

年底人民币或进一步升至 7.0 左右

一、年底人民币或进一步升至 7.0 左右

■ 近一个月人民币相对美元升值 0.5%，即期美元兑人民币从 7.12 降至 7.07。实际上，近期不仅仅是人民币，其他部分非美货币也有较好表现。具体来看，近一个月，欧元升值 0.8%，巴西雷亚尔升值 4.1%，英镑升值 2.9%，南非兰特升值 2.2%，韩元升值 1.9%，墨西哥比索升值 1.9%，加元升值 1.3%，新加坡元升值 0.9%，与之相对应的是，美元指数降 0.5%。从风险偏好角度来看，非美货币的升值部分反映了中美贸易摩擦的缓和，以及英国脱欧问题解决迹象出现等。此外，从经济基本面来看，汇率本质反映两国经济预期，因此其走势是由两国经济基本面来决定。近期人民币汇率的升值是有基本面的支撑的，年底人民币或进一步升至 7.0 左右。从中美经济关系来看，4Q2019 中国经济增速阶段性企稳概率上升，美国经济下行幅度或仍较大。消费方面，2018 年美国减税造成私人消费超预期增长，对经济贡献最大，但随着减税效应的逐渐减退，美国私人消费将受到掣肘，而反观中国，虽然今年名义 GDP 仍是下滑趋势，但由于价格韧性相对较强，且减税降费刚刚开始，因此消费虽然下滑但仍有支撑。投资层面，美联储 2015 年年末 8 次加息对私人投资形成明显抑制，虽然较低抵押贷款利率和居民杠杆水平，对住宅投资有一定支撑；但在非住宅投资方面，核心资本品订单、产能利用率均偏弱，当前私人投资的回升还是比较困难的。而反观中国今年虽然房地产投资和制造业投资将下行，但在政策支持下基建投资将上升稳定经济增长。净出口层面，由于美国对全球其他国家（包括中国）的贸易战的不确定性，导致其他国家“抢进口”，带动美国出口增长。但随着抢进口效应的逐渐减少，美国净出口负向拉动将显现，2Q2019 净出口对美国 GDP 的贡献已转向负面。反观中国，“衰退型顺差”对经济增长的贡献虽然可能有所减弱，但依然是正贡献。此外，在政策层面，美国今年以来的宽松政策对实体经济的贡献尚未完全显现出来。而中国的宏观逆周期政策对经济的支撑效果已经开始初步显现。此外，非美经济体中，欧元区收缩幅度或正在放缓，也意味着美元指数难以维持强势。欧元区实际 GDP 同比增速在 2018 年趋势性下降。本轮欧元区经济滞后于中国经济，主要原因在于 3Q2016-4Q2017 的全球贸易改善中国的贡献比美国要高。由于外部需求对欧元区经济的边际贡献最大，所以中国需求的下降对欧元区形成了较大的负面影响。从最新的指标来看，欧元区制造业 PMI 相对持平，或表明欧元区经济收缩的幅度可能正在放缓，也就意味着美元指数难以维持持续强势。因此，从经济基本面来看，中美的名义 GDP 增速差值改善仍将持续，是人民币升值的积极因素。4Q2019 年人民币兑美元汇率小幅升至的概率较高，预计年底小幅升值至 7.0 附近。当然，基本面是人民币汇率升值的积极因素，但若中美贸易摩擦进一步升级，人民币将再次发生小幅贬值。

边泉水 分析师 SAC 执业编号：S1130516060001
bianquanshui@gjzq.com.cn

段小乐 联系人
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

邱鼎荣 联系人
didingrong@gjzq.com.cn

二、全球央行观察

- 中国央行：三季度问卷调查数据显示经济依然偏弱。
- 美联储：关注 10 月 31 日美联储货币政策决议，预计将降息 25bp。
- 欧央行：德拉吉表示需要在更长时间内保持高度宽松的货币政策立场。
- 日本央行：黑田东彦表示将继续实施强有力的货币宽松政策。
- 其他央行：俄罗斯、土耳其、印尼、智利央行降息。

