

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（半年报）

## 人民币区间维稳，均衡水平波动

车美超

宏观战略部

## ■ 内容摘要

随着我国经济地位的不断提升和对外开放逐渐扩大，如今人民币汇率走势已成为国际关注的焦点。人民币汇率在 2019 年一季度总体保持升值趋势，二季度伴随突如其来的中美贸易摩擦升级出现快速大幅贬值，令市场参与者措手不及，好在当局及时出手挺价，才避免出现剧烈贬值带来的经济影响。展望 2019 年下半年，宏观整体概括为既不悲观也不乐观，不过我国的经济有足够的韧性和巨大潜力，保证长期经济增长向好态势不变，这是人民币汇率市场平稳运行的内部基础。另外，随着人民币资产持续吸引外资增持，证券投资账户下资金流入将继续支撑国际收支均衡和人民币汇率稳定。下半年美国经济增速或将逐步放缓，但不至于出现衰退，预计美元指数区间震荡运行为主，中枢在 96 附近。中美 10 年期国债收益率利差的不断走阔使得人民币资产更具有吸引力。

综上所述，我们预判 2019 年下半年人民币汇率在新的合理均衡水平波动中保持基本稳定，主要参考区间【6.6, 7】。

## ■ 核心观点

- 二季度人民币贬值的最直接原因是中美贸易摩擦的突然升级。政府担心人民币汇率大幅贬值会造成资金外流，及时在港发行央票进行调节离岸人民币的流动性，稳定市场预期。
- 国内经济运行有足够的韧性和潜力保证人民币汇率市场的稳定发展，物价的稳定是对人民币最有效的支撑，加之随着金融市场逐步放开，外资流入，人民币资产配置增加均为汇率稳定提供保障。
- 下半年美国基本面不支持美元指数大幅走强，预计区间震荡为主，中枢在 96 附近，中美 10 年期国债收益率利差的扩大使得人民币资产更具吸引力。
- 人民币汇率维稳在一个区间，而不是一个点。风险关注贸易摩擦使得市场情绪对于汇率的影响常态化，“黑天鹅”逐渐演化成“灰犀牛”。

## 车美超

宏观经济分析师

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

[499719376@qq.com](mailto:499719376@qq.com)

一德研究院

电话：(022) 58298788

网址：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

# 目 录

1. 人民币汇率二季度走势回顾： .....	1
2. 影响因素分析： .....	2
2.1 我国经济运行.....	2
2.2 美国经济运行及美元指数.....	3
2.3 跨境资本变动.....	4
3. 总结及风险 .....	6
免责声明 .....	7

## 1. 人民币汇率二季度走势回顾：

人民币汇率在历经去年11月升值以来，2019年一季度保持升值势头，主要源于国内经济运行情况良好以及中美贸易争端暂缓。不过二季度出现反转，人民币处于持续贬值状态。分阶段来看，4月离岸人民币小幅贬值0.22%，属正常波动；5月大幅贬值2.94%，其中第二周周内贬值超千余点，连续两周贬值几近2千点，这主要是因为5月初中美贸易再掀波澜，美方对2000亿美元中国输美商品加征的关税从10%提升至25%，人民币失守6.9，直逼“7”的心理关口。对此，5月15日，中国人民银行在香港成功发行了两期人民币央行票据，其中3个月期和1年期央行票据各100亿元，中标利率分别为3.00%和3.10%。对于在港发行央票，专家分析称央行票据作为流动性管理工具之一，人民银行可以通过发行央票来调节离岸人民币流动性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。在人民币汇率再次成为市场焦点的背景下，央行方面对外多次发声，向市场解读官方对维稳汇率的立场。6月以来，离岸人民币高位回落，较上月小幅升值接近1%，目前徘徊在6.88附近。26日央行通过香港金管局债务工具中央结算系统（CMU）债券投标平台发行200亿元1个月期人民币央行票据和100亿元6个月期人民币央行票据，有利于对离岸市场人民币流动性进行逆周期调节，维护市场稳定。

如今，人民币汇率在一定程度上起到了国内外信心锚的作用。对于此次人民币的快速贬值，中国人民银行调查统计司原司长盛松成认为，目前人民币兑美元汇率破“7”总体上不符合中国的利益，对我国弊大于利。汇率如跌破关键点位，可能对市场信心带来较大冲击，加大资本外流压力，甚至有可能在未来的中美经贸谈判中“授人以柄”。此外，汇率贬值对我国外贸的促进作用有限，提升我国外贸产品的竞争力远比通过汇率贬值获取价格优势更有效。在二十国集团（G20）财长和央行行长会议上，人民银行行长易纲表示，中国经济运行稳中有进，经济基本面良好，人民银行将保持广义货币和社会融资规模存量增速与名义GDP增速基本匹配，将继续深化汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

图1 离岸人民币走势



资料来源：文华财经

## 2. 影响因素分析：

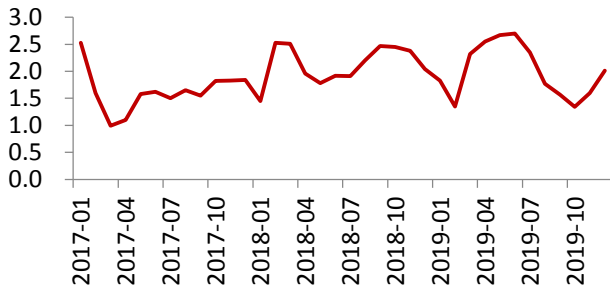
### 2.1 我国经济运行

研究机构统计显示温和稳定的通胀有助于维系本币币值的稳定，通胀低则汇率强，通胀高则汇率弱。根据 WIND 宏观 CPI 预测平均值数据走势推断下半年人民币汇率先升后贬。只要我们不发生危机，稳定的物价是对人民币最有效的支撑。

国家统计局公布我国 6 月 PMI 录得 49.4%，制造业景气水平与上月相当，继续维持在荣枯线以下。其中生产指数为 51.3%，较上月回落 0.4 个百分点，但保持在扩张区间。从重点行业看，高技术制造业、装备制造业和消费品行业的生产景气度呈现稳中有升，表明在当前复杂多变的经济环境下，制造业转型升级继续推进，中高端制造业和消费品制造业对经济增长的促进作用进一步增强。而市场订单增长动力偏弱，外贸发展环境趋紧，连续两个月处于收缩区间，贸易摩擦使得市场情绪对于汇率的影响常态化，“黑天鹅”逐渐演化成“灰犀牛”。目前，出口关税进一步大幅上调，这在某种程度上会削弱今年以来大规模减税降费对总需求的提振效应。因此，我国需继续采取逆周期调节政策，引导融资利率下行，以缓解出口增长放缓及中小银行结构性去杠杆对增长不利的影 响。6-7 月份专项债大量发行，下半年需求不悲观，房地产调控但也不看空，建筑工程依然比较稳，今年《政府工作报告》中提出的 6%到 6.5%的经济增长目标还是有信心实现的，我们认为下半年宏观面总体概括为既不悲观也不乐观，我们的经济有足够的韧性和巨大潜力，长期经济增长向好态势不变，这些都是保持外汇市场平稳运行的内部基础。

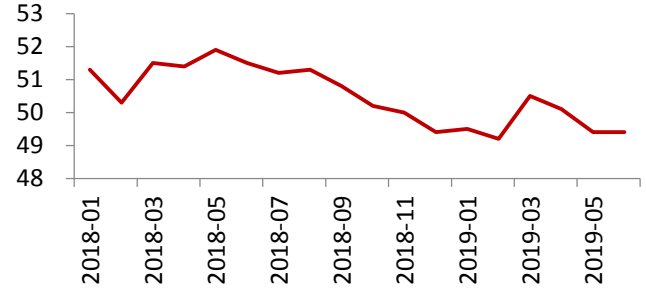
2019 年 5 月 M2 同比增速为 8.5%，新增人民币贷款 1.18 万亿元，新增社会融资规模 1.4 万亿元，1-5 月新增社融和信贷规模均高于去年同期，金融数据保持弱企稳状态。M2-M1 剪刀差重回收窄趋势，流动性总量进入平稳增长态势，融资增速反弹，表内信贷支撑环比反弹，表外融资拖累效应有所减弱，货币政策进一步放松空间有限，利差呈现结构性分化，下一个阶段货币政策的重点在于降低风险溢价，人民币贬值压力不大。

图2 预测平均值：CPI 当月同比



资料来源：wind，一德研究院

图3 中国制造业采购经理指数 PMI (%)



