

一诺千金 德厚载富

# 一德期货 研究报告

（季报）

经济运行改善，人民币稳中有升

车美超

研究院

## 车美超

宏观战略分析师

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

[499719376@qq.com](mailto:499719376@qq.com)

一德研究院

电话：(022) 58298788

网址：[www.ydqh.com.cn](http://www.ydqh.com.cn)

地址：天津市和平区信达广场 16 层

邮编：300051

### ■ 内容摘要

二季度国内经济数据支撑经济基本面企稳，大概率会出现恢复性改善。跨境资本流动是利好，经济稳，金融稳是货币稳的关键。外部市场方面，美联储暂停加息也为人民币提供一定支撑。加之中美贸易摩擦不断缓解，双方就实质问题进一步磋商达成共识，国内逆周期因子调节等因素影响共同提振人民币汇率走势，预计二季度人民币汇率将继续保持强势运行状态，预计主体运行区间【6.4, 6.8】。

灵活的汇率有助于缓冲外部风险，获得更多的货币政策自主性。尽管人民币有升值预期，但是还是需要警惕全球风险情绪变化带动人民币汇率阶段性调整。

### ■ 核心观点

- 一季度人民币在美元指数高位震荡的情况下总体保持升值态势，我们认为主要因素在于中美贸易摩擦有所缓解以及逆周期因子调整。
- 国内经济景气回暖显示货币、财政的放松刺激政策有效发挥作用。主要经济数据指标支撑，基建稳步推进，信用扩张持续，预计二季度国内经济总体企稳回升，大概率会呈现恢复性改善。经济强则货币强，二季度国内经济运行的好转将为人民币汇率提供强有力支撑。
- 美联储暂停加息也为人民币提供一定支撑。综合美国主要数据指标来看，我们认为二季度美国经济仍会保持稳定或小幅增长态势，美元维持强势震荡。若强势美元持续处于高位，则人民币汇率将会面临调整，不过幅度整体可控。
- 银行结售汇逆差收窄，外汇市场供求保持基本平衡，主要渠道的跨境资金流动状况进一步改善。在外资参与国内资本市场规模趋于扩大的背景下，国际资本的不断流入增加人民币升值预期。

# 目 录

1. 人民币汇率一季度走势回顾： .....	1
2. 影响因素分析： .....	2
2.1 我国经济运行.....	2
2.2 美国经济运行.....	3
2.3 资本账户变动.....	4
3. 总结及风险 .....	5
免责声明 .....	6

## 1. 人民币汇率一季度走势回顾：

一季报我们给出的结论是人民币汇率贬值压力放缓，升值预期增强，主要参考区间为【6.7，6.9】，目前来看，符合我们的预期判断。一季度离岸人民币累计上涨 2.11%，其中 1 月份上涨 2.3%，2 月份下跌 0.13%，3 月份上涨 0.32%。一季度人民币在美元指数高位震荡的情况下总体保持升值态势，我们认为主要因素在于中美贸易摩擦有所缓解以及逆周期因子调整。

2 月 15 日第六轮中美经贸高级别磋商就主要问题达成原则共识，市场释放积极信号。2 月 28 日第七轮中美贸易磋商，中美双方进一步落实两国元首阿根廷会晤达成的重要共识，围绕协议文本开展谈判，在技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业以及汇率等方面的具体问题上取得实质性进展。3 月 28-29 日，双方再次完成“建设性”的贸易谈判。4 月 3 日-5 日，双方决定就遗留的问题通过各种有效方式进一步磋商。由此可见，中美贸易摩擦没有继续去年的愈演愈烈，而是在不断缓解，朝好的方向发展，这对人民币汇率走势有一定支撑。当前人民币汇率已进入中美贸易谈判框架，这意味着两大经济体稳定人民币汇率的政策意图。

