

6月份汇率月报

降准概率增加，汇率仍可维稳

■ 核心观点

第一，从流动性来看，6月份和7月份基础货币缺口较大。央行可能选择降准或者通过加大公开市场操作和到期续作MLF的方式提供流动性。但公开市场操作提供的都是短期流动性，可能难以满足中小银行由于刚性打破带来的中长期资金需求，这会增加降准的必要性；

第二，从经济增长来看，近期的经济数据凸显了经济下滑压力。5月份的经济数据可能延续4月份的下滑趋势，二季度经济表现明显逊于一季度。此外，中美贸易摩擦的态势有所升级，若未来对经济造成更为负面的影响，不排除货币政策再度放松的可能；

第三，从通胀来看，猪价急剧推升通胀的概率较低，通胀尚未成为货币政策的掣肘。通常央行对单一商品价格上涨引发的通胀容忍度更高，通胀不会成为央行在2019年逆转货币政策的决定性因素；

第四，从汇率来看，短期内人民币汇率破7的概率不大。由于货币政策当局稳定人民币汇率的工具还比较丰富，人民币汇率不会成为制约货币政策边际转向宽松的主导因素。在当前的国际形势下，货币政策兼顾内外均衡，但当内部均衡和外部均衡产生了矛盾，货币政策还要以内部均衡为主。

本月市场重点

■ 降准概率增加，汇率仍可维稳

当前我国的货币政策同时承担着防范系统性金融风险 and 稳增长的双重目标。由于一季度经济和金融数据超预期的好转，自4月份以来，货币政策的重心似乎由稳增长转向防风险，货币政策出现边际收紧，4月份市场预期的降准也没有兑现。但一季度经济形势的好转很大程度上是由于财政政策提前发力、春节节假日错位以及4月份增值税率调整导致企业加快采购提前备货等短期不可持续因素，经济内生的下滑压力并未消除，近期的经济数据表现疲软。我们认为随着经济下滑压力的进一步增加，货币政策的重心可能再次回到稳增长，不排除再次降准的可能。具体如下：

从流动性来看，6月份和7月份基础货币缺口较大。6月份MLF到期6630亿，7月份MLF到期8850亿，为历史上单月MLF到期最大规模，而且6月份金融机构面临半年度考核，通常流动性都会较为紧张。此外，近期包商银行被央行和银保监会接管的事件会进一步加剧流动性紧张。包商银行事件标志着我国银行同业存单市场开始打破刚性兑付，使得市场对同业存单尤其是中小银行同业存单风险偏好迅速下降。在事发前一周，银行同业存单发行量高达5249亿，发行成功率在85%。事发后我国同业存单市场的一级发行和二级交易都明显萎缩。上周同业存单只发行1117亿，发行成功率降至59%，AA+的发行成功率只有38%，远低于上周的73%。上周的后半周同业存单平均日发行量不足100亿，发行成本也大幅上行。同业存单是我国中小银行负债扩张的重要途径，同业存单期限较短，且需要不断的滚动发行来维持负债规模。

同业存单刚兑的打破会大幅增加中小银行负债端的压力，尤其 6 月和 8 月同业存单大规模集中到期，这会进一步加剧市场的流动性压力，不排除部分银行通过抛售资产来维持流动性，从而导致市场出现恐慌情绪。面对流动性缺口，央行可能选择降准或者通过加大公开市场操作和到期续作 MLF 的方式提供流动性。但公开市场操作提供的都是短期流动性，可能难以满足中小银行由于刚性打破带来的中长期资金需求，这会增加降准的必要性。

