

2018 年 8 月 6 日

证券研究报告 · 宏观策略周报

陆兴元 CFA

执业证书编号 S0120518020001

8621-68761616

lu_xy@tebon.com.cn

外汇风险准备金率上调，对汇率长期趋势影响有限

本周观点

上周统计局公布了 PMI 数据，虽然数据有所下滑，但维持扩张，显示经济持续处在相对稳定的景气区间。

政策方面，中央政治局会议值得关注。会议强调，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕；加大基础设施领域补短板的力度。会议对货币政策的中性立场予以重申，但财政政策的推动力度有望加强。

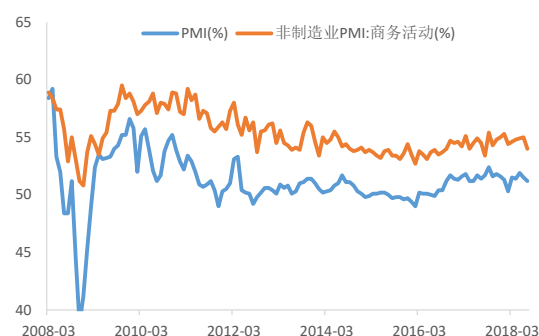
中美贸易战在上周再度升温。美方计划于对 2000 亿美元中国输美商品征收关税的税率，从 10% 上调至 25%。中方则决定对原产于美国的 600 亿美元商品，加征最高 25% 的关税。

随着中美贸易前景的恶化，人民币汇率近期贬值速度加快。中国央行决定，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%，以控制人民币贬值速度。从历史经验来看，央行对外汇风险准备金率的调整短期内有效，真正决定汇率走势的还是经济基本面。

海外经济方面，美国经济数据维持强势。虽然美国 7 月非农新增就业人数仅增加 15.7 万，但失业率小幅下滑至 3.9%。美联储 8 月议息会议维持联邦基金利率目标区间不变，但美联储对经济增速的看法由“稳健”升级至“强劲”，预计将进一步渐进加息。

我们对 A 股下一阶段的走势继续持谨慎看法。虽然中国高层发出的政策微调信号，对 A 股有利。然而考虑到中美贸易战仍在继续升温，而且外围风险在接下来的时间中还有恶化可能。建议等待观望下一步政策走向，静待 A 股筑底成功。

中国 PMI 数据显示经济持续处在相对稳定的景气区间



一、专题：外汇风险准备金率上调，对汇率长期趋势影响有限

1、央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率调回 20%

8 月 3 日晚，中国人民银行网站宣布，自 2018 年 8 月 6 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。消息公布后，离岸人民币汇率出现大幅拉升。

远期售汇业务是银行对企业提供的一种汇率避险衍生产品，由银行与外贸企业签订的远期结售汇合同，约定将来按照一定的汇率办理结汇或售汇。远期售汇既可以是汇率风险的避险手段，也可以成为人民币汇率的投机工具。

2、原因：近期人民币贬值速度过快

远期汇率和即期汇率之间存在相互影响，放大了人民币的贬值预期。当人民币有贬值预期，而且贬值空间大于做空成本时，带有投机目的的企业会加大对远期购汇合约的需求。企业通过远期购汇能在一定程度上规避未来汇率风险，但由于企业并不立刻购汇，而银行相应需要在即期市场购入外汇，这会影响即期汇率。即期汇率走低，带动人民币贬值预期，而这又会反过来影响企业的远期购汇行为。

本次调整将提高远期售汇业务的成本，部分阻断远期汇率和即期汇率的贬值循环机制。人民银行要求金融机构按其远期售汇签约额的 20% 交存外汇风险准备金，相当于让银行为应对未来可能出现的亏损而计提风险准备，而且这部分风险准备金不计利息，意味着会增加银行开展业务的成本。这部分成本最终将通过价格传导给企业，从而抑制企业远期售汇的顺周期行为。