2017 年 2 月 20 日外汇交易中心通过技术微调得出：人民币兑美元中间价=上日收盘价+一篮子货币夜间汇率变化\*调整系数，2017 年 5 月 26 日，央行正式宣布在上述模型中引入“逆周期因子”。逆周期因子=市场供求因素/逆周期系数=(上日收盘价-上日中间价-一篮子货币日间汇率变化\*调整系数)/逆周期系数。引入逆周期因子不仅有助于中间价更好地反映宏观经济基本面，而且有助于对冲外汇市场的顺周期波动，使中间价更加充分地反映市场供求的合理变化，适当过滤了外汇市场的“羊群效应”。中国金融四十人论坛高级研究员、前国家外汇管理局国际收支司司长管涛认为，自去年 8 月 24 日披露重启逆周期因子以来，对每日美元指数与人民币汇率中间价取自然对数后，二者的相关性为+0.07，而去年 1 月 9 日至 8 月 23 日暂停使用逆周期因子期间，该相关性为+0.81，研究发现逆周期因子是在人民币有贬值压力时使用、有升值压力时退出，具有阻跌不阻涨的非对称性效果。自 2018 年 8 月底重启逆周期因子以来至今尚未取消，当美元弱人民币强时，逆周期因子令人民币汇率升的更多，今年 1 月份 CFETS 指数升值了 1.08%，当美元强人民币弱时，逆周期因子令人民币汇率跌的更少，今年 2 月份 CFETS 指数升值了 0.77%，3 月份小幅贬值 0.1%。所以，当期 CFETS 指数升值不是因为市场的顺周期性，而是逆周期调控的结果。

图 1 离岸人民币走势



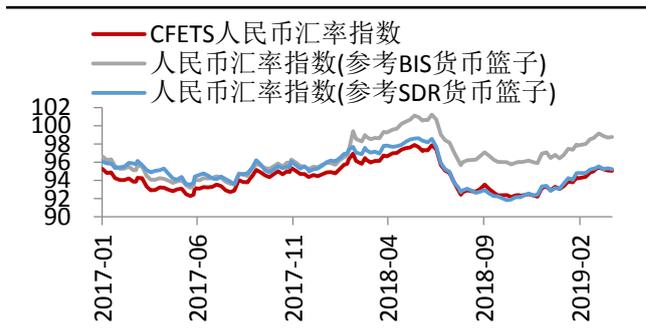
资料来源：文华财经

图 2 2019 年一季度美元指数和美元兑人民币中间价



资料来源：wind，一德研究院

图 3 人民币汇率指数



资料来源：wind，一德研究院

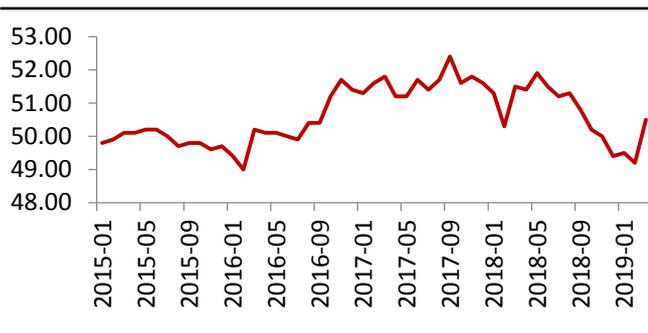
## 2. 影响因素分析：

### 2.1 我国经济运行

3 月，我国官方制造业采购经理指数 PMI 环比上涨 1.3%至 50.5%，重返枯荣线之上，优于市场预期，PMI 五大扩散指数环比普遍回升，显示经济景气全面改善。PMI 超预期回升的主要因素在于制造业生产及新订单指数大幅增长，内需改善。国内经济景气回暖显示货币、财政的放松刺激政策有效发挥作用。从另一指标来看，今年 1-2 月社融、信贷累计同比分别多增 10696 亿元、3765 亿元，说明宽信用政策总体取得了效果，此外，地方政府专项债维持年初以来的快速增长，是 2 月社会融资的主要支撑，显示基建稳步推进，预计二季度基建投资增速保