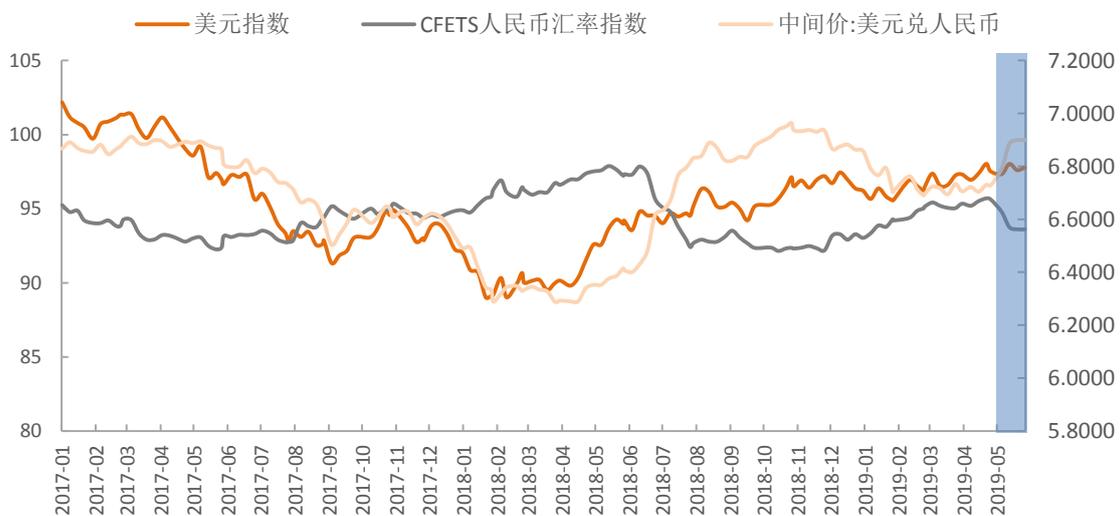
从经济增长来看，近期的经济数据凸显了经济下滑压力。4 月份的经济数据全面下滑，生产端工业增加值增速显著下滑，需求端三大需求均存下滑压力，出现不同程度的回落。刚刚公布的 5 月份 PMI 数据显示，5 月份的生产、需求、进出口均出现回落，PMI 就业人员延续下行趋势，显示经济存在下行压力。另外，从高频数据显示，6 大集团发电耗煤增速继续下降；汽车销量增速走低；挖掘机销量增速继续回落；钢材去库速度进一步放缓；5 月份的经济数据可能延续 4 月份的下滑趋势，二季度经济表现明显逊于一季度。此外，中美贸易摩擦的态势有所升级，若未来对经济造成更为负面的影响，不排除货币政策再度放松的可能。

从通胀来看，猪价急剧推升通胀的概率较低，通胀尚未成为货币政策的掣肘。本轮非洲猪瘟疫情对各地区影响不同，东北最为严重，华北、西北相对小，南方受影响更小，这就决定了猪肉价格不会在全国范围内出现大幅上涨。此外，国家冻储猪肉尚未启用，说明疫情仍在可控范围内，当前猪肉价格的上涨只是猪周期价格正常的修复。假定本轮猪价同比增速最高达到 60%，CPI 猪肉分项最高可能达到 35%，那么猪价同比增速仅能够将 CPI 同比增速拉高 0.9 个百分点。因此，2019 年年内，即使猪肉价格显著上涨，最多也只能在很短时间内将月度 CPI 推高至 3% 以上，全年平均 CPI 增速仍将位于 2.5%-2.6% 的水平，猪肉价格急剧推升通胀的概率较低。而且，通常央行对单一商品价格上涨引发的通胀容忍度更高，通胀不会成为央行在 2019 年逆转货币政策的决定性因素，货币政策的走向最终仍取决于国内经济的变化。

从汇率来看，短期内人民币汇率破 7 的概率不大。5 月份受中美贸易争端升级的影响，人民币兑美元在岸即期汇率由 6.74 贬值到 6.9，贬值幅度为 2.46%，离岸汇率贬值幅度高达 2.95%。在短期内，中国政府非常重视人民币汇率的稳定，因为一旦人民币汇率形成持续贬值预期可能导致资本外流增加、资产价格显著下跌等潜在风险。由于货币政策当局稳定人民币汇率的工具还比较丰富，如通过喊话进行预期管理、加大逆周期因子调控以及加强离岸市场干预，人民币汇率不会成为制约货币政策边际转向宽松的主导因素。在当前的国际形势下，货币政策兼顾内外均衡，但当内部均衡和外部均衡产生了矛盾，货币政策还要以内部均衡为主，寻找最优的平衡点。

综上，我们认为货币政策在多目标的约束下，短期内央行是否会降准需要综合评估当前的金融市场流动性环境和经济形势。如果由于 MLF 到期以及银行打破刚兑持续发酵导致流动性大幅紧张、6 月底 G20 峰会中美无法达成协议以及二季度经济数据大幅恶化，不排除央行再次降准的可能。