举例说明，假设外贸企业，与某银行签署一个远期购汇合约，规模为 1000 万美元。按规定需要缴纳 200 万元的风险外汇准备金，这部分准备金不计息。但是按最新的 12 个月 Libor 美元同业拆借利率 2.8% 计算，是 5.6 万美元，也就是说机会成本为 5.6 万美元。这 5.6 万美元的成本最终会由银行传导到外贸企业，从而抑制针对人民币贬值的投机需求。

3、人民币汇率未来的贬值趋势不变，但央行方面的干预增强，或令贬值趋势放缓

6 月 25 日，我们就曾发布报告《中美贸易战升级，人民币或有序贬值》，当时的人民币对美元 6.5，目前已经贬值到 6.9，超过一个月的时间，贬值幅度达到 6.1%。

从历史经验来看，央行对外汇风险准备金的调整短期内确实有效，但是拉长时间来看可能无法真正改变汇率的走势，真正决定汇率走势的还是经济的基本面。

央行此前对外汇风险准备金进行过两次调整，一次是在 2015 年 10 月 15 日，从 0% 上调到 20%；一次是在 2017 年 9 月 11 日，从 20% 下调到 0%。这两次调整发生后，人民币汇率均出现短期逆转，然而长期均延续之前的贬值或升值走势，验证了外汇风险准备金调整在短期内有效的结论。

图 1：外汇风险准备金调整在短期内有效（图中曲线为人民币对美元即期汇率）



数据来源：wind

因此，我们认为，央行上调外汇风险准备金率，主要由于近期人民币快速贬值，担心外汇资金快速流出，引发金融体系的风险。央行在新闻稿中表示，“下一步，人民银行将继续加强外汇市场监测，根据形势发展需要采取有效措施进行逆周期调节。”因此，相较于本次风险准备金率的调整，央行展现出的干预人民币汇率的态度对市场的短期影响更大，可能会对人民币有短期提振。

从长期来看，人民币贬值压力还将持续存在，因当前中美贸易战暂没有看到任何缓和迹象。8月2日外媒报道称，美国总统特朗普要求美国贸易代表莱特希泽考虑对中国进口商品加征的关税税率从10%提高至25%。商务部8月3日消息称，中方决定将依法对原产于美国的5207个税目约600亿美元商品，加征25%、20%、10%、5%不等的关税。

二、中国政策：政治局会议延续此前微调基调，中美贸易战再升温

时间	机构/信息来源	要点
7月30日	国务院常务会议	李克强主持召开国务院常务会议，听取吉林长春长生公司违法违规生产狂犬病疫苗案件调查进展汇报，要求坚决严查重处并建立保障用药安全长效机制。
7月30日	国务院	国务院发布《关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》，提出通过改组组建国有资本投资、运营公司，构建国有资本投资、运营主体，实行国有资本市场化运作。优化国有资本投向，向重点行业、关键领域和优势企业集中，推动国有经济布局优化和结构调整。
7月30日	商务部	商务部拟修改《外国投资者对上市公司战略投资管理办法》，外国投资者通过战略投资方式取得的上市公司A股股份限售期由3年缩短为12个月；成为控股股东的，实有资产总额不低于1亿美元或管理的实有资产总额不低于5亿美元。

7 月 31 日	中央政治局	中央政治局会议召开，会议强调，坚持实施积极的财政政策和稳健的货币政策，财政政策要在扩大内需和结构调整上发挥更大作用，要把好货币供给总闸门，保持流动性合理充裕；加大基础设施领域补短板的力度，把握好去杠杆力度和节奏，协调好各项政策出台时机；继续研究推出一批管用见效的重大改革举措；下决心解决好房地产市场问题，整治市场秩序，坚决遏制房价上涨；把稳定就业放在更加突出位置。
8 月 1 日	中国人民银行	央行召开 2018 年下半年工作电视会议指出，要实施稳健的货币政策，把好货币供给总闸门；提高政策的前瞻性、灵活性、有效性，把握好力度和节奏；鼓励金融机构加大支持实体经济的力度；进一步扩大金融开放，稳步推进人民币国际化。
8 月 3 日	国务院金融稳定发展委员会	国务院金融稳会召开第二次会议，要求进一步打通货币政策传导机制，发挥好财政政策的积极作用，用好国债、减税等政策工具；在把握好货币总闸门的前提下，要在信贷考核和内部激励上下更大功夫，增强金融机构服务实体经济特别是小微企业的内生动力。
8 月 3 日	中国人民银行	自 2018 年 8 月 6 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 0 调整为 20%。
市场传闻		
7 月 31 日	腾讯	接近证监会的人士透露，目前 CDR 的发行工作暂缓，等待市场和宏观环境回暖再做推进。包括小米、阿里巴巴、京东在内的首批发行 CDR 企业，其保荐工作目前被搁置。
8 月 1 日	21 世纪经济报道	监管近日窗口指导部分信托公司等金融机构，在符合资管新规和执行细则的条件下，加快项目投放。这一窗口指导以电话形式给信托等机构的，并无正式文件下发。
中美贸易战		
8 月 1 日	彭博	美方计划于今天晚些时候宣布对价值 2000 亿美元中国输美商品征收关税，税率从 10% 上调至 25%。
8 月 1 日	中国外交部	外交部表示，中方在中美经贸问题的立场是非常坚定、明确的，没有改变，美方的施压和讹诈不会起作用；如果美方采取进一步升级举动，中方必然会予以反制；中方始终主张通过对话协商处理中美之间的贸易摩擦。
8 月 3 日	国务院	经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。
8 月 3 日	商务部	中方决定，将依法对自美进口的约 600 亿美元产品按照四档不同税率加征关税。中方的差别化税率反制措施是理性和克制的。征税措施的实施日期将视美方行动而定，中方保留继续出台其他反制措施的权利。

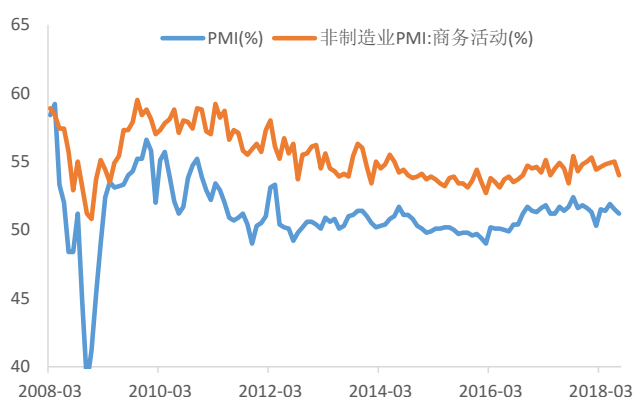
三、中国经济：PMI 数据显示经济延续扩张态势

国家统计局 7 月 31 日公布，7 月份，制造业 PMI 为 51.2%，虽环比回落 0.3 个百分点，但连续 5 个月位于 51.0% 以上，制造业持续处在相对稳定的景气区间。

PMI 数据仍有一些亮点，主要表现在：①制造业大多数行业保持扩张；②供需继续增长，增速有所放缓；③居民消费水平提升，消费品制造业加快扩张；④价格涨幅回落，部分企业成本上涨压力有所减轻；⑤汇率波动加大，进出口指数回落。

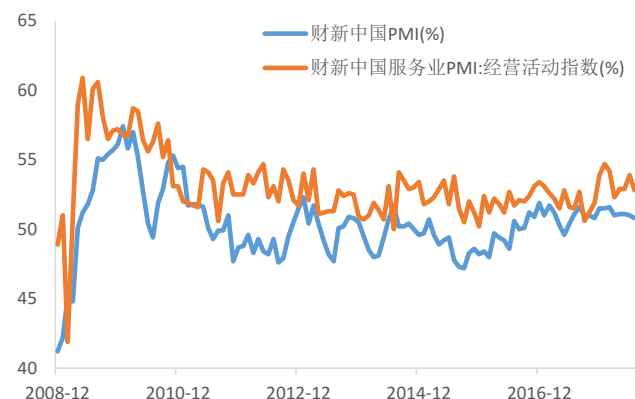
7 月份，非制造业商务活动指数为 54.0%，比上月回落 1.0 个百分点，连续 11 个月保持在 54.0% 及以上的较高景气区间，表明非制造业继续保持较快增长。

图 2：7 月份官方制造业 PMI 为 51.2%



数据来源：wind

图 3：7 月财新中国采购经理人指数 PMI 录得 50.8%



数据来源：wind

8 月 1 日公布的 7 月财新中国制造业采购经理人指数 PMI 录得 50.8%，较上月降低 0.2 个百分点，为八个月以来最低。8 月 3 日公布的 7 月财新中国服务业 PMI 录得 52.8%，较 6 月下降 1.1 个百分点，创下四个月新低，仍在扩张区间，显示服务业扩张势头开始放缓。财新 PMI 走势与国家统计局制造业 PMI 基本一致。

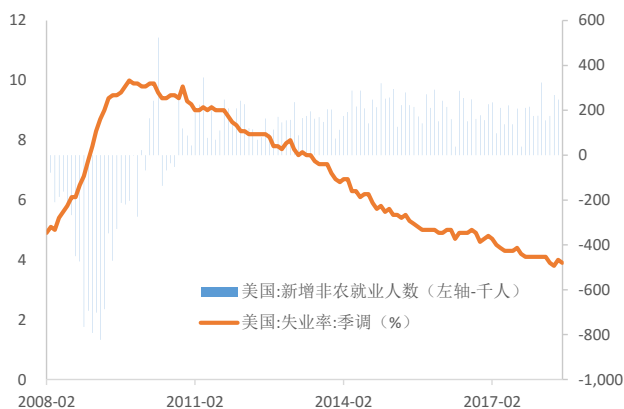
四、海外政策：美联储维持利率不变，但对美国经济预期增强

时间	机构/信息来源	要点
7 月 30 日	美国国务卿蓬佩奥	蓬佩奥宣布，美国将向新兴亚洲市场的新科技、能源和基础设施投资 1.13 亿美元。这一战略旨在把美国塑造成该地区一个可信赖的伙伴。
7 月 30 日	美国总统特朗普	特朗普称愿与伊朗领导人会面。特朗普 7 月 30 日在白宫与到访的意大利总理孔特共同会见记者。当被问及是否愿意与伊朗总统鲁哈尼会面时，特朗普表示，“如果他们（伊朗方面）想会面，那我们就会面。”他同时表示，不会为两国领导人会面设定任何“前提条件”，会面可以在“任何时候”举行。

8月1日	美联储	美联储维持联邦基金利率目标区间在1.75-2%不变。美联储将经济增速由“稳健”升级至“强劲”；预计将进一步渐进加息；重申货币政策立场仍然是宽松的。
8月2日	英国央行	英国央行以9-0投票结果加息25个基点至0.75%；以9-0维持资产购买规模在4350亿英镑不变。英国央行决策者同意未来将需要更多加息。 英国央行行长卡尼：英国经济正从一季度疲软中复苏；加息将是有限的、渐进的，中性利率将逐渐上升；如果脱欧因素拉低通胀，英国央行将做出行动；目前为止，贸易冲突对英国未造成实质性影响。

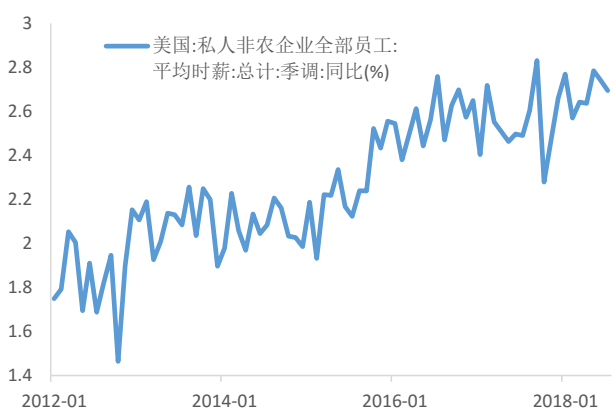
五、海外经济：美国经济维持强势，美联储9月加息概率大

图4：美国7月失业率维持低位



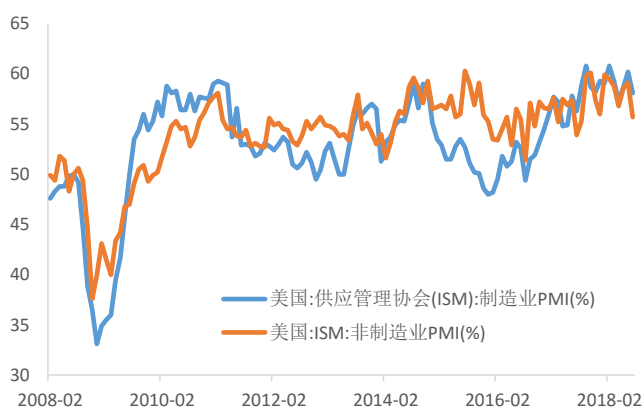
数据来源：wind

图5：美国7月薪资增长依然温和



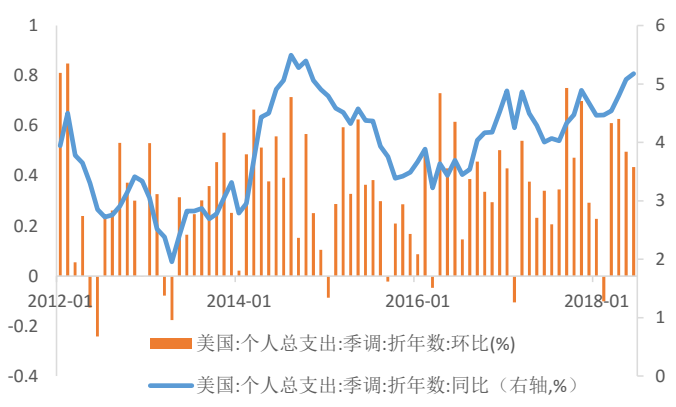
数据来源：wind

图6：美国ISM制造业指数小幅回落，制造业活动放缓



数据来源：wind

图7：美国6月消费者支出稳步增长



数据来源：wind

六、本周重大财经事件

日期	国家/地区	指标名称
2018-08-06	中国	第二季度经常账户差额:当季值:初步数(亿美元)
2018-08-07	中国	7 月外汇储备(亿美元)
2018-08-08	美国	8 月 03 日 API 库存周报:原油(千桶)
2018-08-08	中国	7 月贸易差额(亿美元)
2018-08-08	美国	8 月 03 日 EIA 库存周报:商业原油(千桶)
2018-08-08	美国	8 月里奇蒙德联储主席巴尔金发表讲话
2018-08-09	中国	7 月 CPI:同比(%)
2018-08-09	中国	7 月 PPI:同比(%)
2018-08-09	美国	7 月 PPI:最终需求:同比:季调(%)
2018-08-09	美国	8 月 04 日当周初次申请失业金人数:季调(人)
2018-08-09	美国	6 月商业批发库存:季节调整
2018-08-09	美国	8 月芝加哥联储主席埃文斯将接受记者采访
2018-08-10	中国	7 月 M2:同比(%)
2018-08-10	中国	7 月社会融资规模:当月值(亿元)
2018-08-10	中国	7 月新增人民币贷款(亿元)
2018-08-10	美国	7 月 CPI:同比(%)
2018-08-10	美国	7 月核心 CPI:同比(%)
2018-08-11	美国	7 月联邦政府财政赤字(盈余为负)

数据来源: wind, 德邦证券研究所

七、风险提示

全球贸易战爆发。主要央行更快收紧货币政策。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

法律声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。