

宏观周报

外围环境改善，人民币短期无忧

■ 核心观点

第一，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 亿美元商品加征关税。进入 9 月份以来，人民币汇率由 8 月份的大幅贬值转为持续升值。

第二，我们认为考虑到如下三个因素，短期内人民币汇率不会出现大幅贬值。其一，在当前的环境下，央行并无意通过中间价管理来扭转人民币汇率贬值的趋势，但可以有效控制人民币汇率贬值的幅度和节奏。人民币的贬值幅度越大，央行维稳汇率的意愿越强烈；其二，中美互相释放积极信号，贸易摩擦出现边际缓和迹象，这可能也是最近人民币汇率转为升值的主要原因；其三，全球宽松再加码，中国货币政策相对稳健。当前中美 10 年期国债收益率利差超过 120BP，距之前高点虽然有所回落，但依然高出央行之前谈到的舒适区域，这会对人民币汇率形成支撑。

第三，人民币兑美元的汇率走势，在短期内将更多地受到中美贸易摩擦走向的影响。如果中美贸易谈判在下一轮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。

本周市场重点

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%，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 亿美元商品加征关税。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，人民币汇率由 8 月份的大幅贬值转为持续升值，人民币兑美元在岸汇率一度收复了 7.10、7.09、7.08 整数关口，目前在 7.0882 附近徘徊。考虑到如下因素，我们认为短期内人民币汇率不会出现大幅贬值：

第一，在当前的环境下，央行并无意通过中间价管理来扭转人民币汇率贬值的趋势，但可以有效控制人民币汇率贬值的幅度和节奏。通过观察人民币兑美元汇率的收盘价和第二日的开盘价可以发现，当收盘价高于 7.10 时，第二日的开盘价基本都在 7.08 附近，这就意味着收盘价越高（人民币的贬值幅度越大）央行通过逆周期因子维稳汇率的意愿越强烈。事实上，海外的交易者也越来越重视每日人民币兑美元中间价的强弱，并以此来判断央行维稳汇率力度的强弱。

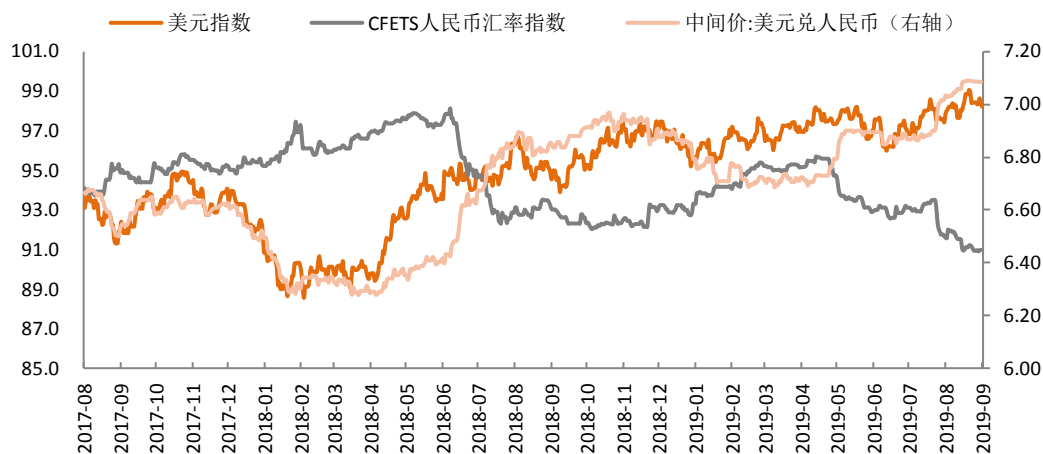
第二，中美互相释放积极信号，贸易摩擦出现边际缓和迹象。9 月 11 晚，美国总统特朗普表示将对 2500 亿美元中国输美商品上调关税从 10 月 1 日推迟到 15 日。对此，中国也做出积极的回应，中方支持相关企业从即日起按照市场化原则和 WTO 规则，自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，国务院关税税则委员会将对上述采购予以加征关税排除。另外，从中美相关领导人释放的信息来看，双方都有意集中精力将此轮磋商向前推进。中美贸易摩擦从 8 月份的突然恶化到当前美方“善意的表示”有助于打破僵局，这可能也是最近人民币汇率转为升值的主要原因。

