19日，挪威央行上调基准利率0.25个百分点至1.50%
9月18日	法国	9月18日，法国央行宣布预计法国2019年经济增速为1.3%，2020年为1.3%，2021年为1.4%
9月16日	中国	9月16日，为支持实体经济的发展，降低社会融资的实际成本，央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，这是央行自今年1月后第2次宣布全面降准
9月12日	土耳其	9月12日，土耳其央行将基准利率下调325个基点至16.50%
9月12日	欧盟	9月12日，欧央行宣布降息加重启QE：下调三大政策利率中的存款便利利率10%至负0.5%（另外两项利率不变）；以200亿欧元/月的规模，重启资产购买计划，扩展购买债券范围。下调TLTRO III的利率区间，并延长期限至3年（原为2年）。实施利率分层制度，缓解商业银行在负利率政策下面临的压力

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_9810



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>