图表1 5 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 5月份主要汇率指标跟踪

		上月 (2019.4.30)	本月 (2019.5.31)	变动		变动幅度(%)
人民币汇率	美元兑人民币汇率中间价	6.7286	6.8992	1706	基点	2.54
	即期汇率:美元兑在岸人民币(CNY)	6.7366	6.9020	1654	基点	2.46
	即期汇率:美元兑离岸人民币(CNH)	6.74	6.94	1991	基点	2.95
	CFETS 人民币汇率指数	95.63	93.61	-2.02	点	-2.11
	美元兑人民币:NDF:12个月	6.77	6.98	2132	基点	3.15
中美利差	中国:Shibor:3M	2.93	2.91	-1.8	bp	-0.61
	美国:商业票据利率:3M	2.43	2.41	-2	bp	-0.82
	中美利差:3M	0.50	0.50	0	bp	0.40
	中国:10Y 国债收益率	3.39	3.28	-11.18	bp	-3.30
	美国:10Y 国债收益率	2.51	2.14	-37	bp	-14.74
	中美利差:10Y	0.88	1.14	26	bp	29.44
发达经济体汇率	美元指数	97.52	97.77	0.25	点	0.26
	美元兑欧元	0.8914	0.8981	-24300	基点	-2.81
	美元兑日元	111.93	109.27	10100.00	基点	0.91
	美元兑英镑	0.7671	0.7943	272	基点	3.55
	美元兑澳元	1.4207	1.4459	253	基点	1.78
	美元兑加元	1.3423	1.3527	104	基点	0.77
新兴经济体汇率	美元兑印度卢比	69.84	69.79	-516	基点	-0.07
	美元兑马来西亚林吉特	4.14	4.20	615	基点	1.49
	美元兑泰铢	31.93	31.80	-1330	基点	-0.42
	美元兑墨西哥比索	19.01	19.64	6327	基点	3.33
	美元兑南非兰特	14.33	14.76	4262	基点	2.97
	美元兑土耳其里拉	5.93	5.92	-47	基点	-0.08
	美元兑印尼卢比	14,215.00	14,385.00	1700000	基点	1.20
	美元兑韩元	1,168.20	1,190.90	227000	基点	1.94
	美元兑巴西雷亚尔	3.95	3.94	-46	基点	-0.12
	美元兑俄罗斯卢布	64.71	65.06	3530	基点	0.55

资料来源: WIND, 平安证券研究所

汇率月度要闻跟踪

■ 美国相继对墨西哥、印度进行贸易制裁

事件：5月30日，美国总统特朗普宣布，美国将于今年6月10日起对所有墨西哥输美商品加征5%关税，以迫使墨西哥应对经美墨边境入境美国的非法移民问题。墨西哥政府当天回应说，若美方加征关税措施生效，墨方将以“强硬方式”回击。5月31日，特朗普又表示，将在6月5日结束对印度的优惠贸易待遇。印度官员表示，印度可能会对20多种美国商品征收更高的进口关税。

点评：近年来，印度与美国关系逐步走近，成为美国成功将“亚太战略”升级为“印度洋-太平洋战略”的重要帮手。墨西哥是美国防范“非法移民”和打击毒品的重要防线，也是美国非常重要的贸易伙伴。这一次印度、墨西哥和加拿大等国成为美国开辟的“新战线”牺牲品，再一次说明，在利益面前，美国根本没有任何信誉可言，美国如此冒天下之大不韪的做法，必将遭到国际社会的共同反对。

■ 英国脱欧再生变数，英首相特蕾莎梅宣布将辞职

事件：5月24日，英国首相特蕾莎·梅宣布将于6月7日辞职。她表示，将会继续担任首相的工作直到选出新首相。她表示，继任者必须就脱欧问题在议会达成共识，只有所有各方愿意妥协，才有可能就脱欧达成一致。

点评：英国脱欧截止日被延期到2019年10月底后，英国各党派之间曾试图化解关于脱欧协定的分歧，但最新消息显示，各党派间并未就脱欧分歧点达成共识，并且保守党内部不满现任政府在脱欧事项上的工作，加大了对现任首相特丽莎·梅的批评与打击，兴起了对特丽莎·梅下台的呼吁，故而不得不宣布辞职计划。在英国脱欧陷入困局的背景下，特蕾莎梅辞职使得英国政局又面临不稳定因素。总体看，英国脱欧困局中短期仍然难解，且将对其经济与金融市场稳定造成影响。

■ 美国延迟对欧日加征汽车关税，美加墨三国就取消钢铝关税达成一致

事件：5月15日，美国政府计划延迟半年就是否以国家安全为由加征高达25%的汽车及零部件进口关税做出决定。美国贸易代表办公室17日发表声明说，美国与加拿大、墨西哥当天就美方取消对这两个国家加征钢铝关税达成一致。