三、文献推荐

- 人口对货币政策效用的影响（NBER）。

风险提示：贸易摩擦加剧造成全球经济增长大幅放缓；英国无协议脱欧造成全球经济不确定性的增加。

正文如下：

一、年底人民币或进一步升至 7.0 左右

近一个月人民币相对美元升值 0.5%，即期美元兑人民币从 7.12 降至 7.07。实际上，近期不仅仅是人民币，其他部分非美货币也有较好表现。具体来看，近一个月，欧元升值 0.8%，巴西雷亚尔升值 4.1%，英镑升值 2.9%，南非兰特升值 2.2%，韩元升值 1.9%，墨西哥比索升值 1.9%，加元升值 1.3%，新加坡元升值 0.9%，与之相对应的是，美元指数降 0.5%。从风险溢价角度来看，非美货币的升值部分反映了中美贸易摩擦的缓和，以及英国脱欧问题解决迹象出现等。此外，从经济基本面来看，汇率本质反映两国经济预期，因此其走势是由两国经济基本面来决定。近期人民币汇率的升值是有基本面支撑的，年底人民币或进一步升至 7.0 左右。

从中美经济关系来看，4Q2019 中国经济增速阶段性企稳概率上升，美国经济下行幅度或仍较大。消费方面，2018 年美国减税造成私人消费超预期增长，对经济贡献最大，但随着减税效应的逐渐减退，美国私人消费将受到掣肘，而反观中国，虽然今年名义 GDP 仍是下滑趋势，但由于价格韧性相对较强，且减税降费刚刚开始，因此消费虽然下滑但仍有支撑。投资层面，美联储 2015 年年末 8 次加息对私人投资形成明显抑制，虽然较低抵押贷款利率和居民杠杆水平，对住宅投资有一定支撑；但在非住宅投资方面，核心资本品订单、产能利用率均偏弱，当前私人投资的回升还是比较困难的。而反观中国今年虽然房地产投资和制造业投资将下行，但在政策支持下基建投资将上升稳定经济增长。净出口层面，由于美国对全球其他国家（包括中国）的贸易战的不确定性，导致其他国家“抢进口”，带动美国出口增长。但随着抢进口效应的逐渐减少，美国净出口负向拉动将显现，2Q2019 净出口对美国 GDP 的贡献已转向负面。反观中国，“衰退型顺差”对经济增长的贡献虽然可能有所减弱，但依然是正贡献。此外，在政策层面，美国今年以来的宽松政策对实体经济的贡献尚未完全显现出来。而中国的宏观逆周期政策对经济的支撑效果已经开始初步显现。

此外，非美经济体中，欧元区收缩幅度或正在放缓，也意味着美元指数难以维持持续强势。欧元区实际 GDP 同比增速在 2018 年趋势性下降。本轮欧元区经济滞后于中国经济，主要原因在于 3Q2016-4Q2017 的全球贸易改善中国的贡献比美国要高。由于外部需求对欧元区经济的边际贡献最大，所以中国需求的下降对欧元区形成了较大的负面影响。从数据上看，2018 年中国经济的走弱，直接带来了欧元区出口、PMI 等指标的下行。不过，从最新的指标来看，欧元区制造业 PMI 相对持平，或表明欧元区经济收缩的幅度可能正在放缓，也就意味着美元指数难以维持持续强势。

因此，从经济基本面来看，中美的名义 GDP 增速差值改善仍将持续，是人民币升值的积极因素。原因有两点：第一，经济基本面方面，中美经济收敛趋势较为确定，支撑人民币升值。第二，短期因素层面，中美贸易摩擦的不确定性将加剧人民币汇率波动。4Q2019 年人民币兑美元汇率小幅升至的概率较高，预计年底小幅升值至 7.0 附近。当然，基本面是人民币汇率升值的积极因素，但若中美贸易摩擦进一步升级，汇率将再次发生小幅贬值。

二、全球央行观察

1. 中国央行：三季度问卷调查数据显示经济依然偏弱

国内货币市场利率上升。10月25日，R007、DR007、Shibor3M 分别较上周（10月18日）波动 11bp、-4bp、9bp 至 2.9%、2.7%、2.8%。下周有 5900 亿逆回购到期，预计央行将予以续作。

