

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

（季报）

人民币汇率弹性增加，阵痛难免

车美超

宏观战略部

■ 内容摘要

车美超

宏观战略分析师

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

499719376@qq.com

一德宏观战略部

电话：(022) 58298788

网址：www.ydqh.com.cn

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

2019 年三季度随着中美贸易局势趋紧加之国内经济下行压力较大，美元兑人民币汇率破“7”，央行一改往日态度，允许人民币汇率定价更全面地反映市场供需变化，弱化逆周期因子与确保兑一篮子汇率基本稳定的影响力，以此缓解资本流出压力与金融市场动荡隐患。随后人民币在中美关系趋缓以及中间价逆周期因子等引导下企稳，继续承担着“调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用”。

9 月国内 PMI 数据显示经济景气有所改善，制造业生产总体恢复，货币政策转向宽松，经济政策逆周期调节力度加大，经济下行压力有所缓解，预计四季度国内经济增长将呈现弱势企稳态势。另外，QFII 额度限制取消利好外资入场，基本面和资金面均为人民币汇率提供有力支撑。当前美联储被动降息凸显美国经济依然强劲增长，不过债务的增长已经大幅超过了经济的扩张，说明实际上美国正在用借来的钱来购买这种经济扩张，这种做法风险是相当大的。美国经济边际放缓迹象较为明显，预计货币政策有望保持相对宽松状态，美元较难持续强势，而欧洲经济表现则更为糟糕，预计欧元区四季度经济紧缩风险提升，货币则表现相对弱势。市场预期变化是导致汇率短期变动的主要因素，当前人民币汇率较为真实全面的反映了市场供需关系变化，这使得资本相应的流出压力大幅回落。

综合考虑当前外部风险演化及国内宏观经济运行态势，以及监管层对外汇市场调控能力，我们认为四季度人民币汇率并不存在大幅贬值或升值的基础，适度贬值反而有利于改善 PPI 通缩，波动弹性增加，总体仍以维稳为主。

目 录

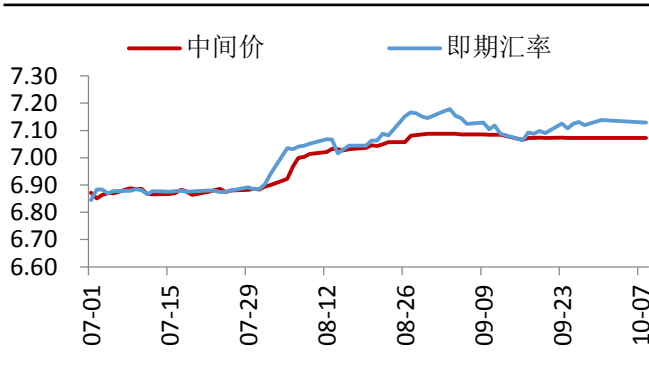
1. 人民币汇率三季度走势回顾：	1
2. 影响因素分析：	2
2.1 我国经济运行.....	2
2.2 跨境资本变动.....	4
2.3 美欧经济运行及美元指数.....	5
2.4 短期因素扰动.....	7
3. 总结及风险	8
免责声明	9

1. 人民币汇率三季度走势回顾：

汇率波动是常态，有了波动，价格机制才能发挥资源配置和自动调节的作用。2019 年三季度人民币汇率总体处于贬值通道，其中 7 月美元兑人民币中间价小幅贬值 0.2%，离岸人民币贬值 0.61%，在岸人民币贬值 0.27%；8 月美元兑人民币中间价贬值 2.8%，离岸人民币大幅贬值 3.65%，在岸人民币跟随贬值幅度达到 3.93%；9 月中间价小幅调升 0.22%，离岸人民币波动幅度较大，不过最终微升 0.28%，在岸人民币收涨 0.16%。那么到底是什么原因造成 8 月份人民币汇率的剧烈波动呢？下面我们来具体回顾一下。

