

首席宏评（第72期）

如何看待近期的汇率变动？

■ 核心摘要

- 1) 欧元与英镑各自兑美元的汇率双双走弱，是近期美元指数强劲升值的主要原因，而欧元对美元贬值是最重要的原因。
- 2) 在 2019 年 8 月，人民币汇率出现了既对美元贬值也对篮子贬值的双贬现象。
- 3) 人民币汇率在 2019 年 8 月份的贬值，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 之后至今，中国央行已经在持续动用逆周期因子来稳定汇率。
- 4) 展望较近的未来，美元指数仍将继续在高位盘整。一旦英国硬脱欧真的发生，不排除美元指数在年内突破 100 的可能性，但这大概也是美元指数昙花一现的高点了。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，而非中美经济基本面的影响。如果中美贸易摩擦继续加剧，那么人民币兑美元汇率的贬值也恐将持续。

2019 年 9 月 2 日，美元指数达到 99.1，这是自 2017 年 5 月 12 日以来，美元指数首次达到 99 以上的高度。事实上，自 2019 年 6 月底至 2019 年 9 月 4 日，美元指数已经升值了 2.3%。在美国经济增速回落、8 月份美国制造业 PMI 指数跌破 50 的荣枯线、美联储在 9 月份降息预期浓厚的背景下，美元指数的这一表现的确令人意外。

为何美元指数会如此强劲地升值呢？由于美元指数主要刻画了美元对一些主要发达国家货币的汇率变化，我们可以对其进行拆解来展开分析。在美元指数 6 月底至今 2.3 个百分点的升值中，欧元对美元汇率下跌可以解释 1.7 个百分点，英镑对美元汇率下跌可以解释 0.4 个百分点。因此不难看出，**欧元与英镑各自兑美元的汇率双双走弱，是近期美元指数强劲升值的主要原因，而欧元对美元贬值是最重要的原因。**

欧元兑美元贬值，主要原因是相对于美国经济增速的下行，欧元区经济增速的下行更加明显。当前欧元区无论核心国家还是外围国家均增长乏力，且欧洲央行针对经济下行的反应速度较慢，这进一步弱化了市场对于欧元区短期增长前景的预期。而英镑对美元贬值，主要原因则在于鲍里斯·约翰逊上台之后，言辞强烈地表达要在 10 月底脱欧，由此可能造成的硬脱欧局面成为当前全球金融市场的核心担忧。

图表1 美元指数创近两年新高



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 欧元兑美元汇率贬值仍是近期美元指数升值的主要原因

	美元指数	欧元对美元汇率	英镑对美元汇率	日元对美元汇率
2019 年 6 月 28 日	96.193	1.1372	1.26955	107.835
2019 年 9 月 4 日	98.4002	1.1035	1.22525	106.395
期间变化率	2.30%	3.00%	3.50%	-1.30%
币种占美元指数权重		57.60%	11.90%	13.60%
导致美元指数变化		1.70%	0.40%	-0.20%

资料来源：Wind 及笔者计算，平安证券研究所

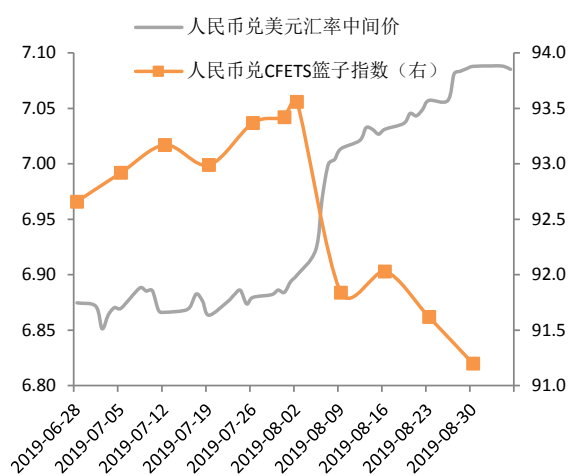
人民币兑美元汇率在同一时期内（2019 年 6 月底至 2019 年 9 月 4 日）贬值了 3.1%，贬值幅度相比于欧元与英镑对美元汇率而言并不算太大（略高于欧元但显著低于英镑）。不过，人民币兑美元汇率的贬值主要发生在 8 月份。单单在这个月内，人民币兑美元汇率就贬值了 3.0%，人民币兑 CFETS 货币篮指数也贬值了 2.4%。换言之，在 2019 年 8 月，人民币汇率出现了既对美元贬值也对篮子贬值的双贬现象。