央行三季度问卷调查数据显示经济依然偏弱。其中，银行家宏观经济热度指数为 33.9%，比上季下降 5.3 个百分点。企业家宏观经济热度指数为 32.4%，比上季低 2.1 个百分点，比去年同期低 4.8 个百分点。贷款总体需求指数为 65.9%，比上季低 0.4 个百分点，分行业看，制造业贷款需求指数为 59.0%，比上季低 0.4 个百分点，基础设施贷款需求指数为 60.2%，比上季低 0.4 个百分点。分企业规模看，大、中、小微型企业贷款需求指数分别为 54.4%、57.2%和 70.2%，比上季低 0.1、0.4 和 0.3 个百分点。

香港货币市场利率上升，Libor-Hibor 利差回落。10月25日，Hibor 隔夜、1周、3个月较上周（10月18日）分别上升 65bp、46bp、4bp 至 1.88%、1.84%、2.17%；1周 Libor-Hibor 利差回落至 19bp。

2. 美联储：关注 10 月 31 日美联储货币政策决议，预计将降息 25bp

3. 欧央行：德拉吉表示需要在更长时间内保持高度宽松的货币政策立场

欧央行行长德拉吉表示，需要在更长时间内保持高度宽松的货币政策立场，欧央行准备好按需调整所有工具。

欧央行管委 Villeroy 表示，脱欧的长期不确定性依旧存在，要求宽松货币政策支持；鉴于全球经济放缓，低利率将持续存在。

4. 日本央行：黑田东彦表示将继续实施强有力的货币宽松政策

日本央行行长黑田东彦表示，日本经济已经大幅改善；将继续实施强有力的货币宽松政策。

此外，需关注 10 月 31 日，日本央行货币政策决议，预计将保持利率不变。

5. 其他央行：俄罗斯、土耳其、印尼、智利央行降息

10月25日，俄罗斯央行下调基准利率 50bp 至 6.5%，为年内第四次降息。

10月24日，土耳其央行降息 250bp 至 14%，为年内第三次降息；印尼央行将基准利率下调 25bp 至 5.00%，为年内第四次降息；智利央行将关键利率下调 25bp 至 1.75%，为年内第三次降息。

三、文献推荐

人口对货币政策效用的影响

John V. Leahy, Aditi Thapar

（来源：NBER，地址：<https://www.nber.org/papers/w26324.pdf>）

本文研究了货币政策产生的影响是否取决于人口结构。我们利用横截面的变化测试美国各州对已确定货币政策冲击的反应。我们发现了三个不同年龄段的区别。随着利率的上升，35 岁以下人口所占比例越大，私人就业和个人收入的反

应越弱；40至65岁之间所占比例越强，反应就越强，而这些数据不会受到65岁以上年龄段的影响。我们发现，当中年人的比例增加时，所有年龄段的人都对货币政策冲击变得更加敏感。我们提供的证据与中年企业家针对扩张性货币冲击而启动和扩展业务的行动相一致。

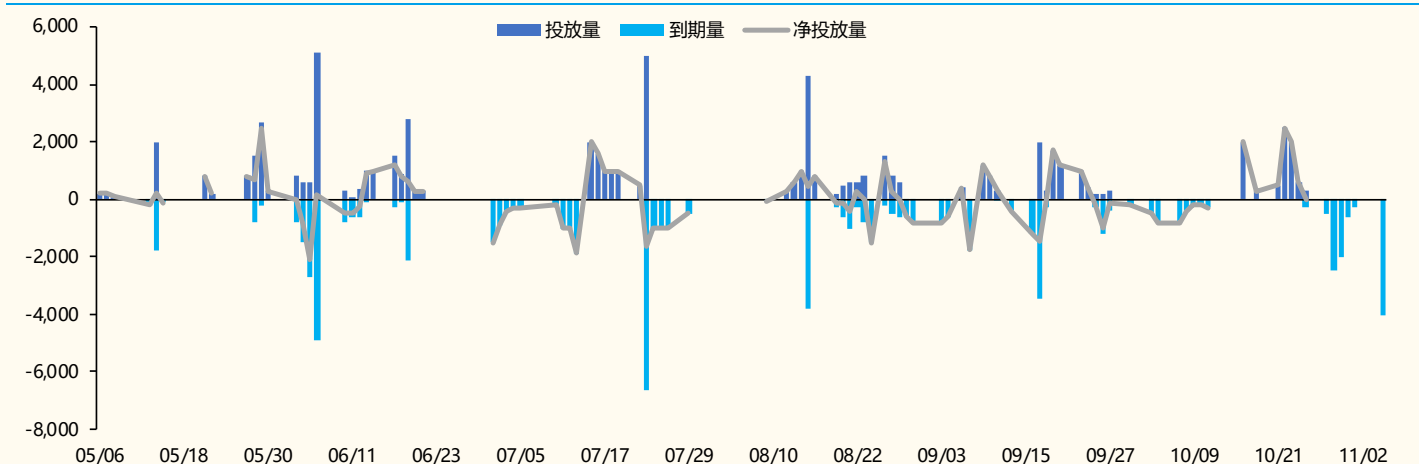
图表 1：2019 年以来全球主要央行政策利率的调整（%）

	国家/地区	19-01	19-02	19-03	19-04	19-05	19-06	19-07	19-08	19-09	19-10	当前利率
降息	美国:联邦基金目标利率								-0.25	-0.25		1.75-2.00
	欧元区:存款便利利率									-0.10		-0.50
	巴西:隔夜利率								-0.50	-0.50		5.50
	泰国:隔夜利率								-0.25			1.50
	中国香港:贴现窗利率								-0.25	-0.25		2.25
	土耳其:一周回购利率							-4.25		-3.25	-2.50	14.00
	韩国:基准利率							-0.25			-0.25	1.25
	马来西亚:隔夜利率					-0.25						3.00
	菲律宾:隔夜借款利率					-0.25			-0.25	-0.25		4.00
	印尼:基准利率							-0.25	-0.25	-0.25	-0.25	5.00
	印度:基准回购利率		-0.25		-0.25		-0.25		-0.35		-0.25	5.15
	南非:再回购利率							-0.25				6.50
	俄罗斯:关键利率						-0.25	-0.25		-0.25	-0.50	6.50
	澳大利亚:隔夜利率						-0.25	-0.25			-0.25	0.75
	新西兰:基准利率					-0.25			-0.50			1.00
	冰岛:基准利率					-0.50	-0.25		-0.25		-0.25	3.25
	乌克兰:贴现利率				-0.50			-0.50		-0.50	-1.00	15.50
	智利:隔夜利率	+0.25					-0.50			-0.50	-0.25	1.75
	墨西哥:基准利率								-0.25	-0.25		7.75
	埃及:贴现利率		-1.00						-1.50	-1.00		13.75
	丹麦:基准利率									-0.10		-0.75
无变化	日本:政策目标利率											-0.10
	英国:再回购利率											0.75
	中国台湾:担保放款利率											1.75
	加拿大:隔夜目标利率											1.75
	瑞士:3M LIBOR 目标利率											-0.75
	保加利亚:基本利率											0.01
	匈牙利:基准利率											0.90
	波兰:28 日再回购利率											1.50
	以色列:基准利率											0.25
加息	挪威:银行同业存款利率			+0.25			+0.25			+0.25		1.50
	瑞典:再回购利率	+0.25										-0.25
	捷克:2 周再回购利率					+0.25						2.00

来源：Wind，国金证券研究所整理

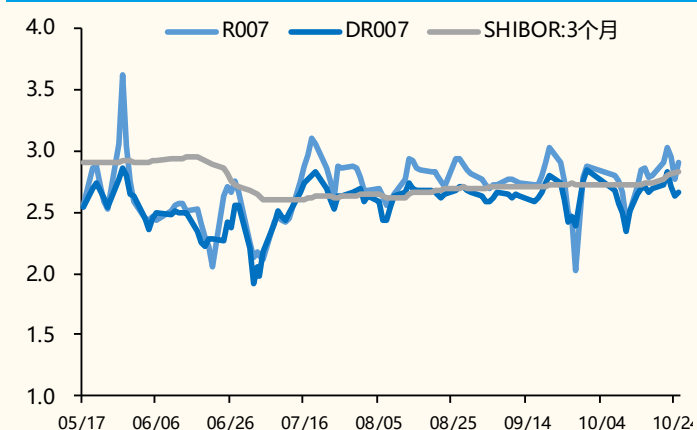
¹ 截至 2019 年 10 月 26 日

图表2：近几个月中国央行公开市场资金净投放概览（亿元）



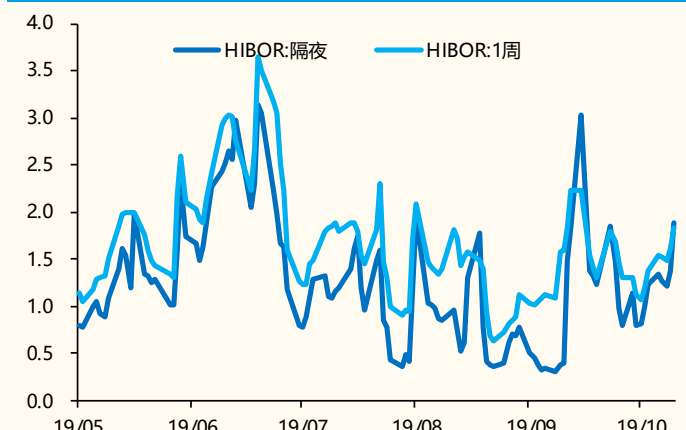
来源：Wind，国金证券研究所

图表3：国内货币市场利率上升（%）



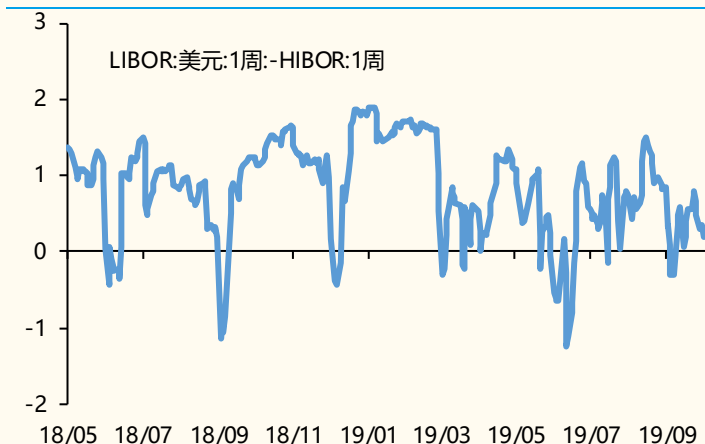
来源：Wind，国金证券研究所

图表4：香港货币市场利率上升（%）



来源：Wind，国金证券研究所

图表5：Libor-Hibor 利差小幅回落（%）



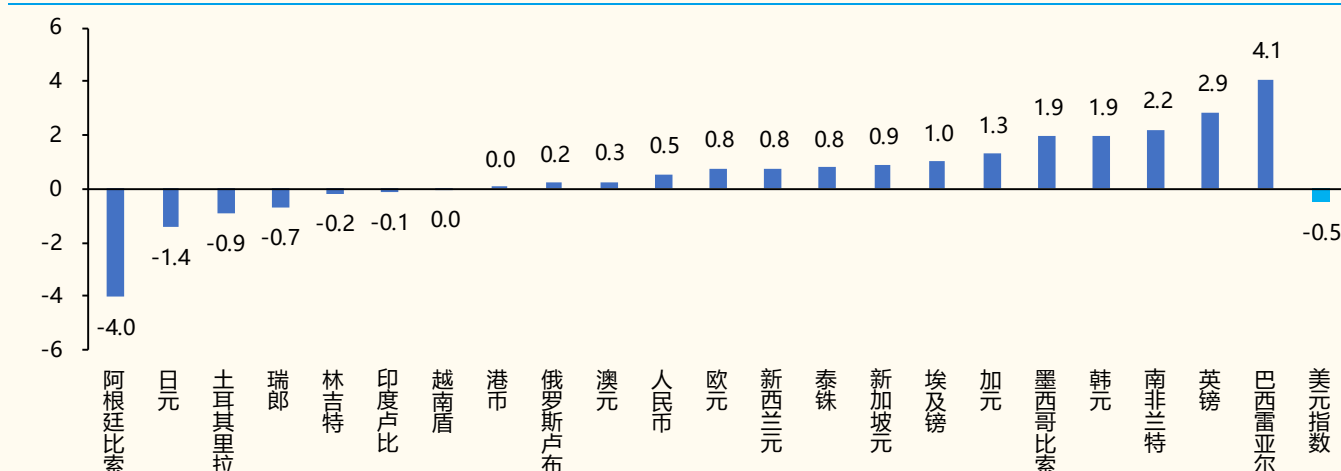
来源：Wind，国金证券研究所

图表6：CME 数据显示的美联储降息概率（10.26）

FOMC 会议时间	联邦基金利率（当前为 175-200bp）				
	75-100	100-125	125-150	150-175	175-200
2019/10/30			0.0%	93.5%	6.5%
2019/12/11	0.0%	0.0%	22.1%	73.0%	4.9%
2020/1/29	0.0%	5.9%	35.6%	54.9%	3.6%
2020/3/18	0.5%	8.5%	37.3%	50.4%	3.3%
2020/4/29	1.4%	10.7%	38.3%	46.8%	3.1%

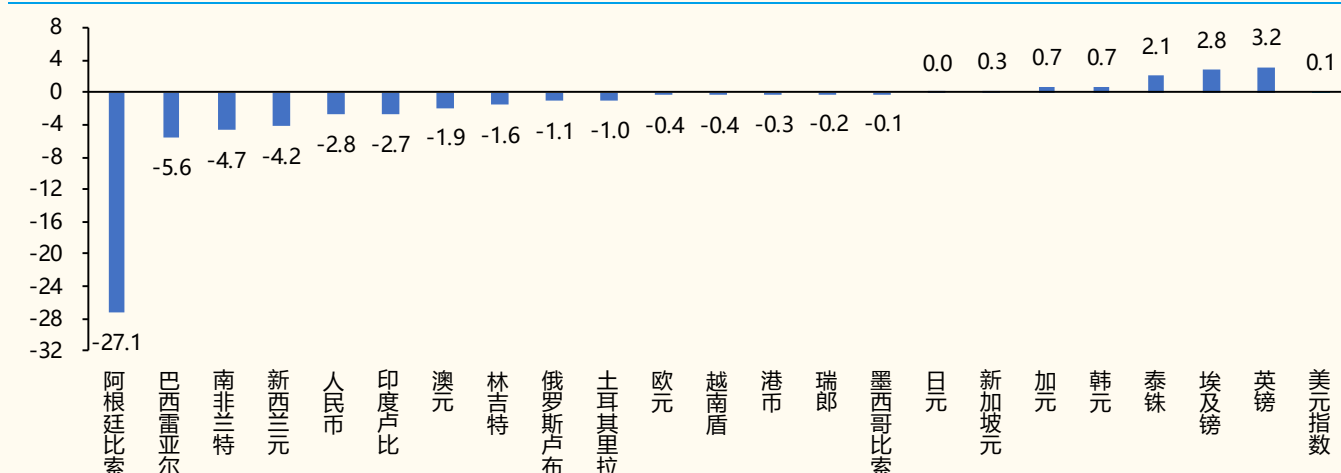
来源：CME，国金证券研究所

图表 7：近一个月主要货币汇率相对美元变动幅度(%)



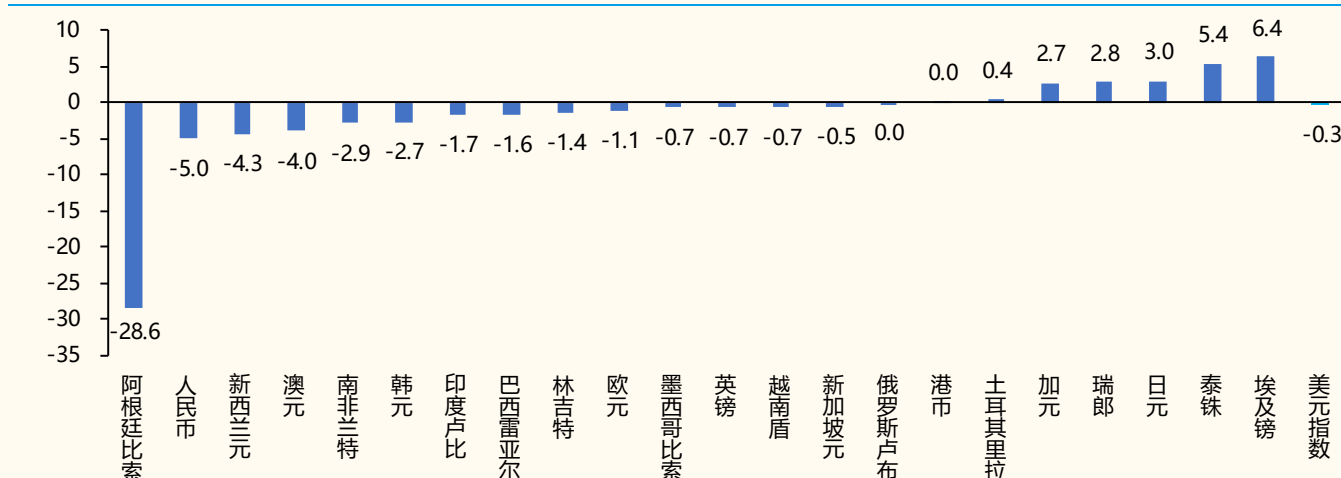
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：近三个月主要货币汇率相对美元变动幅度(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：近半年主要货币汇率相对美元变动幅度(%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10: 上周中国央行公开市场操作表述

日期	上周中国央行公开市场操作表述
10月25日	以利率招标方式开展了300亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
10月24日	为对冲税期高峰等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了600亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
10月23日	为对冲税期高峰提前等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了2000亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
10月22日	为对冲税期高峰提前、地方国库现金管理到期等因素的影响，维护银行体系流动性合理充裕，以利率招标方式开展了2500亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%
10月21日	以利率招标方式开展了500亿元逆回购操作，期限7天，利率2.55%

来源：中国人民银行，国金证券研究所

图表 11: 上周欧央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
10月25日	欧央行管委Villeroy	脱欧的长期不确定性依旧存在，要求宽松货币政策支持；鉴于全球经济放缓，低利率将持续存在。
10月24日	欧央行行长德拉吉	需要在更长时间内保持高度宽松的货币政策立场，欧央行准备好按需调整所有工具。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 12: 上周日本央行官员关于货币政策的言论

日期	央行官员	上周讲话要点
10月20日	日本央行行长黑田东彦	日本经济已经大幅改善；日本央行将继续实施强有力的货币宽松政策。

来源：Wind，国金证券研究所整理

图表 13: 中国央行资产负债表（单位：亿人民币）

资产	2019-09	较上月变动	负债	2019-09	较上月变动
国外资产	218,767.53	-32.62	储备货币	305,881.99	5,561.23
外汇	212,353.95	-10.45	货币发行	80,217.69	1,465.11
货币黄金	2,855.63	20.99	其他存款性公司存款	212,229.56	4,284.50
其他国外资产	3,557.96	-43.16	非金融机构存款	13,434.74	-188.38
对政府债权	15,250.25	0.00	不计入储备货币的金融性公司存款	4,775.23	-43.51
其中：中央政府	15,250.25	0.00	发行债券	940.00	150.00
对其他存款性公司债权	106,774.83	2,002.85	国外负债	1,105.55	-22.18

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_9427