点评：在中美贸易谈判出现反复的背景下，美国延迟对加征汽车关税的决定说明了美国有意缓与欧盟、日本之间的贸易紧张关系。同时，美加墨三国就取消加征钢铝关税达成一致则是美国在《美加墨贸易协定》达成后为了促进该协定在议会获得表决通过的应对之策，也有防止国内通胀上行过快的考虑。展望美欧、美日贸易谈判，目前欧盟内部对谈判诉求仍有分歧，5月23-26日的欧洲议会选举可能带来新的转折，美欧谈判前景可能在欧盟议会选举后逐渐明朗化；日本与美国的贸易谈判也面临众多问题亟待解决。可以预期的是，中短期内，美欧、美日贸易谈判将难以取得显著进展。

主要经济体央行动态

图表3 5月份主要经济体央行动态

时间	国家/地区	简述
5月31日	美国	美联储：最新数据显示通胀依然低迷；薪资增速在上升但速度缓慢；到目前为止美国的基本面依然十分强劲；通胀预期锚定在1.7%左右；预计没有必要改变政策；薪资增速并未释放出通胀将高于2%的信号；美国和墨西哥的贸易关系十分密切；同墨西哥的贸易摩擦或会令美国付出代价；收益率显示投资者预计美国未来经济增速将放缓；收益率曲线给出了不太好的信号。

5月31日	印度	第一季度 GDP 同比增 5.8%，预期 6.3%；预计 2019 财年 GDP 同比增 6.8%，市场预期增 6.9%。
5月30日	中国	中国人民银行行长易纲出席金融街论坛年会，并分别就深化金融供给侧改革，缓解民营小微融资难题；支持北京高质量发展金融产业发表观点。下一步人民银行将不断深化金融业的改革开放，支持资本项目便利化的政策试点，跨境人民币支付清算等政策在北京落地。
5月24日	中国	央行在 5 月 24 日成立 100 亿元的存款保险基金管理有限责任公司。经营范围包括：进行股权、债权、基金等投资；依法管理存款保险基金有关资产等
5月24日	中国	中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会联合发布公告，鉴于包商银行股份有限公司出现严重信用风险，为保护存款人和其他客户合法权益，依照《中华人民共和国中国人民银行法》《中华人民共和国银行业监督管理法》和《中华人民共和国商业银行法》有关规定，中国银行保险监督管理委员会决定自 2019 年 5 月 24 日起对包商银行实行接管，接管期限一年。
5月21日	澳大利亚	将在下个月的会议上考虑降息以刺激招聘步伐加快，失业率需降至 5% 以下来帮助推动通胀回归目标水平。
5月20日	中国	中国人民银行、中国证监会联合发布《关于做好开放式债券指数证券投资基金创新试点工作的通知》，拟推出以跨市场债券品种为投资标的，可在交易所上市交易或在银行间市场协议转让的债券指数公募基金。通知发布后，中国证监会将推动试点债券指数基金的注册审核工作。
5月17日	中国	央行发布《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》称，2019 年以来，中国经济运行总体平稳、好于预期，新旧动能转换步伐加快，经济增长保持韧性。工业、服务业较快增长，投资增长加快，消费价格涨势温和，就业形势总体稳定。但外部经济环境总体趋紧，经济仍存在下行压力，结构性矛盾还比较突出。
5月16日	日本	央行：退出宽松政策将如何影响日本央行的资产负债表，这将取决于许多因素，如退出方式及顺序；当通缩即将结束时，预计收益率曲线将变得陡峭；达成物价稳定是日本央行最大的使命；日本央行利用收益率曲线控制政策结束通缩；日本央行宽松政策的益处要大于付出的代价；日本还没有完全结束通缩，通胀尚未达到 2%；日本央行的超宽松政策对日本经济及物价有显著的积极作用。
5月15日	德国	经济部：德国一季度经济增长显著，因国内经济强劲抵消了全球环境的影响；但经济尚未度过疲软阶段；若外部环境改善和不确定性继续存在，经济复苏将是暂时性的。
5月15日	日本	央行对目标的承诺对于保持通胀稳定非常重要；如果物价丧失动能，日本央行会毫不犹豫追加宽松；调整利率与资产购买都是工具选项。出台任何新政都会权衡利弊。
5月14日	法国	央行行长维勒鲁瓦：最新数据与 3 月预测并不冲突；欧洲央行 3 月政策在目前是适宜的；3 月欧洲央行预测较大但是暂时的经济放缓。
5月13日	美国	美联储副主席克拉里达：让通胀预期稳定在 2% 是至关重要的，对政策进行审视更可能产

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_12263



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn