

# 美联储如期加息，人民币汇率季节性承压

——北广投资管研究院周报（2018.9.27）

**人民币汇率季节性承压,创两个月最大跌幅：**9月25日，银行间外汇市场上，人民币对美元即期询价交易开盘报6.8584元，较9月21日16：30收盘价低194个基点。开盘后，人民币即期汇率惯性走低，上午最低至6.8656元，较前收盘价跌266个基点；午后，人民币一度围绕6.8636元展开拉锯，直至15：50前后出现一波“跳水”走势，汇价很快跌破了6.87元，16:30收盘价报6.8770元，较前收盘价跌380基点，跌幅为7月30日以来最大。夜盘交易中，在岸人民币在创出6.8821元的低价后有所企稳，截至25日18:30，在岸人民币对美元即期汇率报6.8753元。导致汇价大跌的主要原因有两方面：一是前收盘价未反映上一交易日夜盘交易及“中秋”假日期间国际市场变化。25日，在岸人民币收盘跌380个基点，是相对9月21日16：30收盘价而言的，该收盘价报6.8390元，处于9月中旬以来的高位水平。但受到美元指数上涨的影响，21日夜盘，在岸人民币对美元即期汇率已回落至6.86元。另外，24日我国外汇市场因“中秋节”假期闭市，国际市场上美元指数继续小幅走高，香港市场人民币对美元收盘跌至6.8688元。二是临近“国庆”长假，市场迎来居民旅游用汇的高峰期，银行对美元流动性需求上升。长假前居民用汇需求上升，对外汇市场短期供求关系的影响在近几年已有所显现，且呈现逐渐加重的态势。这两方面因素的影响均不具备太久的持续性，25日的汇价下跌已对前期积累的调整压力进行了充分反映，长假后旅游用汇需求也有望回落。另值得一提的是，25日人民币中间价调整幅度较小，定位要高于市场预期水平，这说明“逆周期因子”在继续发挥熨平市场波动的作用。在相关部门强化宏观审慎管理的背景下，人民币对美元再现持续大幅贬值的可能性并不大。

图表1：近两月美元兑人民币汇率中间价情况



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

**人民币汇率基本面已发生根本性变化：**本轮人民币贬值始于4月中旬，到8月中旬兑美元汇率突破6.93，累计经历了4个月的时间。随着近期美元见顶回落以及央行出手稳定预期，本轮贬值已告一段落。与2015年“811”汇改后经历的长达16个月的漫长贬值相比，本轮贬值的基本面主要发生了根本性的变化。第一，国内经济形势不同：2016年随着中国供给侧结构性改革大幕的拉开，中国经济经历了一轮短周期复苏，为人民币汇率在2017年重返升值区间打下了基础。而本次人民币汇率再次触及6.9区间，国内经济形势面对的不确定性则大大增加：面对复杂的贸易环境，外需增长乏力，净出口对GDP的贡献再次转负；基建拖累投资增速大幅下滑，前7月固定资产投资同比增速降至5.5%的历史低点；实际消费增速下降至6.5%，首次低于GDP增速，“消费降级”之声不绝于耳。整体看，与上次人民币汇率触及6.9的时期相比，当前

的经济面临的困难有所增多。第二，汇率在宏观政策目标中的重要性不同。上一轮贬值中，保持人民币汇率稳定在宏观政策目前中的重要性较高。一方面，“811”汇改后人民币快速贬值超预期，人民币长期升值预期突然逆转引发了较强烈的“羊群效应”，而彼时的国内经济增长压力并不突出，主要任务是供给侧改革提出的三大攻坚战。因此，“保汇率”一度成为重要的宏观政策目标。而在本轮贬值中，人民币汇改新框架已基本成型，市场对汇率波动的接受度更高；同时，受经济下行压力加大影响，内部均衡相对于外部均衡来说重要性愈发凸显，需要汇率增加弹性为货币政策独立性留出更大空间，因此在主要宏观政策目标中，汇率的“锚”已相对松动。第三，中国的国际收支情况不同。2016-2017年中国国际收支整体呈现“经常项顺差、金融项逆差、短期资本（热钱）流出显著、外汇储备消耗快”的特点。相比之下，2018年上半年中国的国际收支情况则截然不同，整体呈现“经常项逆差、金融项顺差、短期资本（热钱）流出不明显、外汇储备小幅增加”的特点。具体看，一是2018年上半年经常账户出现283亿美元小幅逆差，主要受中美贸易战下中国货物顺差减小，服务逆差扩大的影响；二是非储备性质的金融项顺差1200亿美元，净误差与遗漏逆差也相对有所减少；三是外汇储备增加约500亿美元。究其原因，既有中国资本市场扩大开放及估值下降增加了对境外投资者的吸引力，也有中国严控对外投资以及居民恐慌性购汇减弱等原因。

图表 2：人民币两次贬值的国际收支表概况

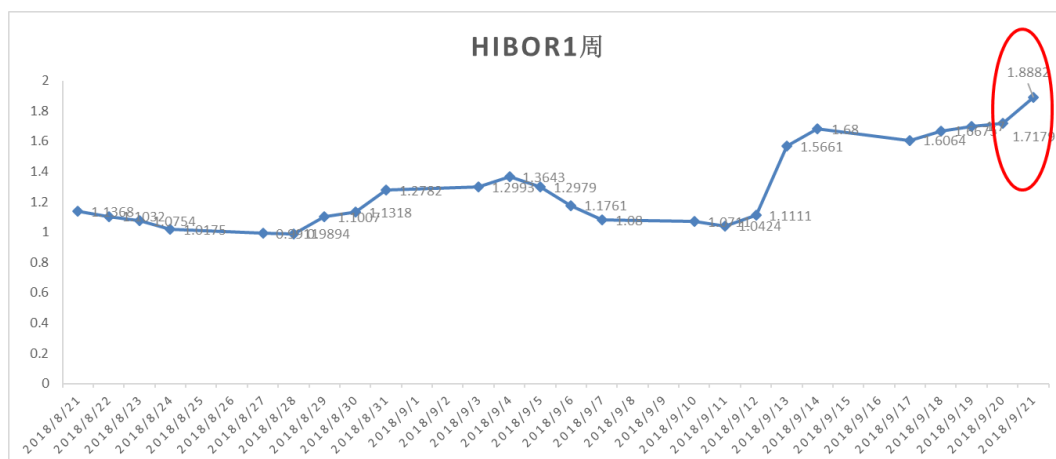
	2016年全年	2018上半年
经常项目	2022.0	(283.0)
货物贸易	4889.0	1559.0
服务贸易	(2331.0)	(1473.0)
金融项（不含储备）	(4161.0)	1171.0
误差与遗漏	(2295.0)	(384.0)
储备资产	4437.0	(501.0)

注：1、单位：亿美元；2、储备资产负数表示增加

资料来源：WIND，北广投资管研究院整理

**中国人民银行将在香港发行央行票据，意在调节离岸流动性稳定人民币汇率：**近日，中国人民银行与香港特别行政区金融管理局签署了《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据(简称“央行票据”)的合作备忘录》，旨在便利人民银行在香港发行央行票据。作为中国人民银行重要的流动性管理工具之一，央行票据过去曾被大规模使用，用以回笼市场流动性，但近年来较少出现在公开市场操作中。作为流动性管理工具之一，今后央行可以通过发行央行票据来调节离岸人民币流动性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。央行货币政策工具进一步扩展至香港离岸人民币市场，在一定程度上表明央行希望保持政策灵活度，一旦离岸市场出现较为明显的人民币空头情绪，发行央行票据可以提高离岸人民币市场的利率水平，以抬升做空人民币的成本，抑制人民币空头。消息公布不久后，离岸人民币汇率迅速走高，21日，人民币兑美元中间价调升173个基点，报6.8357，上一交易日中间价6.8530，创9月7日来新高。隔夜离岸人民币HIBOR报4.56200%，上升160.9个基点，为5月以来最大涨幅。7天离岸人民币HIBOR报4.65467%，上升63.3个基点。此外，港元HIBOR全线上扬，7天港元HIBOR报1.88822%，为2008年12月以来新高，上升17个基点。

图表 3：中国央行计划在香港发行央票，港元 HIBOR 全线上扬



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

**美联储公布议息结果之前，香港多家银行宣布加息：**在美联储公布议息结果之前，香港市场对美联储加息预期已经有所反应，当地多家银行于近日宣布加息。9月19日傍晚，汇丰银行宣布，9月20日起在香港提高港元、美元、人民币定期存款利率。其中3个月至1年期存款统一加0.1厘，18个月则加0.05厘。定存利率上调后，1年期及18个月利率最高报2.15厘及2.2厘。汇丰同时也上调了美元及人民币定存利率。这也是汇丰第二次上调港元定存利率，上一次是9月3日。作为香港龙头银行，汇丰加息对于当地其他银行具有强烈的示范意义。东亚银行之后也宣布上调港元定存利率，将半年期利率上调0.01厘至2.18厘。来自新加坡的外资行星展银行在20日跟进，把半年存息提高0.05厘，最新特惠息升至两厘。香港的汇率政策是港元挂钩美元的联系汇率，随着香港利率的抬升，港元的贬值压力明显缩小。在过去一周多的交易时段来看，港元上升到了7.8440附近，暂时脱离7.85弱方兑换保证水平。而随着港币加息步伐加快，流向香港房地产行业的内地资金迅速放缓。从7月开始，香港楼市销售进入萎缩。新房方面，根据房产代理的数据，7月成交量1740宗，环比减少15%。进入8月上半月，新公寓仅成交711宗，预计环比下滑18.3%。二手房市场也在冷却。7月二手房销售4040宗，环比下降7%。8月份仅1300宗，环比减少约35.64%。据香港地产公司推算，假如9月香港银行再进一步上调最优惠利率（P息）0.25%-0.5%，供楼负担比率将由7月的65%增至约70%。

图表4：汇丰加港元定存息

发钞行	汇丰	渣打	中银香港
18个月年息（厘）	2.15→2.20	2.20*	2.30
1年年息（厘）	2.05→2.15	2.10	2.15
6个月年息（厘）	1.80→1.90	1.90	1.90
3个月年息（厘）	1.60→1.70	1.60	1.70
起存额（港元）	1万	10万	5万
备注	指定理财户及新资金	新资金	指定理财户及新资金
*渣打18个月年息入场费要100万			

数据来源：香港经济日报，北广投资管研究院整理

**靴子落地，美联储如期加息：**一如市场预期，北京时间9月27日凌晨，美联储宣布上调联邦基金利率25个基点至2.00%-2.25%，这是2008年以来也是2015年12月启动本轮加息以来的第8次加息，今年以

来的第 3 次加息，上一次加息发生在今年 6 月。利率决议发布后，10 年美债收益率下行，美元指数先涨后跌，人民币对美元中间价 9 月 27 日小幅贬值 71 个基点。中国外汇交易中心数据显示，9 月 27 日人民币对美元中间价报 6.8642 贬值 71 个基点，上一交易日官方收盘价报 6.8740，上一交易日夜盘收盘报 6.8775。这是人民币对美元中间价连续第三个交易日走低。受中间价走低的影响，更多反映市场预期的人民币对美元即期汇率 9 月 27 日开盘报 6.8789，随后跌破 6.88 关口。而在离岸市场，人民币对美元汇率一度跌破 6.88 关口后收复部分失地，而在中间价出炉后，离岸人民币对美元汇率再度跌穿 6.88 关口。

图表 5：美联储历次加息时间表

加息时间	加息 (BP)	区间
2015年12月17日	25	0.25%—0.5%
2016年12月15日	25	0.5%—0.75%
2017年3月16日	25	0.75%—1.0%
2017年6月14日	25	1.0%—1.25%
2017年12月14日	25	1.25%—1.5%
2018年3月22日	25	1.5%—1.75%
2018年6月14日	25	1.75%—2.0%
2018年9月27日	25	2.00%—2.25%
2019年	预计再加息3次	
2020年	预计再加息2次	

数据来源：北广投资管研究院整理

**经济下行压力加大、中国宏观经济基本面短期不具备加息基础：**自 2015 年以来，随着美国经济转好，美联储开始逐步退出 2008 年金融危机以来实行的宽松货币政策，开始渐进加息。美国经济强势复苏具体表现在 GDP 数据强劲，新增就业持续增长，失业率不断下降，薪资稳步增长，通胀回升，美元指数走强，经济增长预期能够保持强势。值得注意的是，2018 年美国宏观经济数据再度刷新历史，美国二季度薪资增长创下同比 2.9% 新高，进一步提振了市场对美国经济强劲增长的信心。美联储 9 月加息会议声明最重要的变化是，“货币政策立场仍然宽松”的表述被整体删除，这是 2015 年开启加息周期以来首次。美联储删除“宽松”措辞，这意味着美联储已经处于中性立场，加息周期或已进入后半场。此外上调了 2018 和 2019 年经济增长预期，强化了 12 月加息可能，预计明年加息 3 次和 2020 年加息 1 次不变。2017 年到 2018 年第一季度中国央行主要通过上调逆回购、MLF 中标利率保障中美短端利率趋势的一致性，2018 年 6 月份美联储年内第二次加息，中国央行未作利率调整，9 月第三次加息后，中国央行依旧“按兵不动”，主要是因为宏观经济基本面短期不具备加息基础。2018 年下半年开始，经济增长压力加大：首先，6、7 月制造业 PMI 连续呈下行趋势，7 月非制造业 PMI 也转升为跌；其次，就业状况受贸易战、去杠杆等方面的影响较小，7 月就业指数为 49.2%，环比上升 0.2 个百分点，达到年内最高水平。过去居民举债投资房地产已经对消费产生抑制，中美贸易战进入拉锯战，稳定投资需要一个宽松的货币环境。在“稳就业、稳增长、稳投资、稳外贸、稳金融、稳预期”的背景下，贸然跟随加息将进一步恶化国内的投资、消费环境。

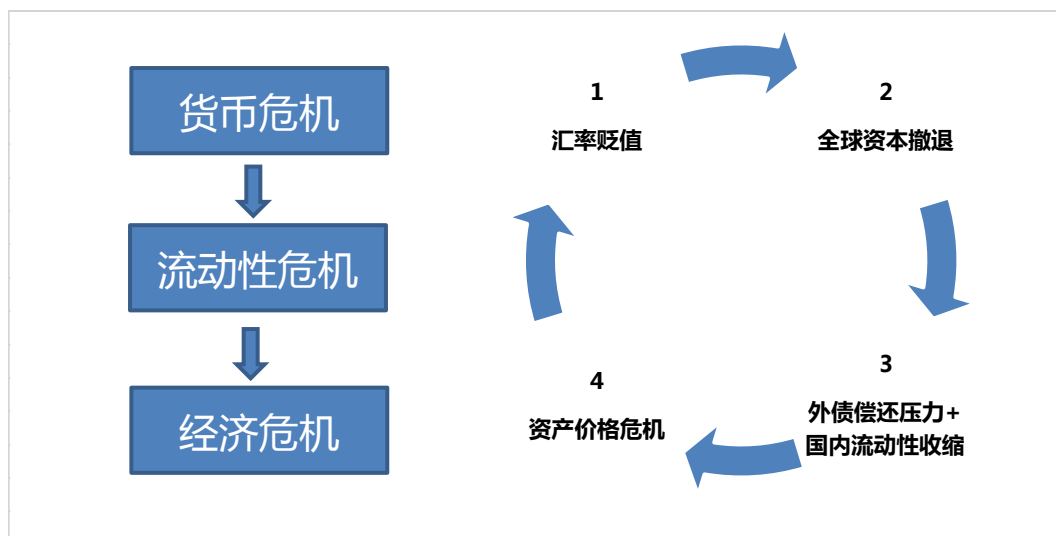
图表 6：今年以来官方 PMI 指数走势

时间	综合PMI	制造业PMI	非制造业PMI
2018-01	54.6	51.3	55.3
2018-02	52.9	50.3	54.4
2018-03	54.0	51.5	54.6
2018-04	54.1	51.4	54.8
2018-05	54.6	51.9	54.9
2018-06	54.4	51.5	55.0
2018-07	53.6	51.2	54.0
2018-08	53.8	51.3	54.2

数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

**未来全球流动性环境或将继续收紧，内生长能力弱的新兴国家继续承压**：2018 年底全球流动性或将进入拐点，因主要国家和地区退出 QE 有加速趋势。欧洲央行每月 QE 购债规模已经从 300 亿欧元缩减至 150 亿欧元，并将在年底停止；日本央行也有缩减购债规模的迹象；美联储 2018 年四季度及 2019 年之后每月缩表规模增加至 500 亿美元。近期虽然美元指数有一定的回落，但是美债收益率整体上移，十年期国债收益率已经突破 3%，与近期油价回升、中美关税带来的通胀预期上升相关，也与美国经济数据强劲相关。内生长能力弱的国家继续承压。今年以来多数新兴市场国家货币已经对美元大幅贬值，但目前来看总体压力可控，新兴市场国家平均的外债占外储的比例已经较 1997 年大幅下降，1997、2014、2016 的比例分别为 489%、223.40%、220%。若流动性环境若进一步收紧，贸易赤字严重、外债负担较重、过度依赖融资的国家将承受较大的压力。但对于获取顺差能力强的新兴国家来说，即便汇率波动大，仍能通过产业链优势和大宗商品全球刚需来赚顺差，以维护外汇储备，自主性更强、稳定性也更好。

图表 7：美元收缩触发新兴市场国家危机的链条



资料来源：北广投资管研究院整理

**美联储加息对人民币汇率影响钝化**：美联储自 2015 年 12 月首次加息以来已经加息 7 次，从美元指数和人民币汇率的变化情况来看，汇率对于加息的反映已经逐步钝化，更多的是对经济基本面的反映。与 6 月份

相比,目前人民币贬值压力有一定程度的上升(比如代客结售汇8月份重新出现了较大逆差),但外汇占款、外汇储备规模维持平稳,说明逆周期因子+适度资本管制对于稳定汇率已经起到了很好的作用。中国未来的货币政策或将继续保持独立性。虽然目前中美利差进一步收缩,但美联储加息难以改变国内货币政策独立走势,稳增长是当前国内的主要任务,货币政策仍取决于国内基本面,流动性难以收紧。6月14日美联储加息后,央行即维持OMO操作利率不变,在目前实体M2增速下行至8.2%、实体经济融资负担仍然较大的环境下,未来反而可能继续定向降准以提供持续稳定的低成本负债,支持实体经济。

图表8：美联储加息对美元指数和人民币汇率影响



资料来源：WIND，北广投资管研究院整理

**北广投资管研究院观点：美联储如期加息，近期人民币汇率将以回归双向波动为主。**当前从经济形势、国际贸易环境、货币政策边际倾向看并不利于人民币汇率走强，但从国际资本流动、监管层工具选择与美元上行空间看则有利于人民币汇率保持稳健。总体看在新的基本面变化到来之前，近期人民币汇率将以回归双向波动为主。具体来看：一是预计人民币汇率在7附近将有较强支撑。从监管层8月初加大稳汇率各项政策工具运用力度看，短期央行对汇率的容忍点是不突破7。同时，与上一轮贬值相比，监管层的应对手段和经验更加丰富，短期资本流动也有所忌惮。二是当前人民币汇率的均衡区间应该在6.7-7.0之间。这意味着本轮贬值有望告一段落，但人民币汇率出现上一次的扭头大幅升值可能性较小，这是由当前中国经济增长下行压力加大，贸易环境更加复杂、中美利差变化以及汇率政策重要性下降等基本面所决定的。三是未来人民币汇率的弹性将进一步增加。这既是汇改的大方向，也是增加货币政策独立性的需要。同时，中国坚持扩大开放的改革方向也需要汇率增加弹性。四是短期资本流动对汇率冲击的影响下降，基本面的影响上升。从国际收支与资本流出情况看，经过上一轮贬值，市场主体更加成熟，投机需求相对收敛，内外部压差（汇率扭曲程度）减小，这都会使投机性的短期资本流动冲击下降，未来基本面对汇率的影响将进一步上升。

## 一周新闻要览：

### 宏观

- **统计局：**1-8月，全国规模以上工业企业实现利润总额44248.7亿元，同比增长16.2%，增速比1-7月份放缓0.9个百分点。8月规模以上工业企业实现利润总额5196.9亿元，同比增长9.2%，增速比7月份放缓7个百分点。

- **新京报**：央行参事盛松成表示，美联储加息是预料之中的，反映了美国经济各项指标向好，短期内对人民币汇率压力不会太大。这也再一次表明，所谓目前是最后完成人民币汇率改革最佳时机的观点是站不住脚的，我国还是需要对外汇率予以适度的引导、管理甚至一定的干预。
- **上证报**：9月27日，香港四大银行全部上调了最优惠利率。其中，香港上海汇丰银行有限公司正式宣布，自9月28日起上调最优惠贷款利率，由5%调升至5.125%，为自2006年来首次上调最优惠贷款利率。
- **国务院**：发布关于推动创新创业高质量发展打造“双创”升级版的意见。完善定向降准、信贷政策支持再贷款等结构性货币政策工具，引导资金更多投向创新型企业和小微企业；推动完善公司法等法律法规和资本市场相关规则，允许科技企业实行“同股不同权”治理结构。
- **新华社**：在过去一年里，央行等多部门联手，严厉打击 ICO 非法公开融资炒作，虚拟货币价格大幅下跌，监管成效显著。不过近期调查发现，目前仍有一些 ICO 项目打着国外基金会的旗号，披上“洋外壳”绕开监管，或换上区块链等“马甲”欺骗投资者，圈钱融资“割韭菜”。

## 股市

- **上证报**：今年以来已有46家民营A股上市公司宣布获得国有资本接盘，保守测算涉及金额达300亿元，有24家属于控股权转让。今年频繁出手的国资中，地方国资占了相当大的比例，其要达到国有资产保值增值的目的，或选择投资优质的公司分享成长，或接盘后通过理顺现有资产甚至注入新资产实现收益。
- **中证报**：3月至今连续7个月，产业资本已创下2015年以来净减持的最长记录。值得关注的是，不少产业资本纷纷减持在“地价”上。因资金紧张造成的被动式减持与创投资金主动式的退出减持并存。

## 银行

- **北京商报**：截至目前，70余家银行向互金协会申请测评，近20余家机构已完成第二轮测评，正积极进行整改中。虽然市场对于存管白名单期待颇高，但分析人士表示，存管银行通过测评是平台合规整改的一部分，并不代表平台就拿到了“赦免令”。
- **外管局**：6月末，我国银行业对外金融资产10764亿美元，对外负债13100亿美元，对外净负债2336亿美元，其中，人民币净负债2803亿美元，外币净资产467亿美元。
- **中证报**：今年以来，银行存款竞争成为常态，人民币存款增速正在逐步放缓，持续在9%以下徘徊。特别是8月人民币存款增速再度回落，跌至8.3%，创下新低。专家认为，未来一段时间内，存款增速放缓将是常态。应对存款增速下滑，银行短期内可能仍以拉存款为主，但长期而言需提高效率，加快转型。

## 信托

- **和讯网**：进入三季度以来，信托融资需求热度持续上涨，集合资金信托产品成立规模也因此逐月增加。用益信托数据显示，截至8月31日，8月份共有53家信托公司成立742款集合信托产品，与前一月同时点相比，环比上升12.59%；上月集合信托产品成立规模为895.58亿元，较前一月同时点相比，环比上升36.64%。

## 公募

- **金融投资报**：3季度银行股护盘南方中证银行ETF涨10% 医疗基金领跌。三季度以来大盘反复震荡探底，虽然近期有所反弹，但截止9月26日收盘，沪指三季度仍然下跌-1.43%。期间金融股护盘迹象明显，因此与前两个季度医药和消费领涨有所不同，三季度以来金融股领涨，重仓金融股尤其是银行股的基金表现居前，多只银行指数基金收益率超过10%。
- **上海证券报**：A股入富、MSCI提升纳入因子，公募提前布局主题基金。9月27日，富时罗素宣布正式将A股纳入“富时全球股票指数系列”。除了此前积极布局MSCI概念基金外，部分基金公司已捷足先登，布局富时主题概念基金。根据证监会网站的公开信息，目前已有包括上投摩根、招商基金和汇安基金等3家基金公司开始进行富时主题概念基金的布局。

## 私募

- **中基协**：截至 9 月 25 日，已将 489 家机构列入失联公告名单，并在予以列示。依据协会发布的相关规定，上述 489 家机构中，有 157 家机构已被注销登记；有 10 家机构已自行申请注销登记。
- **证券时报**：中国基金业协会的数据显示，国内期货私募管理资金规模近千亿，而截至今年 6 月末，总额 1639 亿元的期货资管产品中，投向期货市场的仅有 1 / 7。目前大规模资金进入期货市场仍然障碍重重。
- **凤凰财经**：9 月 26 日，发改委等 19 部门联合发布《关于发展数字经济稳定并扩大就业的指导意见》（下称《意见》）。《意见》从加快培育数字经济新兴就业机会、持续提升劳动者数字技能、大力推进就业创业服务数字化转型等方面提出了多条措施，支持数字经济发展。

## VC/PE

- **21 世纪经济报**：十三届全国人大一次会议于 3 月 5 日上午 9 时在人民大会堂开幕，国务院总理李克强作政府工作报告，报告中提到“提高直接融资特别是股权融资比重”。这是继去年政府工作报告之后，总理再次强调加大股权融资比重，未来股权投资将迎来风口和红利释放。
- **央视新闻**：中国已成为全球第二大股权投资市场，今年中央提出要加大股权融资力度。
- **新浪财经**：国际会计师事务所毕马威最新发布的报告指出，由于香港首次公开募股（IPO）市场第三季度表现强劲及众多企业轮候上市，已将香港 2018 年 IPO 募资总额预测由 2500 亿港元上调至不低于 3000 亿港元，并预计香港有望成为 2018 年全球最大的 IPO 市场。目前，香港的 IPO 募资总额全球排名第一。
- **金融时报**：腾讯音乐娱乐集团(Tencent Music Entertainment, TME)拟通过首次公开发行(IPO)筹集至少 20 亿美元，这个数字低于预计，此前人们预期这将是今年美国最大上市交易。这家音乐流媒体公司将从中国最大的互联网和社交媒体集团腾讯控股(Tencent Holdings)分拆出来，此前外界预计它最多将会筹集到 40 亿美元资金，尽管 TME 本身从未公开声明这一意图。
- **海航科技**：9 月 19 日晚间海航科技发布公告称，终止收购当当，称目前资本市场等外部环境发生较大变化，未就合同履行情况等事项与交易对方达成一致意见。

## 房地产

- **新华社**：针对房地产中介机构发布虚假房源信息、强迫购房者选择其指定的金融机构等问题，河北省廊坊市将着力规范房地产中介信息发布和服务行为，建立房地产经纪服务实名上岗制度、经纪人员信用档案制度等，强化对中介机构及其从业人员管理。
- **中国证券网**：杭州市房地产市场持续健康发展协调小组办公室下发了《关于进一步加强房源信息发布管理的通知》，从房源发布原则、各房地产经纪机构的房源发布行为、各房源发布网络平台的房源发布行为等方面对房源信息发布管理工作进行了规范。

## 国际经济

- **美联储**：宣布加息 25 个基点，将联邦基金利率目标区间上调至 2.00%-2.25%，符合市场预期。这是今年第三次加息，也是 2015 年 12 月开启加息周期以来的第八次。点阵图显示，预计今年总计加息 4 次，明年加息 3 次。
- **新华社**：伦敦已成为全球最大的人民币离岸交易中心，今年第二季度人民币日均交易额近 700 亿英镑，环比增长 13.54%，同比增长 32.85%。与此同时，伦敦还是仅次于中国香港的世界第二大人民币离岸清算中心，当地人民币清算行日均清算量超过 400 亿元。