

2月份汇率月报

压力减小，弹性增大

■ 核心观点

第一，1月份人民币汇率延续上月升势，人民币兑美元双边汇率与 CFETS 汇率指数均有升值。

第二，驱动人民币兑美元汇率升值的主要原因有三：一是美元指数走弱，二是中美贸易摩擦局势有所缓和，三是国内经济下行预期消化，政策维稳预期升温。

第三，2019 年美元指数走势可能不会太弱，主要基于四大历史经验的判断：美国联邦基金利率未达顶点，美股动荡仍大，全球经济不确定性上升，全球经济增速回落，都决定了美元指数不会显著下跌。

第四，2019 年，人民币汇率面临的外部贬值压力小于 2018 年，但仍难以逆转为趋势性升值。判断人民币兑美元汇率在 2019 年仍将有小幅贬值，并呈现双向波动、弹性增大的走势。

本月市场重点

■ 1 月份人民币继续升值，主因美元走势较弱

1 月份，人民币汇率延续上月的升值趋势，人民币兑美元汇率及 CFETS 指数均有不同程度的攀升。截至 1 月底，美元兑人民币中间价收报 6.7343，即期汇率收报 6.7131，分别较 2018 年底升值 1289 和 1527 个基点，升幅 1.88%和 2.22%；CFETS 人民币汇率指数收报 93.78 点，较 2018 年底上升 0.54%。

我们认为，驱动人民币兑美元汇率升值的主要原因有三：

一是美元指数的持续走弱。市场对美联储加息节奏放缓的预期自去年底就开始逐渐升温，去年 12 月美联储加息之后下调经济增长与通胀的操作，已经体现了美联储对未来经济的担忧；1 月底美联储议息会议在维持基准利率的同时，取消了进一步渐进加息的措辞，整体态度明显偏鸽，进一步印证了市场对美联储货币政策正常化步伐放缓的预期。除此之外，受本轮长达 35 天的美国政府停摆影响，1 月份成为美国经济数据空窗期，导致市场此前对美国经济的悲观预期既无法印证也无法修正（直到 2 月初才公布了超预期的 1 月非农新增数据）。在这样的情况下，美元指数在 1 月份持续走弱，减轻了人民币汇率面临的外部压力。

二是中美贸易摩擦的局势有所缓和。自 12 月 G20 会议上两国达成 3 个月的谈判窗口期后，中美贸易磋商一直在积极推进，并呈现边际缓和的迹象：1 月 7-9 日在北京举行的中美副部长级贸易磋商，双方都同意按照两国元首会晤达成的共识，就如何解决中美经贸分歧开展积极和建设性的磋商对话；1 月 30-31 日在华盛顿进行的贸易磋商取得重要阶段性进展，双方同意进一步加强知识产权保护和技术转让方面合作，同意将采取有效措施推动中美贸易平衡化发展，还明确了下一步磋商的时间表和路线图。贸易摩擦的缓和有助于减轻中美经贸局势的不确定性对人民币汇率带来的压力。

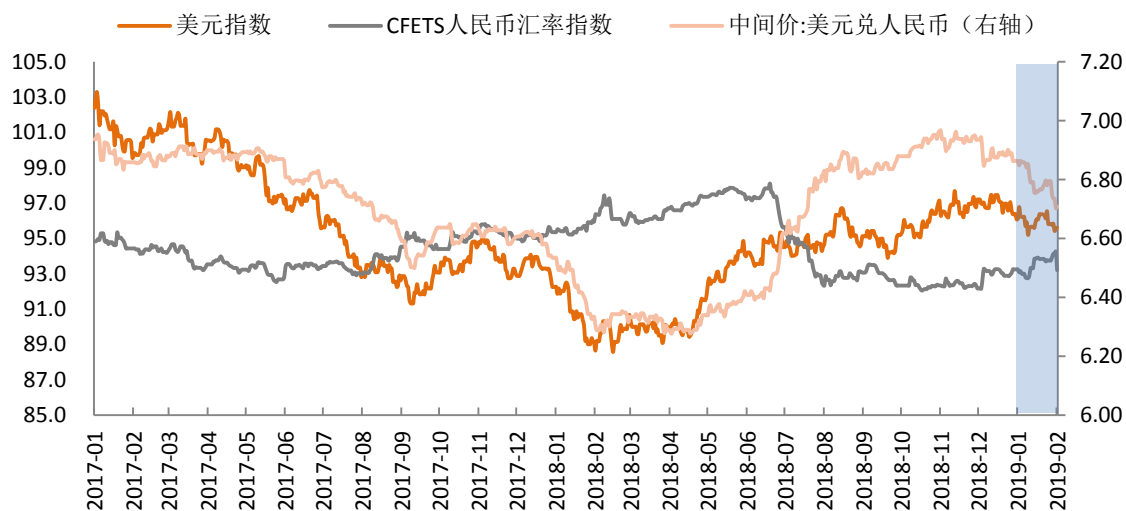
三是中国经济下行压力已被市场消化，而对维稳政策出台的预期上升。1 月份以来，政府各部门已频繁释放出通过逆周期调控维稳经济的政策信号，包括：央行降准，财政部联合国税局落实小微普惠减税措施，部署加快发行地方专项债，央行创设 CBS 工具支持银行发行永续债减轻资本金压力等；后续央行继续降准、降低公开市场操作利率（甚至降息）、调降增值税率、提升赤字率等均是预期内的政策选项。当前政策维稳信号已经非常明确，因此，尽管中国央行降准释放了货币政策宽松信号，中美长短端利差均有所收窄，但人民币汇率仍然延续了 12 月以来的升值走势。

■ 2019 年人民币汇率贬值压力减小，弹性增大

往后看，美元指数的走势可能是市场最大的争议之一。我们认为，2019 年美元指数走势可能不会太弱，这从四大历史经验可以看出¹：其一，美元周期的拐点通常滞后于联邦基金利率的拐点；考虑到 2019 年美联储大概率仍有两次加息，联邦基金利率尚未到达顶点，则美元指数显著下跌的概率不大。其二，美国股市动荡之时美元指数表现都不会太差，原因在于美国股市动荡通常引发全球股市动荡，而美元是绕不开的避险资产；我们判断 2019 年美股的波动性可能进一步加剧，则避险需求可能促使美元成为投资者的重要选择。其三，在全球不确定性加剧的背景下美元指数表现比较强劲；而 2019 年，包括中美贸易摩擦、中东地缘冲突、俄乌冲突、朝核问题在内的全球地缘政治与经贸冲突均可能加剧，机制对美元的避险需求依然较大。其四，美元指数表现与全球经济增速大致呈反向关系；2019 年全球经济增速将回落的情况下，美元指数走低的概率不大。我们判断 2019 年美元指数会在 95 一线双向盘整。

总体而言，考虑到 2019 年美元指数的盘整走势，美国经济步入复苏后期而逐渐呈现疲态，以及美联储加息节奏放缓，人民币汇率面临的外部贬值压力将大大小于 2018 年。但另一方面，中美经济基本面仍有差异：美国经济尚未显现明显回落态势，而中国经济下行压力已然凸显；美联储上半年可能仍有两次加息，而中国央行已经释放出明显的货币政策宽松信号，中美利差进一步收窄。因此，2019 年的人民币兑美元汇率也难以逆转为趋势性升值。总体而言，我们判断人民币兑美元汇率在 2019 年仍将有小幅贬值，并呈现双向波动、弹性增大的走势；而其贬值的幅度则将取决于中美贸易谈判的走向及央行维稳汇率的态度。

图表1 1 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

¹ 平安证券·首席宏评系列（第 57 期）：为什么 2019 年美元指数不会太弱？

图表2 2月份主要汇率指标跟踪

		上月 (2018.12.31)	本月 (2018.1.31)	变动	变动幅度(%)
人民币 汇率	美元兑人民币汇率中间价	6.8632	6.7343	-1289 基点	-1.88
	即期汇率:美元兑在岸人民币(CNY)	6.8658	6.7131	-1527 基点	-2.22
	即期汇率:美元兑离岸人民币(CNH)	6.8702	6.7094	-1608 基点	-2.34
	CFETS 人民币汇率指数	93.28	93.78	0.50 点	0.54
	美元兑人民币:NDF:12个月	6.8949	6.7345	-1604 基点	-2.33
中美利 差	中国:Shibor:3M	3.35	2.9	-44.60 bp	-13.33
	美国:商业票据利率:3M	2.55	2.52	-3.00 bp	-1.18
	中美利差:3M	0.80	0.38	-41.60 bp	-52.26
	中国:10Y 国债收益率	3.23	3.10	-12.28 bp	-3.81
	美国:10Y 国债收益率	2.69	2.63	-6.00 bp	-2.23
	中美利差:10Y	0.54	0.47	-6.28 bp	-11.71
发达经 济体汇 率	美元指数	96.07	95.55	-0.5208 点	-0.54
	美元兑欧元	0.87	0.87	-29 基点	-0.33
	美元兑日元	110.83	109.39	-14400 基点	-1.30
	美元兑英镑	0.78	0.76	-182 基点	-2.32
	美元兑澳元	1.42	1.38	-409 基点	-2.89
	美元兑加元	1.36	1.31	-498 基点	-3.65
新兴经 济体汇 率	美元兑印度卢比	69.79	71.03	12410 基点	1.78
	美元兑马来西亚林吉特	4.14	4.09	-495 基点	-1.20
	美元兑泰铢	32.42	31.24	-11800 基点	-3.64
	美元兑墨西哥比索	19.65	19.04	-6124 基点	-3.12
	美元兑南非兰特	14.41	13.32	-10867 基点	-7.54
	美元兑土耳其里拉	5.26	5.28	172 基点	0.33
	美元兑印尼卢比	14481.00	14072.00	-4090000 基点	-2.82
	美元兑韩元	1115.70	1112.70	-30000 基点	-0.27
	美元兑巴西雷亚尔	3.87	3.65	-2229 基点	-5.75
	美元兑俄罗斯卢布	69.52	66.10	-34231 基点	-4.92

资料来源: WIND, 平安证券研究所

汇率月度要闻跟踪

■ 中美经贸高级别磋商继续推进

事件: 1月30-31日, 刘鹤带领中方团队与美国贸易代表莱特希泽带领的美方团队在华盛顿举行经贸磋商。双方讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、实施机制以及中方关切问题, 取得重要阶段性进展, 还明确了下一步磋商的时间表和路线图。2月14-15日刘鹤将在北京, 与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行新一轮中美经贸高级别磋商, 双方将在华盛顿磋商基础上, 就共同关注问题进一步深入讨论。

点评: 中美贸易摩擦及两个大国之间的博弈无疑仍将是2019年影响经济金融形势的重要变量。自去年12月G20会议上两国达成3个月的谈判窗口期后, 中美贸易磋商一直在积极推进, 并呈现边际缓和的迹象, 这也成为1月份人民币兑

美元汇率温和升值的原因之一；但 2 月 8 日特朗普向媒体表示不会在美国时间 3 月 1 日中美两国达成贸易协议的最后期限前和中国国家主席习近平会晤，又引发了市场的一定担忧。对于汇率市场而言，若中美经贸谈判顺利达成协议，则人民币面临的贬值压力将进一步减轻；反之，人民币贬值压力将进一步增大，但考虑到央行目前对汇率的调控能力较强，人民币兑美元大概率也难以出现大幅走贬的情况。

■ 美联储维持利率不变，释放鸽派信息

事件：1 月 31 日凌晨 3 点，美联储发表声明，决定维持联邦基准利率在 2.25% - 2.50% 不变，取消了进一步渐进加息的措辞，并承诺会保持耐心；同时表示将在必要时对缩表进行调整。

点评：1 月美联储未进行联邦基准利率的调整，并取消了进一步渐进加息的措辞，承诺会在未来行动上保持耐心；市场聚焦的缩表进程暂未更改，但美联储表示在必要时会调整缩表，鲍威尔也承认 FOMC 正在评估结束缩表的时间点。总体而言，美联储声明与鲍威尔讲话均明显偏鸽，一是为安抚近期频繁波动的金融市场，二是受制于政府关门带来的经济数据空窗期，以相对保守的态度避免决策失误，同时给未来政策留下回旋余地。我们认为，美联储货币政策正常化步伐已明显放缓，这无疑增大了其他央行货币政策逆周期调节的空间。

■ 中国央行降准延续货币政策宽松基调

事件：1 月 4 日晚中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率 1 个百分点，其中，2019 年 1 月 15 日和 1 月 25 日分别下调 0.5 个百分点。同时，2019 年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。

点评：央行此次降准的时点与力度均符合预期，货币政策将延续宽松基调。我们预计 2019 年还将有 2-3 次降准，降息的概率也在上升。降准首要为对冲不断增大的宏观经济下行压力，以相对宽松的货币政策姿态来发挥逆周期的调节作用。流动性的充裕有望逐渐改善金融机构的风险偏好，且政府仍将进一步出台相关支持政策，以打通货币政策传导机制，促进从宽货币到宽信用的转换。2019 年信用融资环境有望得到逐步改善，也有助于资本市场的信心维护和预期引导。尽管中国央行货币政策呈现明显的宽松姿态，人民币在 1 月份并未面临较大的贬值压力，反而出现了温和回升，这主要得益于市场对于美联储加息节奏放缓的预期高涨。

主要经济体央行动态

图表3 1 月份主要经济体央行动态

时间	国家/地区	简述
1 月 31 日	日本	日本央行副行长雨宫正佳：日本央行 7 月的政策微调有助于稳定金融市场，继续实施超宽松政策以实现物价目标。国际贸易问题会对日本经济产生较大影响；通胀将继续朝向 2% 回升，但薪资、物价改善幅度比预期更加平缓。
1 月 31 日	美国	美联储发表声明，决定维持联邦基准利率在 2.25% - 2.50% 不变，取消了进一步渐进加息的措辞，并承诺会保持耐心；同时表示将在必要时对缩表进行调整。
1 月 30 日	缅甸	缅甸中央银行 1 月 30 日发布通告，宣布增加人民币和日元为官方结算货币。除获得许可的银行外，暂不允许其他机构和个人开设人民币和日元账户。
1 月 29 日	委内瑞拉	委内瑞拉当局周一批准一个新的民营外汇交易系统，将与官方汇率管制系统并行运作。
1 月 25 日	欧元区	欧央行预测部门下调了核心通胀和整体通胀的预期；2019 年 GDP 增速由 1.8% 下调至 1.5%；2019 年通胀率增速由 1.7% 下调至 1.5%；2020 年 GDP 增速由 1.6% 下调至 1.5%；长期经济增速预期从 1.6% 下调至 1.5%；长期通胀展望由 1.9% 下调至 1.8%。
1 月 25 日	爱尔兰	爱尔兰央行：若英国无序脱欧将拖累 2019 年 GDP 增速至 1.5%；如果可以避免无序脱欧，预计 2019 年经济增速为 4.4%，2020 年为 3.6%；预计 2019 年失业率从 5.7% 降至 4.9%，2020 年为 4.7%。

1月24日	欧元区	欧洲央行维持三大利率不变，首次加息后将继续实施QE到期债券再投资。德拉吉表示，近期公布的数据弱于预期，疲软主要是受出口需求等方面因素影响，经济展望报告的风险偏向下行，仍需要重大的刺激政策维持通胀。欧洲央行仍有充足的可使用工具。
1月24日	韩国	韩国央行维持关键利率在1.75%不变。韩国央行行长李柱烈：预计2019年经济增速为2.6%，此前预期为2.7%；预计2019年CPI为1.4%，此前预期为1.7%；今日的利率决定是一致通过的；韩国经济今年不大可能快速放缓。
1月23日	日本	日本央行维持政策利率在-0.1%不变，符合预期；维持10年期国债收益率目标在0%，符合预期。下调通胀预期，上调明后两年GDP预期。
1月18日	中国	2018年，我国跨境资金流动总体平稳，外汇供求基本平衡：第一，银行结售汇和代客涉外收付款小幅逆差，较2017年明显收窄；第二，外汇资金流动保持双向小幅波动，体现了我国外汇市场运行的稳定性；第三，售汇率与2017年持平，企业跨境融资相对平稳；第四，结汇率总体上升，市场主体持汇意愿有所减弱；第五，近几个月银行远期结售汇转为顺差，市场预期更加稳定。2019年，我国外汇市场运行将延续总体平稳的发展趋势
1月16日	中国	央行网站1月16日发布数据显示，2018年12月末外汇占款余额为212556.68亿元人民币，当月减少40.41亿元人民币；11月减少571.3亿元人民币。
1月14日	中国	国家外汇管理局公布具有经营外汇保险业务资格的保险机构名单，150家保险机构具有经营外汇保险业务资格。2018年初披露的该名单包括143家保险机构。
1月14日	津巴布韦	津巴布韦政府打算一年内推出新货币，结束9年多来无本国货币流通的局面。津巴布韦2009年经历恶性通货膨胀，不得不弃用本国货币，转为流通美元、英镑、南非兰特等外国货币。
1月11日	中国	央行等13部委印发《广西壮族自治区建设面向东盟的金融开放门户总体方案》。《方案》提出，加强与东盟地区证券、期货及衍生品交易合作，推动境内外交易所市场联接，推进与东盟地区证券交易所品种互认。
1月7日	中国	中国2018年12月外汇储备30727.12亿美元，环比增加110.15亿美元，为连续两个月增加，预期30700亿美元，前值30616.97亿美元，相比2017年末减少672.37亿美元。
1月4日	中国	中国人民银行决定下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。这样安排能够基本对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动，有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度。

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_14328