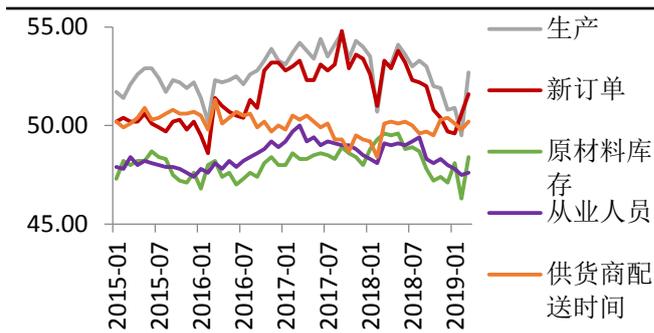
持回升趋势不变。国内 3 月份通胀、金融、外贸数据都将在本周陆续公布。Wind 综合 18 家机构预测数据显示，3 月份 CPI 同比增速或达 2.3%，创最近 5 个月新高，同期 PPI 也将止跌回升。M2 增速料再度回升，新增人民币贷款也将重回万亿元上方，信用扩张持续。宽信用是经济基本面的领先指标，目前宽信用格局显现，从历史经验来看，社融与贷款同比增速的向上拐点要领先于 GDP 增速的向上拐点。综上所述，预计二季度国内经济总体企稳回升，大概率会呈现恢复性改善。经济强则货币强，二季度国内经济运行的好转将为人民币汇率提供强有力支撑。

图 4 中国制造业采购经理指数 PMI (%)



资料来源：wind，一德研究院

图 5 PMI 扩散指数 (%)

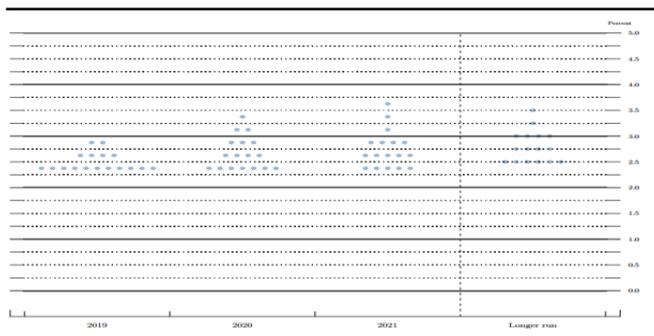


资料来源：wind，一德研究院

## 2.2 美国经济运行

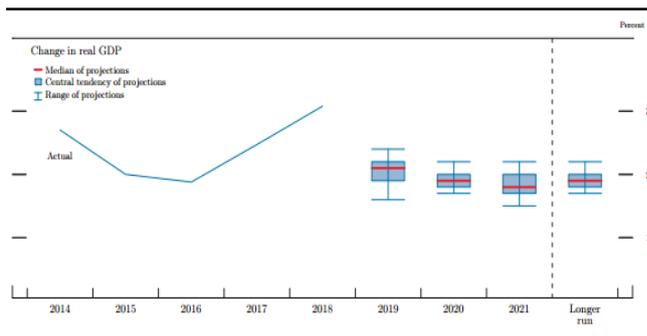
美联储 2019 年首次公开市场委员会会议 (FOMC) 议息会议决定暂不加息，保持联邦基金利率目标区间在 2.25%-2.5% 不变，符合市场预期。在最新的联邦基金利率预测中，委员会将 2019 年联邦基金目标利率中值由 2.875% 下调至 2.4%，将 2020 年与 2021 年联邦基金目标利率由 3.125% 下调至 2.6%，长期联邦基金利率由 2.75% 上调至 2.8%，这意味着美联储年内将不会加息。另外，美联储对缩表进程进行了调整，自 5 月开始，将每月缩国债最高减持规模从当前的 300 亿美元降至 150 亿美元，9 月底停止缩表。在最新的经济预测中，美联储分别下调 2019 年和 2020 年实际 GDP 增速 0.2% 和 0.1% 至 2.1% 和 1.9%；将 2019 年、2020 年失业率分别上调 0.2% 至 3.7% 和 3.8%。对未来经济的担忧进一步加剧，是 3 月美联储会议声明的主要变化。不过刚出炉的美国 3 月新增非农就业数据恢复强劲，显示就业市场韧性较强。3 月新增非农就业人数 19.6 万人，失业率稳定在 3.8%，符合市场预期。一季度平均新增就业人数为 18.03 万人，说明美国就业市场目前仍处于健康状态。一季度薪资增速处于本轮周期以来高位，意味着未来通胀有上行压力。另外，3 月美国新屋销售和成屋销售量均有所上升，房地产市场表现较好；ISM 制造业指数超预期反弹至 55.3，制造业呈现加速回暖态势。因此综合分析来看，美国经济增速虽然有所放缓，但也不会出现大幅下滑，预计二季度仍会保持稳定或小幅增长态势，从而有利于美元维持强势震荡。若强势美元持续处于高位，则人民币汇率将会面临回调压力，不过幅度整体可控。

图6 联邦基金利率目标范围评估



资料来源：FOMC，一德研究院

图7 实际国内生产总值的变动区间

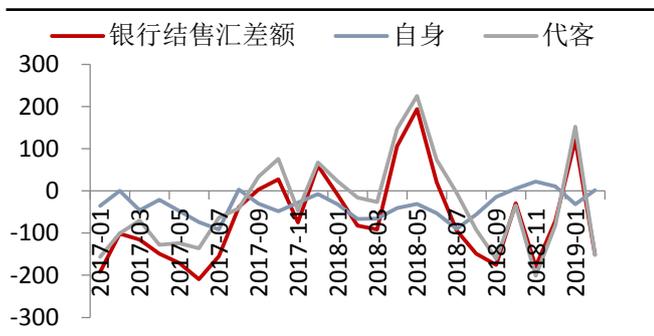


资料来源：FOMC，一德研究院

## 2.3 资本账户变动

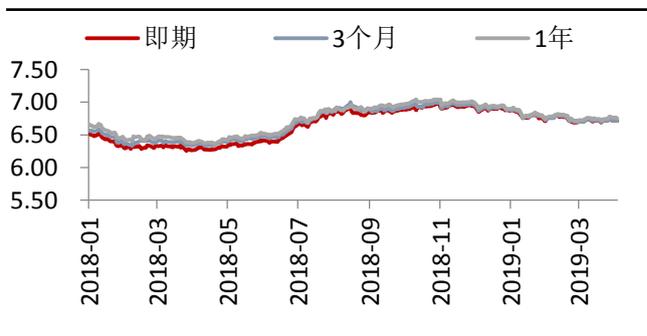
2019年1-2月，银行累计结汇19290亿元人民币（等值2849亿美元），累计售汇19485亿元人民币（等值2879亿美元），累计结售汇逆差195亿元人民币（等值30亿美元）。其中，银行代客累计结汇17870亿元人民币，累计售汇17862亿元人民币，累计结售汇顺差9亿元人民币，银行自身累计结汇1419亿元人民币，累计售汇1623亿元人民币，累计结售汇逆差204亿元人民币。2019年以来我国外汇市场运行更趋平稳，一是银行结售汇逆差收窄，外汇市场供求保持基本平衡。1至2月，银行结售汇月均逆差15亿美元，较2018年下半年月均水平收窄87%。二是企业、个人等非银行部门涉外收付款呈现较大顺差。主要渠道的跨境资金流动状况进一步改善，分别表现在货物贸易项和直接投资、证券投资项下外汇净流入和净结汇增多。在宏观政策逆周期调节，宏观杠杆率基本稳定以及外汇储备充足的条件下，预计二季度外汇市场仍将平稳运行，从中短期NDF图形趋势看，上下空间均有限，料将维持区间波动概率较大。

图8 银行结售汇差额（亿美元）



资料来源：wind，一德研究院

图9 USDCNY:NDF

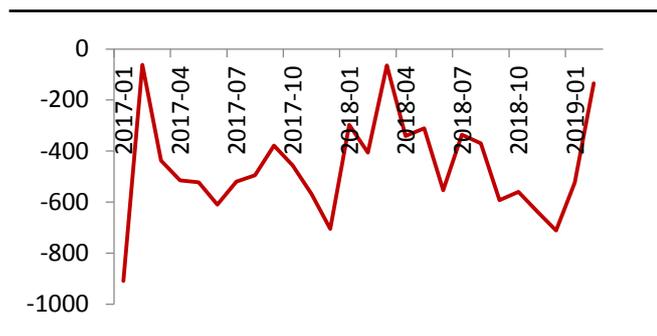


资料来源：wind，一德研究院

我国的外汇储备有两个来源：经常项目顺差和资本项目顺差，后者又可以分成两个部分：长期资本（FDI）顺差和热钱。热钱流出使投机者实现了套利平仓，目前我国出现的资本外流，从渠道上看，一方面是由于境内机构和个人增加了外汇资产或境外资产配置，另一方面是由于境内企业加速偿还前期借入的美元债务以及境外主体部分减持人民币资产。尽管近几年来境外持有人民币资产的兴趣提高，但人民币资产终究是风险资产而不是避险货币，因此外部冲击有可能触发国内资本外流。根据图 10 热钱流向预估模型来看，目前处于逐步好转趋势。

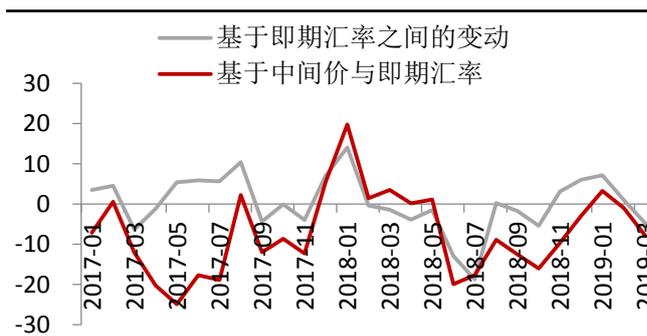
4月1日，中国债市正式纳入彭博巴克莱全球指数，外资提前布局带来的对冲需求明显抬升，在外资参与国内资本市场规模趋于扩大的背景下，境内金融市场需要将手中的美元换成人民币，之后再在远期将人民币换回美元汇出。这一过程中，如果人民币汇率贬值，将对其投资收益产生负面影响。因此，伴随外资流入，外资在远端对冲汇率贬值风险的需求也将明显抬升。这样来看，若国际收支能够保持自主平衡，基本面对人民币汇率也有较强支撑，国际资本的不断流入增加人民币升值预期。

图 10 热钱流向预估趋势



资料来源：wind，一德研究院

图 11 招商外汇供求强弱指标



资料来源：wind，一德研究院

### 3. 总结及风险

综上所述，二季度国内经济数据支撑经济基本面企稳，大概率会出现恢复性改善。跨境资本流动是利好，经济稳，金融稳是货币稳的关键。外部市场方面，美联储暂停加息也为人民币提供一定支撑。加之中美贸易摩擦不断缓解，双方就实质问题进一步磋商达成共识，国内逆周期因子调节等因素影响共同提振人民币汇率走势，预计二季度人民币汇率将继续保持强势运行状态，预计主体运行区间【6.4, 6.8】。

灵活的汇率有助于缓冲外部风险，获得更多的货币政策自主性。尽管人民币有升值预期，但是还是需要警惕全球风险情绪变化带动人民币汇率阶段性调整。另外，值得一提的是英国脱欧悬而未决带来的影响，若英镑贬值则带来美元升值，进而令人民币承压。

## 免责声明

- ▶ 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- ▶ 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

### 北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703  
Tel: 010-8831 2088

### 上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室  
Tel: 021-6257 3180

### 天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）  
Tel: 022-2813 9206

### 天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室  
Tel: 022-5982 0932

### 天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301  
Tel: 022-5822 0902

### 郑州营业部 450008

郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室  
Tel: 0371-6561 2079

### 大连营业部 116023

大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间  
Tel: 0411-8480 6701

### 淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间  
Tel: 0533-358 6709

### 宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号  
Tel: 0574-8795 1915

### 唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室  
Tel: 0315-578 5511

### 烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室  
Tel: 0535-216 3353/216 9678