资料来源：wind，一德研究院

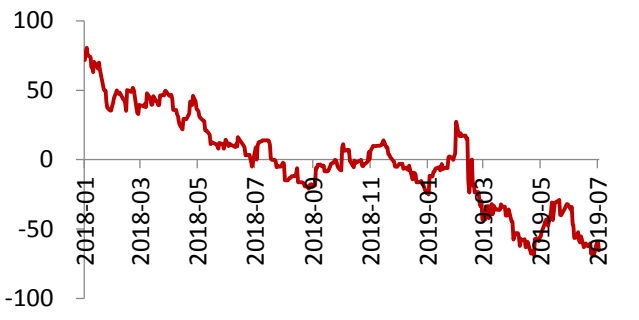
## 2.2 美国经济运行及美元指数

周五刚刚出炉的美国6月非农就业人口增加22.4万人，大幅优于预期的16万人，不过失业率录得3.7%，较前值和预期值高出0.1个百分点，平均时薪增速与上月持平，不及市场预期。此前联邦基金利率期货暗示市场预计美联储7月降息概率为100%，不过从这份强劲的非农就业报告来看或将放缓降息的速度，我们更加偏向7月降息为小概率事件，9月或12月降息可能性较大，另外，7月下旬即将公布的二季度GDP数据同样值得投资者密切关注。数据向好短期利多美元指数，股市由于宽松预期的降低出现了小幅下跌，美债收益率曲线依然倒挂，离岸人民币受此影响短线下挫。

美联储副主席克拉里达上周在赫尔辛基的经济学会议上表示，G20峰会的乐观进展是值得肯定的，国际贸易局势的后续进展将会对全球经济前景产生直接的影响。全球贸易问题久拖不决已经导致全球增长放缓，并促使很多央行降息以支持经济。5月美国贸易逆差从4月修正后的512亿美元扩大至555亿美元，由此可见贸易摩擦已经对美国经济造成负面影响。美国全国商业经济协会预计，2019年按年率计算的美国实际国内生产总值(GDP)增长率将从2018年的2.9%下滑至2.4%，并在2020年进一步放缓至2.0%。经济学家认为，去年美国经济受益于减税以及政府支出的增加，但今年上述政策对经济的促进效益正在逐渐消退。图8显示美国制造业PMI也呈现下滑趋势，加之房地产、消费等数据均表明美国经济不再具备持续扩张的条件。美联储近期向国会提交的半年度报告中称，美国经济在今年上半年保持稳健增长，但最近几个月可能会削弱，因为关税上升抑制了全球贸易，造成商业投资疲软。

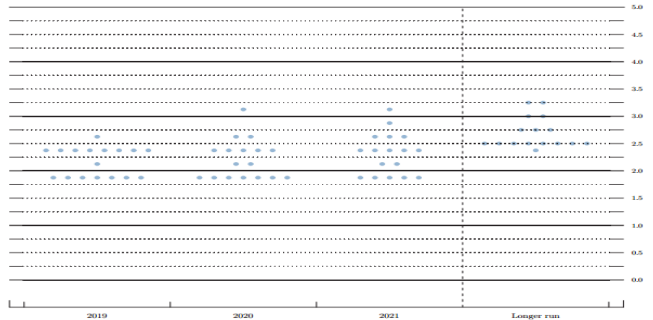
综合分析来看，今年下半年美国经济增速或将逐步放缓，但不至于出现衰退，基本面不支持美元指数大幅走强，预计区间震荡为主，中枢在96附近。中国-美国10年期国债收益率利差不断走阔，从某种意义上来说国内的基本面在最近一段时期持续走强于美国，除此之外，中美利差的扩大也使得人民币资产更具有吸引力。

图4 花旗美国经济意外指数



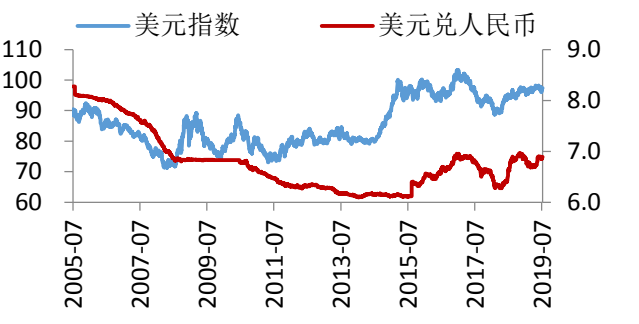
资料来源: wind, 一德研究院

图5 联邦基金利率目标范围评估



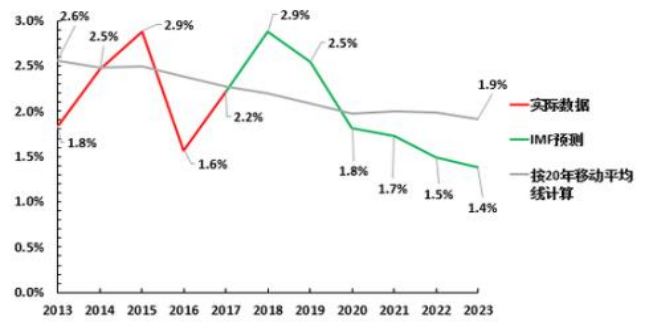
资料来源: FOMC, 一德研究院

图6 美元指数与美元兑人民币中间价



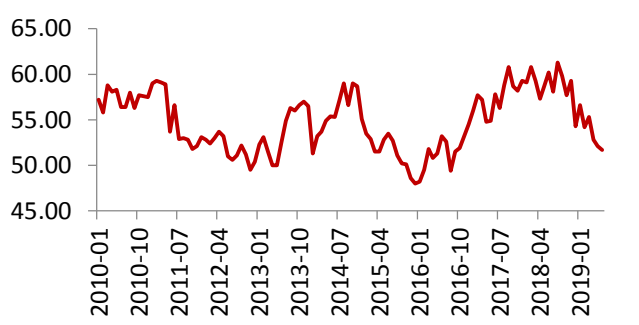
资料来源: wind, 一德研究院

图7 2013-2023 美国 GDP 年增长率比较 (剔除通胀美元计价)



资料来源: IMF, 《世界经济展望报告》

图8 美国 ISM 制造业 PMI



资料来源: wind, 一德研究院

图9 中美 10 年期国债利差



资料来源: wind, 一德研究院

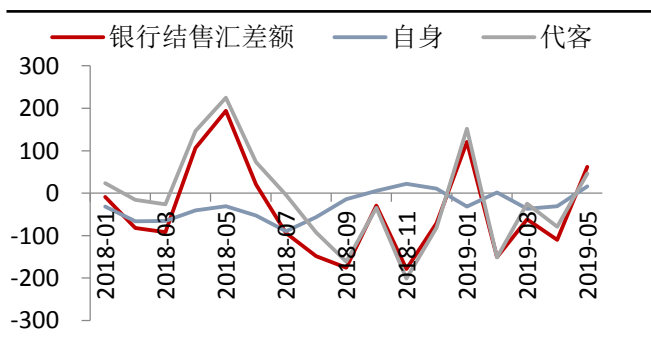
### 2.3 跨境资本变动

国家外汇管理局统计数据显示, 2019年5月, 银行结汇 10836 亿元人民币 (等值 1581 亿美元), 售汇 10412 亿元人民币 (等值 1519 亿美元), 结售汇顺差 425 亿元人民币 (等值 62 亿美元)。其中, 银行代客结汇 10134 亿元人民币, 售汇 9817 亿元人民币, 结售汇顺差 318 亿元人民币; 银行自身结汇 702 亿元人民币, 售汇 595 亿

元人民币，结售汇顺差 107 亿元人民币。从相关统计数据看，我国 5 月份外汇收支银行结售汇呈现顺差，外汇储备余额有所回升，主要渠道的跨境资金流动呈现积极变化，市场主体结汇意愿上升，购汇意愿平稳。2019 年 1-5 月，银行累计结汇 50461 亿元人民币（等值 7460 亿美元），累计售汇 51381 亿元人民币（等值 7599 亿美元），累计结售汇逆差 920 亿元人民币（等值 139 亿美元）。其中，银行代客累计结汇 47206 亿元人民币，累计售汇 47577 亿元人民币，累计结售汇逆差 371 亿元人民币；银行自身累计结汇 3255 亿元人民币，累计售汇 3804 亿元人民币，累计结售汇逆差 549 亿元人民币。按照简单的逻辑推断，结售汇逆差意味着外汇供不应求，未来会有升值预期。另外，无论用银行代客结售汇差额还是用银行代客涉外收付款差额来刻画的短期资本流动状况，今年上半年都要比去年下半年有显著改善，下图的热钱流向预估模型也可以体现。