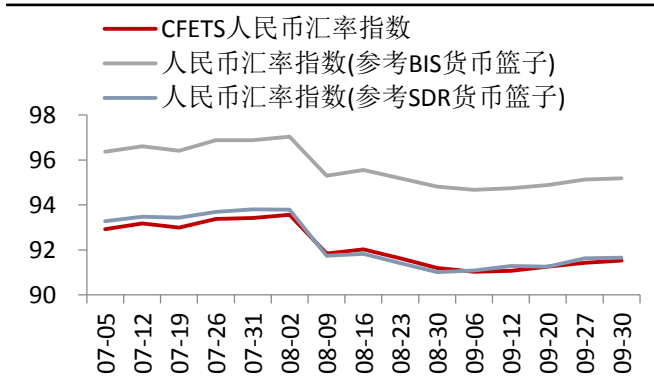
8 月 1 日美联储开启过去 10 年以来首次降息后，在美元回落的情况下，人民币不涨反跌，且下跌速度远远超过美元指数，8 月 1-2 短短两个交易日，离岸人民币兑美元汇率直线下跌逾 800 个基点。8 月 5 日上午，离岸人民币急贬破“7”，市场恐慌情绪骤增，境内外人民币汇率双双跌破 7 整数关口后，许多华尔街投资机构表示根本“搞不清状况与原因”，只能任由程序化量化交易模型自动结清人民币多头寸止损离场，导致离岸人民币汇率快速跌至 7.10 附近。究其原因是人民币中间价大幅下调，受美国意外宣布对我国 3000 亿出口商品加征关税的影响，市场避险情绪升温，人民币汇率承压下行。由于美方严重违背中美两国元首大阪会晤共识，中国相关企业决定暂停采购美国农产品。为防止市场过度解读和过激反应，央行及时发声表示此次贬值是市场供求和国际汇市波动的反映，主要受单边主义和贸易保护主义措施及对中国加征关税预期等影响，人民币对一篮子货币继续保持稳定和强势。8 月 6 日上午 9 时，中国人民银行宣布将于 8 月 14 日在香港发行两期人民币央行票据，总发行量为 300 亿元，其中 3 个月期央行票据 200 亿元，1 年期央行票据 100 亿元，此项操作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。消息发布后，离岸人民币大涨 400 点。随后美国财政部指定中国为货币操纵国，我们认为此举与 5 月美国商务部曾提议制定一项新规定有关，对低估本币兑美元汇率国家的产品征收反补贴税，其目的在于抵消进口商品享受的补贴金额，削弱我国产品的竞争力。贸易局势趋紧导致不少投资机构调低人民币汇率估值，另外，我国央行在悄然弱化汇率调控措施，背后逻辑是调控措施容易导致人民币汇率高估，在贸易局势紧张与经济下行压力较大的情况下，容易引发资本外流与金融市场动荡的隐患。人民币汇率更贴近市场供需关系而呈现均衡合理价格，会让资本感到安全，资本外流与金融市场动荡的风险相应减少。9 月 26 日，中国人民银行在香港成功发行 6 个月期人民币央行票据 100 亿元，中标利率为 2.89%，此次 6 个月期人民币央行票据中标利率与当前离岸市场同期利率水平基本相符，有助于推动离岸人民币货币市场和债券市场发展。目前人民币汇率围绕 7.1 附近波动，短期走势随中美贸易局势发展等事件驱动影响较大。

图1 2019年三季度美元兑人民币中间价和即期汇率



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图2 2019年三季度人民币汇率指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

时间	三季度中美贸易摩擦及谈判重要时间节点和事件
2019/6/29	中美元首会晤，同意重启两国经贸磋商，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。
2019/7/9	中美全面经济对话中方牵头人刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，就落实两国元首大阪会晤共识交换意见。商务部部长钟山参加通话。
2019/7/12	海关总署：上半年中美贸易总值下降 9%，中美经贸摩擦影响总体可控。今年上半年我国对美国进出口 1.75 万亿人民币，其中对美出口 1.35 万亿元，自美进口 3993.8 亿元，贸易顺差 9548.1 亿元。
2019/7/18	美国总统特朗普称，美国要与中国达成贸易协议，还有很长的路要走，但如果有必要，美国可能会对价值 3250 亿美元的中国商品加征关税。
2019/7/30	为期两天的第十二轮中美经贸高级别磋商在上海结束，此次磋商并无任何实质性进展，旨在为接下来的谈判起到承前启后的铺垫作用。
2019/8/1	特朗普 8 月 1 日晚间宣布，9 月 1 日起将对进口的 3000 亿美元商品加征 10% 的关税，本轮为美国对华第 4 轮加征关税。
2019/9/1	中美新一轮互加关税生效，中美将进行新一轮经贸谈判。
2019/9/5	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。
2019/9/11	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。
2019/10/10	10-11 日中方赴美举行为期两天的第十三轮经贸高级别磋商。

资料来源: 网站信息搜集, 一德宏观战略部

2. 影响因素分析:

2.1 我国经济运行

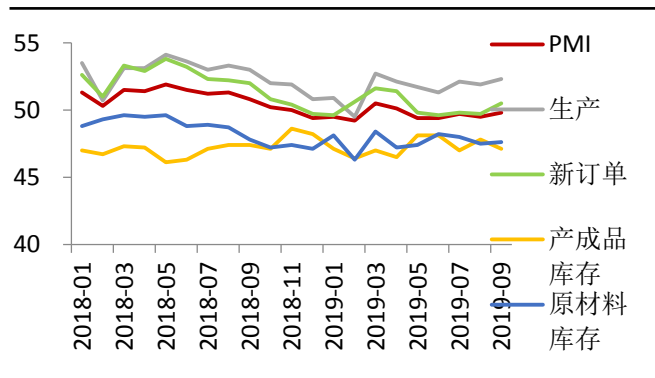
随着人民币汇率市场化程度不断提高，人民币汇率双向波动越来越常态化，企业和投资者对于人民币汇率的分析预判也更为关心，以有效应对汇率风险。9 月我国官方制造业 PMI 环比上涨 0.3% 至 49.8%，优于市场预期，

显示国内经济景气改善，制造业生产总体恢复。新订单指数环比由跌转涨，为5月以来首次升至扩张区间，原材料库存指数环比小幅上涨，产成品库存环比下降，采购指数有所回升，显示企业原材料库存增长主要来自企业加快生产，加大采购的影响，但考虑到当前制造业需求主要依靠基建支撑，且制造业企业盈利压力暂未出现改善，因此制造业库存恐难趋势性回升。当前国内货币政策转向宽松，当局实施全面降准，支持基建投资增长，经济政策逆周期调节力度加大，随着基建对冲作用显现，国内经济下行压力有所缓解，预计四季度国内经济增长将呈现弱势企稳。

中国人民银行行长易纲表示，综合分析国内形式和国际背景，中国的货币政策应当保持定力，坚持稳健的取向。既要稳当前，加强逆周期调节，保持广义货币 M2 和社会融资规模的增长速度和名义 GDP 的增长速度大体上相当、大体上匹配，坚决不搞“大水漫灌”，也要注意保持杠杆率的稳定，使得整个社会的债务水平处于可持续的水平。目前我国的经济运行在合理的区间，在宏观经济政策，特别是财政政策、货币政策上，应对下行压力的空间还是比较大的，我们并不急于像其他一些国家央行所做的那样，有一些比较大的降息和量化宽松的政策。

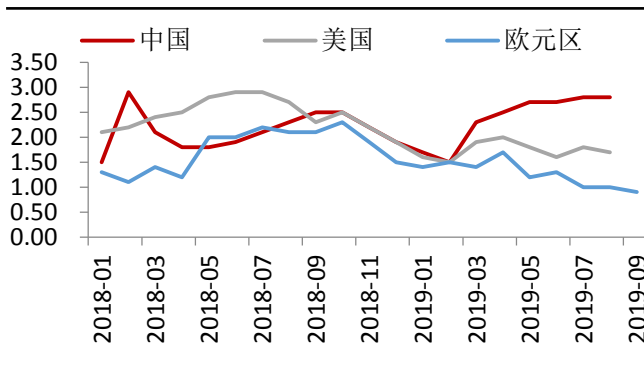
从宏观层面看，当前我国经济基本状况良好，增长韧性较强，财政状况稳健，国际收支稳定，跨境资本流动大体平衡，外汇储备充足，这些都为人民币汇率提供了根本支撑。另外，降成本等措施是对人民币实际有效汇率的向下校正，能改善出口竞争力；加快金融供给侧改革，保持国内金融市场健康稳定发展，增强人民币金融资产吸引力也是对人民币贬值风险的有效对冲。在美欧等发达经济体货币政策转向宽松的背景下，中国是主要经济体中唯一的货币政策保持常态的国家，人民币资产的估值仍然偏低。综合考虑当前外部风险演化及国内宏观经济运行态势，以及监管层对外汇市场调控能力，我们认为未来一段时期人民币并不存在大幅贬值或升值的基础，总体仍以维稳为主。长期看，物价水平变动最终导致汇率变动是通过国际商品和劳务的套购机制实现的，通过国际收支中经常项目收支变化传导，从物价相对水平变动来看，人民币也有一定支撑。

图3 中国制造业采购经理指数 (PMI) (月)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图4 中美欧 CPI 当月同比



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.2 跨境资本变动

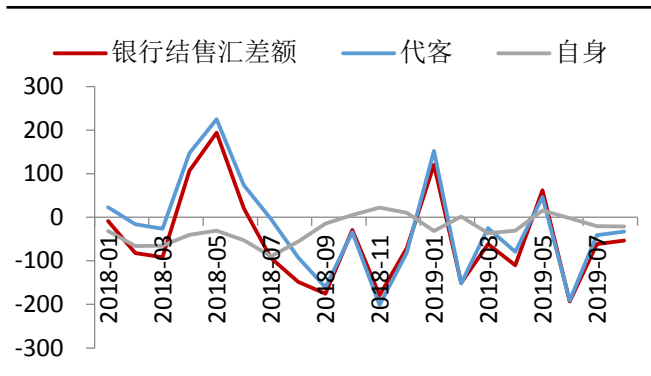
根据“丁伯根理论”，实现一个政策目标至少要采用一个政策工具，可用的工具越多，对每个工具的依赖程度就越低。当前，央行采用的是汇率、储备和管制三个工具的组合，即人民币汇率不是守一个点，而是一个区间，有一定的弹性；外汇储备不是不用，而是已经有了一定的消耗；资本管制除了采取一系列宏观审慎的新措施（如对远期结售汇征收外汇风险准备金、对境外机构非居民人民币存款征收存款准备金等）外，主要是加强了银行结售汇和人民币跨境收付的柜台真实性审核等。现阶段，在人民币汇率不存在明显高估的情况下，可以完善参考篮子货币调节为基础，形成有限度的人民币汇率双向波动，抑制单边投机；以雄厚的外汇储备为基础，适时适度打击市场炒作行为；引入宏观审慎管理措施，调节外汇供求，减少恐慌情绪下市场的无序波动。

国家外汇管理局统计数据显示，2019年8月，银行结汇12013亿元人民币（等值1711亿美元），售汇12391亿元人民币（等值1765亿美元），结售汇逆差378亿元人民币（等值54亿美元），环比下降12%，同比下降64%。其中，银行代客结汇10555亿元人民币，售汇10785亿元人民币，结售汇逆差230亿元人民币；银行自身结汇1459亿元人民币，售汇1607亿元人民币，结售汇逆差148亿元人民币。8月份银行结售汇逆差收窄，境内外汇市场供求延续基本平衡格局。市场主体结汇意愿上升，售汇意愿保持平稳。8月，衡量结汇意愿的结汇率，即客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比为73%，环比上升6个百分点，衡量购汇意愿的售汇率，即客户从银行买汇与客户涉外外汇支出之比为69%，环比基本持平。货物贸易、直接投资是8月份主要的结售汇顺差项目，企业投资收益购汇季节性有所回落。2019年1-8月，银行累计结汇83337亿元人民币（等值12204亿美元），累计售汇86386亿元人民币（等值12652亿美元），累计结售汇逆差3049亿元人民币（等值447亿美元），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，近期的热钱流向预估模型也有所体现，短期导致我国资本外流的原因既有来自国内经济的内部冲击，也有来自国际美元强势的外部冲击。从内部冲击角度看，国内经济下行压力使得投资的风险溢价上升，同时走出生产者物价指数（PPI）通缩阴影，也需要人民币汇率的调整，适当贬值可有效改善PPI。

9月10日，国家外管局宣布，决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。这是自我国在2002年设立合格境外投资者制度起，对外资投资中国市场开放力度最大的一次举措，亦是提升人民币资本项目可兑换程度的一项重要制度安排。外管局深化合格境外投资者制度改革，完善审慎管理，取消汇出比例限制，取消有关锁定期要求，允许合格境外投资者就其所持有的证券资产在境内开展外汇套期保值等，极大便利了境外投资者投资境内金融市场。随后，MSCI、富时罗素、标普道琼斯以及彭博巴克莱等国际主流指数相继将我国股票和债券纳入其指数体系，并稳步提高纳入权重，境外投资者对中国金融市场的投资需求也将相应增加，外资的流入也为人民币贬值起到的缓冲作用。截至2019年9月末，我国外汇储备规模为30924

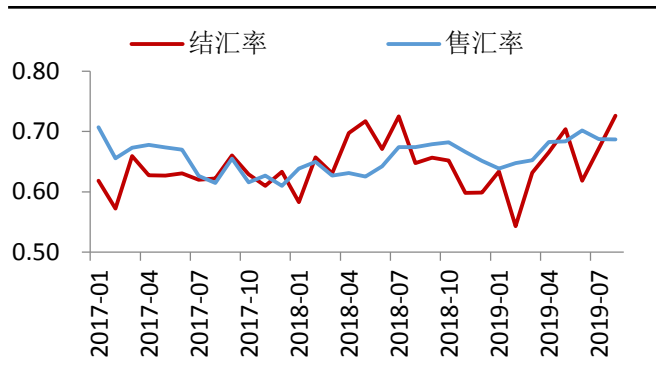
亿美元，较年初上升 197 亿美元，升幅 0.6%。

图 5 银行结售汇差额（亿美元）



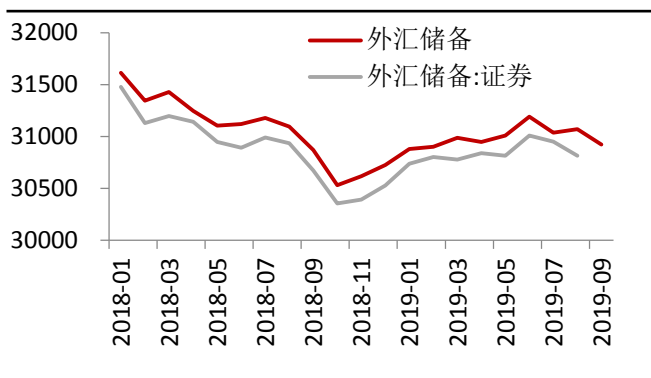
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 6 结汇率与售汇率



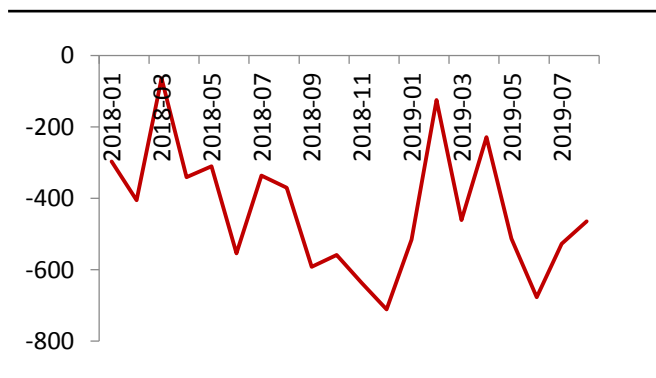
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 7 我国官方储备资产



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 8 热钱流向预估趋势



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.3 美欧经济运行及美元指数

美国 9 月非农就业人数增加 13.6 万，不及市场预期，为 4 个月以来的最低增长速度，表明企业对招聘人员变得越来越谨慎。不过将前值进行上修后，三季度平均新增非农就业人数为 15.67 万人，说明美国就业市场仍然稳健增长。失业率录得 3.5%，成为 1969 年以来半个世纪的历史低位，驱使美国短期利率期货交易商对美联储未来两次会议降息的预期均有所下降，削弱了未来降息前景。另外，有迹象表明，持续近 15 个月的贸易冲突削弱了商业信心，企业投资扩大再生产意愿受到遏制。综合美国政治风险和贸易谈判还在进行中，投资者保持谨慎态度，市场避险情绪升温。美联储上次会议将联邦基金利率目标区间下调至 1.75%–2.0%，为今年第二次降息 25 个基点，点阵图显示，票委在进一步降息问题上存在内部分歧，美联储年内继续降息的理由并不充足。不过，美联储将全球经济增长前景和贸易风险纳入下一阶段货币政策重点考量范围，如果未来外部风险和国内经济走弱

局面未现明显缓和，不排除年内再次降息的可能。本月底，美联储将举行议息会议，届时将公布最新利率决定，鉴于当前经济表现，投资者认为美联储大概率会在10月继续降息25个基点。美联储埃文斯表示美国经济的脆弱性上升，对利率合适的水平保持开放态度。由于全球需求疲软，企业部门已经显露疲软，美联储需有一个不惜一切代价实现双重使命的方案，预计美国通胀将升至2%目标。

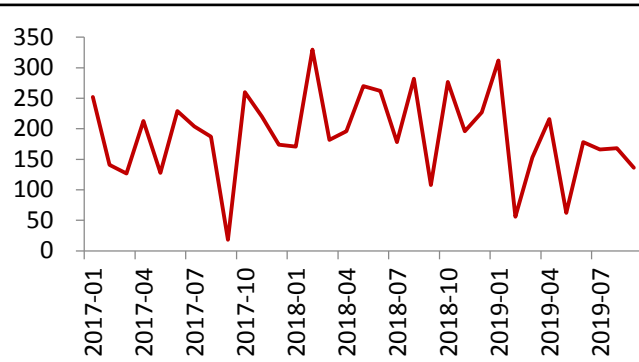
根据美国供应管理学会发布的数据，9月美国制造业采购经理人指数（PMI）较上月大幅下滑至47.8，为2009年6月以来最低水平，这是美国制造业PMI连续第二个月收缩，且收缩速度比8月更快，在该机构关注的18个制造业行业中，仅有3个行业9月实现增长，其余均出现萎缩。且疲弱的消费者信心数据加剧了对旷日持久的贸易争端的担忧。

美国财政部最新公布的数据显示，2019财年美国国家债务总额新增1.2万亿美元，达到创纪录的22.72万亿美元，相当于本财年GDP的106.5%。随着两年前开始实施的特朗普税改法案效果逐渐消退，在经济下行压力增大的背景下，不断增长的债务利息可能会对美国的信用评级和经济前景造成影响。从美国财政部列出的收支项目看，税改令美国本财年税收收入增速降至了3.4%，甚至低于名义GDP4%的增速，支出却增加了7%至4.16万亿美元。在1.2万亿美元财政赤字的背景下，美国名义GDP仅增长了8300亿美元，债务的增长已经大幅超过了经济的扩张，实际上美国正在用借来的钱来购买这种经济扩张。随着美国经济增速下滑压力不断显现，维持扩张的代价将越来越大。受到贸易摩擦和全球经济放缓影响，今年二季度美国GDP增速已经降至2%，创特朗普上任以来新低。由于制造业萎缩开始危及服务业扩张，机构纷纷下调全年经济增速预期。

从美国经济动能看，经济边际放缓迹象较为明显，货币政策有望保持相对宽松状态，美元较难持续走强。不过从花旗经济意外指数的角度来看，近期美国经济意外指数重回正值，显示实际经济情况优于人们的普遍预期；而欧洲经济则表现更弱，欧洲制造业和服务业数据疲弱，加剧了对欧元区经济状况的担忧。9月份欧元区制造业的产出、新订单和购买都大幅下滑，输入成本的跌幅创下2016年4月以来最大，9月份欧元区制造业的经营状态录得了近7年来的最糟糕表现，商业信心跌至了2012年11月以来的最低水平。德国经济下行，法国和意大利的经济几乎接近停滞，西班牙经济增速创近6年最低水平，欧元区的经济前景正在恶化，就业减少的速度创下了2009年12月以来最快。另外，在当前脱欧局势主导英镑走势的基本逻辑下，软脱欧预期不断升温，英镑维持弱势整理。预计欧元区四季度经济紧缩风险较大，德国、英国经济下行风险上升。

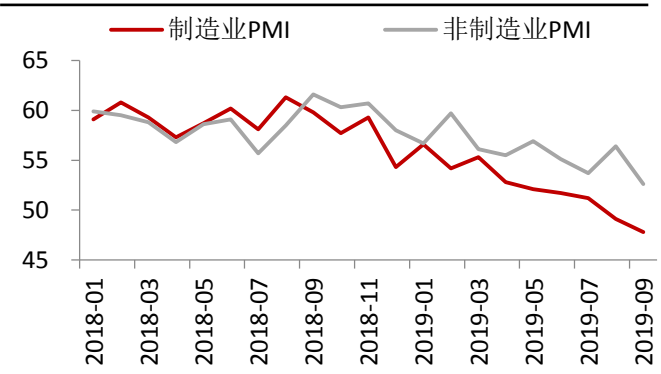
目前中美利差维持较阔水平，不过短期人民币汇率没有走中美利差逻辑，因此在这里先不做过多分析。未来美元指数走势将更多由预期偏差影响，如继续走强，则会对人民币带来压力。

图9 美元新增非农就业人数（千人）



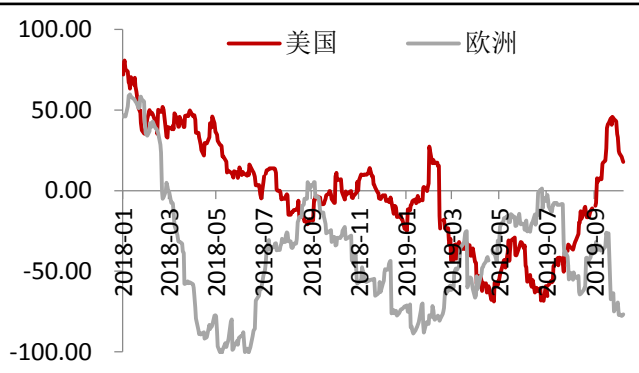
资料来源：wind，一德宏观战略部

图10 美国 ISM 制造业 PMI 与非制造业 PMI



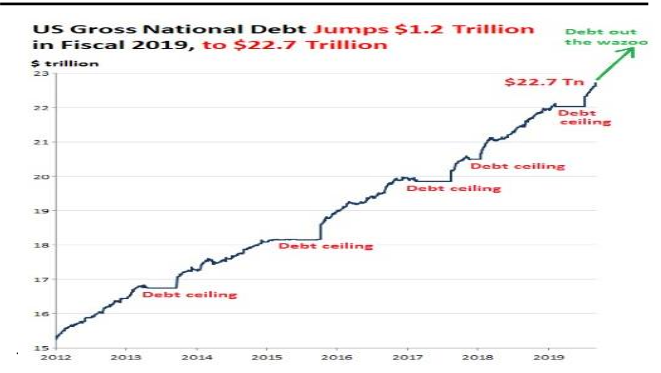
资料来源：wind，一德宏观战略部

图11 花旗美欧经济意外指数



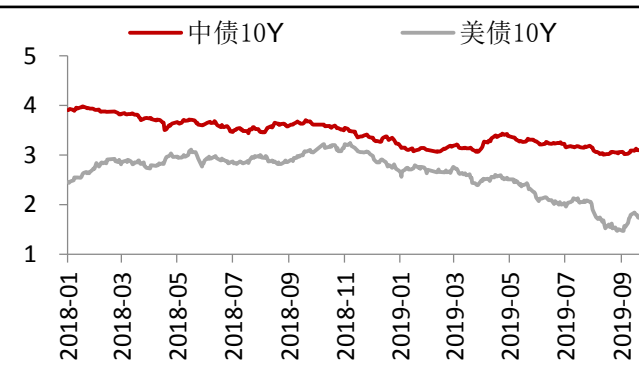
资料来源：中债估值中心，wind，一德宏观战略部

图12 2012年以来美国债务规模变化情况



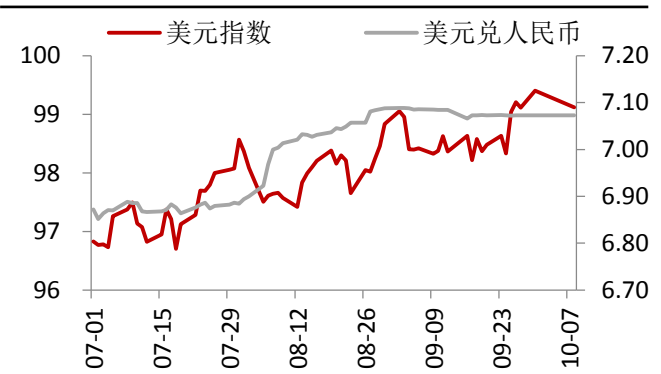
资料来源：美国财政部，Wolfstreet

图13 2018-2019 年中美 10 年期国债收益率



资料来源：中债估值中心，wind，一德宏观战略部

图14 美元指数与美元兑人民币



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.4 短期因素扰动

市场预期变化是导致汇率短期变动的主要因素。从风险逆转指标看，短期人民币仍有贬值压力，如果中美谈

判再掀波澜，人民币很可能再次遭遇抛售，另外一个月期期权波动率有所攀升，增加未来的不确定性。根据之前的经验，在市场价明显偏离中间价时，中间价大概率持稳，直至市场价高于中间价，即使谈判能达成较好的协议，中国仍需大量购买美国大宗商品，这会收窄总的经常帐顺差规模，从这个角度看人民币升值空间亦有限。

3. 总结及风险

三季度随着中美贸易局势趋紧加之国内经济下行压力较大，美元兑人民币汇率破“7”，央行一改往日态度，允许人民币汇率定价更全面地反映市场供需变化，弱化逆周期因子与确保兑一篮子汇率基本稳定的影响力，以此缓解资本流出压力与金融市场动荡隐患。随后人民币在中美关系趋缓以及中间价逆周期因子等引导下企稳，继续承担着“调节宏观经济和国际收支自动稳定器的作用”。

9月国内PMI数据显示经济景气有所改善，制造业生产总体恢复，货币政策转向宽松，经济政策逆周期调节力度加大，经济下行压力有所缓解，预计四季度国内经济增长将呈现弱势企稳态势。另外，QFII额度限制取消利好外资入场，基本面和资金面均为人民币汇率提供有力支撑。当前美联储被动降息凸显美国经济依然强劲增长，不过债务的增长已经大幅超过了经济的扩张，说明实际上美国正在用借来的钱来购买这种经济扩张，这种做法风险是相当大的。美国经济边际放缓迹象较为明显，预计货币政策有望保持相对宽松状态，美元较难持续强势，而欧洲经济表现则更为糟糕，预计欧元区四季度经济紧缩风险提升，货币则表现相对弱势。市场预期变化是导致汇率短期变动的主要因素，当前人民币汇率较为真实全面的反映了市场供需关系变化，这使得资本相应的流出压力大幅回落。

综合考虑当前外部风险演化及国内宏观经济运行态势，以及监管层对外汇市场调控能力，我们认为四季度人民币汇率并不存在大幅贬值或升值的基础，适度贬值反而有利于改善PPI通缩，波动弹性增加，总体仍以维稳为主。

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

天津经济技术开发区第一大街79号泰达MSD-C区C1座2205单元
Tel: 022-6622 5869

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

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省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

辽宁省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2702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

杭州营业部 310000

浙江省杭州市江干区瑞立江河汇大厦801室
Tel: 0571-8799 6673