第三，全球宽松再加码，中国货币政策相对稳健。周四欧洲央行将存款利率下调 10 个基点，至-0.5%的历史最低水平，承诺将利率在较长时间内保持在低位，并表示将从 11 月 1 日起重新启动 200 亿欧元的债券购买计划。在全球经济疲软以及全球政治经济政策不确定性增加的背景下，全球央行再现宽松潮，目前已经有超过 40 家央行推出降息举措。全球央行持续宽松加码有助于提振市场的风险偏好，利好风险资产。

9 月 18 日美联储将大概率再次降息 25 个基点，与之相比，中国的货币政策相对稳健。中国央行虽然采取了全面降准和定向降准的措施，且在国内经济存在下行趋势、就业压力逐渐加大以及全球主要经济体纷纷降息的背景下，中国的 MLF 操作利率下行也是大势所趋；但从利率并轨的角度来看，在 LPR 市场报价改革之后，央行更倾向于压缩商业银行的加点幅度而非下调 MLF 利率来降低贷款利率，短期下调 MLF 利率的必要性不大。当前中美 10 年期国债收益率利差超过 120BP，距之前高点虽然有所回落，但依然高出央行之前谈到的舒适区域，这会对人民币汇率形成支撑。

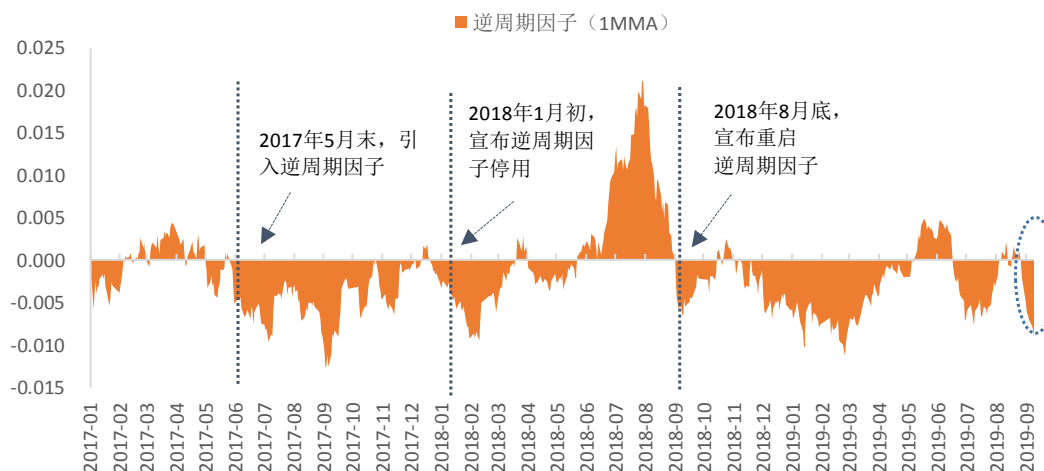
最后，需要指出的是，人民币兑美元的汇率走势，在短期内将更多地受到中美贸易摩擦走向的影响。如果中美贸易谈判在下一轮磋商未取得任何进展，或者摩擦再次恶化加剧，那么人民币兑美元汇率有可能再次大幅贬值。

图表1 美元兑人民币汇率、CFETS 人民币汇率指数与美元指数走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表2 人民币兑美元汇率的逆周期因子变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

上周市场动态

■ 国家统计局公布 8 月物价数据

事件：9 月 10 日，国家统计局公布了 8 月物价数据：8 月份 CPI 同比 2.8%（上期 2.8%），环比 0.7%；PPI 同比-0.8%（上期-0.3%），环比-0.1%。

点评：8 月 CPI 同比 2.8%与上月持平，环比大幅上涨主要受到食品价格的推动，其中猪肉价格环比涨幅创单月历史新高，是推升食品价格的主力，水果价格的回落则起到一定对冲作用。非食品分项中，交通通信类价格继续受到油价拖累。9 月以来从中央到地方已出台一系列政策“组合拳”维稳猪价，有望缓解猪肉价格陡峭的环比升势，四季度通胀压力也将有所减轻，但年底仍有突破 3%的可能。考虑猪肉价格环比的回稳与油价回落的对冲，预计 9 月 CPI 环比增速 0.6%，同比 2.7%。值得一提的是，仅凭猪肉价格大幅上涨带来的 CPI 结构性通胀，不会制约货币政策的进一步宽松。8 月份 PPI 同比增速继续下滑 0.5 个百分点至-0.8%；PPI-CPI 裂口进一步扩大到-3.6%，物价搭配显示经济向下的压力依然在增大。化纤、造纸、计算机通信、纺织等行业产品价格的下跌，已显示出贸易摩擦加征关税的负面影响。PPI 同比年内仍有下行压力且继续在负区间徘徊，但有望在年底前出现一定程度的改善。一方面，工业景气度总体低迷和全球经济增速回落，决定了 PPI 难有强劲表现；另一方面，本轮库存周期有望在年底前触底，且逆周期调控政策的加码有助于从需求端托底经济需求，加上四季度 PPI 同比基数将有所回落，判断 PPI 年内后 4 个月的走势可能是先降后升，低点在 10 月份左右。短期来看，预计 8 月份 PPI 环比-0.2%，同比进一步降至-1.6%。

■ 央行公布 8 月金融数据

事件：9 月 11 日，央行发布 2019 年 8 月金融统计数据报告。8 月，广义货币增长 8.2%，狭义货币增长 3.4%；人民币贷款增加 1.21 万亿元，外币贷款减少 14 亿美元；人民币存款增加 1.8 万亿元，外币存款减少 143 亿美元；银行间人民币市场同业拆借月加权平均利率为 2.65%，质押式债券回购月加权平均利率为 2.65%；跨境贸易人民币结算业务发生 5552 亿元，直接投资人民币结算业务发生 2528 亿元。

点评：8 月，企业部门新增中长期贷款 4285 亿元，居民部门新增中长期贷款 4540 亿元。受企业部门贷款的回暖与居民部门贷款的持续支撑影响，8 月信贷增速边际转好。这表明近期的逆周期调度配合 LPR 机制改革对整体经济的影响逐渐出现，实际贷款利率的下调为企业中长期贷款的回暖提供了支撑，居民部门中长期贷款也维持在较高水平。而由于消费贷款监管趋严，居民短期贷款下降，对信贷总量造成拖累。展望后市，由于消费贷款的严监管与房地产调控政策的影响，居民部门短期贷款回弹可能性不大，中长期贷款将会承压，而贷款增速主要依靠企业部门的表现。随着近期逆周期调控的逐渐加码，中美贸易摩擦释放缓和信号，企业部门信贷有望持续回弹。

■ 中美贸易摩擦缓和

事件：9 月 12 日，美方决定将 2500 亿美元中国输美商品上调的关税时间从 10 月 1 日推迟到 10 月 15 日。9 月 13 日，中方回应支持相关企业从即日起按照市场化原则和世界贸易组织规则，自美采购一定数量大豆、猪肉等农产品，中国国务院关税税则委员会对上述采购予以加征关税排除。对此，人民日报表示：相较于中美经贸摩擦升级、美方不断向中方极限施压，一切有利于和倾向于解决问题的信号和行动，都可以被视为善意的，任何朝着解决问题的方向而行的努力都是值得欢迎和鼓励的，即便征途漫漫、道阻且长。观察中美近来一连串良性互动，可以看出双方都有意愿为打破“僵局”做一些积极的事，如同系铃与解铃的逻辑关系，清清楚楚。中美经贸摩擦持续一年多，谁也压不垮谁，却带来双方利益都受到挤压的局面。任由对立、对峙甚至对攻发展下去，都不是智慧和理性的选择。要知道，放眼共同利益，做大共同利益的蛋糕，才是最可取的做法。中美贸易平衡，需要在发展的过程中逐步实现，离不开双方的务实努力。

重要数据跟踪

图表3 重要高频指标跟踪

	最新值 (2019.9.13)	最新值分位	本周均值 (2019.9.9-13)	本周均值分位	周均涨跌	月均涨跌
R001	2.41	87.4%	2.54	88.7%	-2.79	-7.04
R007	2.74	84.2%	2.76	84.0%	3.44	-3.79
SHIBOR:3M	2.71	78.4%	2.71	78.1%	0.45	4.27
1 年期国债收益率	2.60	82.0%	2.62	82.0%	-0.37	1.64
10 年期国债收益率	3.09	71.6%	3.05	70.3%	0.86	0.02
1 年期国开债收益率	2.73	78.6%	2.76	78.8%	-1.87	7.39
10 年期国开债收益率	3.54	73.8%	3.49	72.7%	1.53	4.51
美元兑人民币:中间价	7.08	73.0%	7.08	72.6%	-0.10%	0.30%
美元指数	98.20	63.7%	98.38	62.4%	-0.70%	1.30%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

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_10135