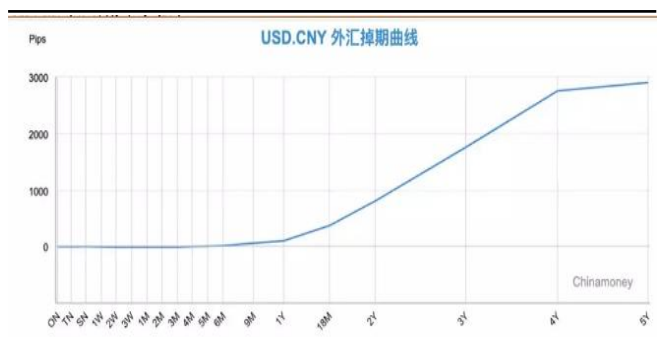
据外汇局统计显示，今年一季度境外机构净买入债券 95 亿美元和上市股票 194 亿美元。截至 2019 年 6 月末，我国外汇储备规模为 31192 亿美元，较 5 月末上升 182 亿美元，数据表明，随着证券市场对外开放逐步深化，国内市场对外资保持了较强的吸引力，证券投资项下资金流入比较稳定，因汇率折算和资产价格变化等因素共同作用，外汇储备规模有所上升。2019 年，受益于 MSCI 提高 A 股纳入因子、富时罗素 GEIS 指数集合纳入 A 股、彭博巴克莱指数纳入中国债券，海外资金被动流入将大幅增加，规模保守估计在 1000 亿美元以上。据悉，富时罗素公司预计将于 9 月正式对外公布是否将中国国债纳入富时世界国债指数，并可能于年底前跟进展开对中国信用债的考量。摩根大通正在评估是否将中国债券完全纳入全球新兴市场多元化债券指数，若能纳入成功，预计中国债券在指数中所占比重或达到 7%-10%。在当前证券市场逐步开放过程中，我国国际收支和外汇市场运行总体保持稳定。国家外汇管理局新闻发言人、总经济师王春英表示，目前在中国债券和股票市场中，外资持有比重仍然比较低，在两个市场的占比都只有 2%到 3%左右，这个水平不仅明显低于发达国家，也低于一些主要新兴市场国家。所以，未来我国还有较大提升空间，使得整体的跨境资本流动保持均衡发展，这些都会为人民币汇率稳定提供有力支撑。

图 10 银行结售汇差额（亿美元）



资料来源：wind，一德研究院

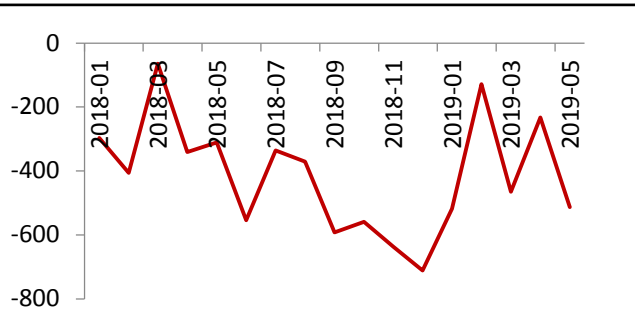
图 11 USD.CNY 外汇掉期曲线 (BP)



资料来源：CFETSFX

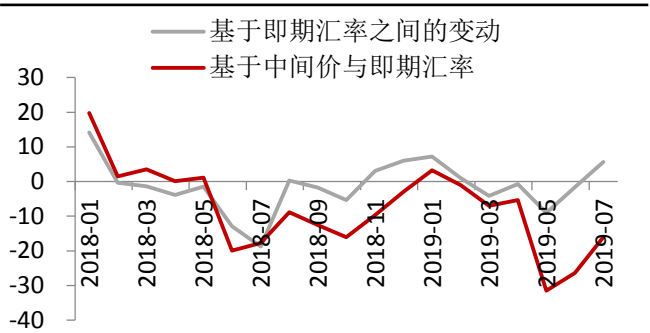


图 12 热钱流向预估趋势



资料来源: wind, 一德研究院

图 13 招商外汇供求强弱指标



资料来源: wind, 一德研究院

### 3. 总结及风险

随着我国经济地位的不断提升和对外开放逐渐扩大，如今人民币汇率走势已成为国际关注的焦点。人民币汇率在 2019 年一季度总体保持升值趋势，二季度伴随突如其来的中美贸易摩擦升级出现快速大幅贬值，令市场参与者措手不及，好在当局及时出手挺价，才避免出现剧烈贬值带来的经济影响。展望 2019 年下半年，宏观整体概括为既不悲观也不乐观，不过我国的经济有足够的韧性和巨大潜力，保证长期经济增长向好态势不变，这是人民币汇率市场平稳运行的内部基础。另外，随着人民币资产持续吸引外资增持，证券投资账户下资金流入将继续支撑国际收支均衡和人民币汇率稳定。下半年美国经济增速或将逐步放缓，但不至于出现衰退，预计美元指数区间震荡运行为主，中枢在 96 附近。中美 10 年期国债收益率利差的不断走阔也使得人民币资产更具有吸引力。

综上所述，我们预判 2019 年下半年人民币汇率在新的合理均衡水平波动中保持基本稳定，主要参考区间【6.6, 7】。那么如何理解人民币汇率维稳的含义呢？首先，维稳一个区间而不是一个点；其次，维稳市场价而不是中间价。最后提示一下风险点：贸易摩擦继续升级；经济下滑；地缘政治风险

## 免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel: 022-5982 0932

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301  
Tel: 022-5822 0902

### 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel: 0535-216 3353/216 9678