人民币汇率在 2019 年 8 月份的贬值，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，这导致外汇市场上的供求变化所致。因此，美国政府在人民币兑美元汇率破 7 之后，将中国贴上汇率操纵国的标签，是完全错误的行径。事实上，人民币兑美元汇率破 7，恰恰是中国央行在更大程度上让市场供求来决定汇率走向的结果。在人民币兑美元汇率破 7 之后至今，中国央行已经在持续动用逆周期因子来稳定汇率。否则的话，8 月份人民币兑美元汇率的贬值幅度将会更大。

也有观点认为，中国经济基本面相对于美国经济基本面更快地下滑，可能是近期人民币兑美元汇率贬值的主要原因。然而，如果说经济基本面的变动能够较好地反映到一国债券市场收益率上的话，那么，2019 年下半年以来，尤其是 2019 年 8 月以来的中美国债收益率息差变化，恰好反驳了上述观点。2019 年 8 月以来，中美 10 年期国债收益率息差迅速从 100 个基点左右扩大至 150 个基点左右。如果利差变动主导汇率变化的话，那么这段时间内人民币兑美元汇率应该升值、而非贬值。

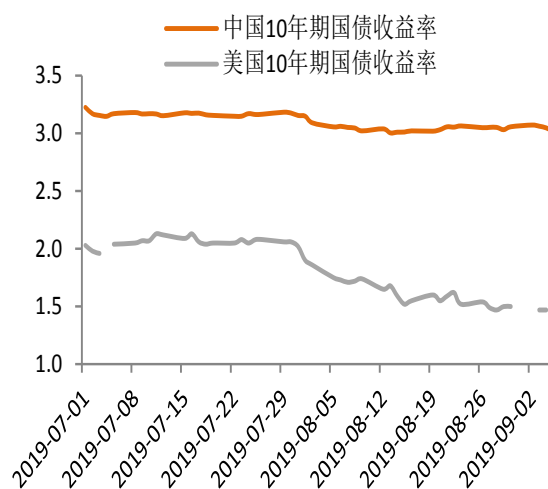
综上所述，2019 年下半年以来美元指数的快速升值，主要源自美元对欧元和英镑的升值。2019 年 8 月人民币兑美元汇率的贬值，主要源自特朗普再度提高了针对中国商品的关税所给外汇市场供求造成的冲击。展望较近的未来，美元指数仍将继续在高位盘整。一旦英国硬脱欧真的发生，不排除美元指数在年内突破 100 的可能性，但这大概也是美元指数昙花一现的高点了。人民币兑美元的汇率走势，在短期内将更多地受到中美贸易摩擦走向的影响，而非中美经济基本面的影响。如果中美贸易摩擦继续加剧，那么人民币兑美元汇率的贬值也恐将持续。

图表3 2019 年 8 月以来人民币汇率出现双贬现象



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表4 双边利差变动不支持人民币兑美元汇率贬值



资料来源: WIND, 平安证券研究所

报告作者:

首席经济学家: 张明 中国社科院世界经济与政治研究所国际投资研究室主任, 国际金融研究中心副主任, 研究员、博士生导师
证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)
证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)
研究助理: 郭子睿 一般从业资格编号: S1060118070054 电话 (010-56610360) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上)
推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间)
中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)
回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上)
中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)
弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。
证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。
此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。
平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。
平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_10324

