

宏观点评

本轮人民币升值怎么看？兼谈人民币汇率分析框架

事件：国庆期间人民币兑美元汇率大幅升值，在岸人民币兑美元汇率一度逼近6.7；人民银行10月10日决定，自2020年10月12日起远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。

核心观点：基于5因素分析框架，短期人民币可能趋于震荡、仍有升值空间，中长期大概率稳中趋升。

一、短期看，人民币兑美元汇率，主要跟踪5大因素：中美关系；中美经济基本面；影响美元涨跌的因素，包括美欧的经济基本面和货币政策走向对比，全球避险情绪变化等；中美利差等影响资本流动的因素；我国汇率相关的政策。

1、近两年来，中美关系是人民币汇率的重要变量；中美关系可能修复是国庆期间人民币离岸汇率和在岸汇率跳升的诱发因素。回看2018年3月中美冲突以来的人民币走势图，中美关系和人民币兑美元汇率高度相关：中美冲突加剧，人民币趋贬；中美冲突缓和，人民币趋升。反映到国庆期间，9月30日首场总统辩论后，拜登表现超预期，最新民调显示，拜登领先特朗普的优势进一步扩大。市场普遍认为如果拜登当选，短期利好中美关系修复。

2、中美经济基本面是人民币汇率的最本质因素。疫情以来中国经济明显好于美国，因此人民币兑美元汇率理应趋升。具体到国庆期间，美国财政刺激可能搁浅，叠加9月美国非农不及预期，市场对美国经济更不乐观。而9月底公布的中国PMI和三季度央行调查报告，均显示中国经济修复有望提速。

3、人民币涨跌是相对美元而言，美元涨跌的因素对人民币走势也很关键，主要有二：美欧的经济基本面和货币政策走向对比，以及全球避险情绪变化。

一方面，美元指数是一篮子货币，欧元、日元、英镑分别占比57.6%、13.6%、11.9%，合计达83.1%，因此，美国和欧元区、日本、英国的经济基本面相对好坏和货币政策相对松紧是美元走势的关键，尤其是欧元区。疫情以来，美国控制差，经济受冲击大，美联储启动了史上最快和规模最大的“放水”，美元也因此最弱。数据显示，5月29日人民币兑美元汇率7.1316，创年内最低，随后截至10月9日的4个多月，人民币兑美元升4.9%，美元指数跌5.3%，欧元升6.6%。

另一方面，美元既是全球资产定价的锚，也是重要的避险资产。3月和4月海外疫情全面发酵，尤其是美国，全球避免情绪浓厚，因此3月和4月美元流动性异常紧张，推升美元指数走强，期间多次在100上方、为近两年高点。5月中下旬以来，随着各国疫情的常态化控制叠加近期疫苗进展顺利，疫情引发的避险情绪减弱，以泰德利差等指标为表征的美元流动性也不再紧张。

4、汇率也是一种资产，可跟踪资本流动的影响因素；资本流动的核心是看投资回报率之差，具体到人民币汇率，可用中美利差来衡量。当前中美10Y国债利差处在历史最高水平，同时由于中国经济率先反弹、美国经济复苏前景不明朗，中美利差有望保持高位，有利于吸引资本流入，从而推动人民币升值。

5、汇率政策也是人民币走势的关键因素，包括汇率制度改革、逆周期调控因子、资本管制与开放、央行表态等等；近期下调外汇风险准备金率，旨在避免人民币过快升值。人民银行决定自2020年10月12日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从20%下调为0。历史看，外汇风险准备金率经历了四次调整，其中：2015年9月、2018年8月两次上调至20%，均为人民币贬值趋势明显；2017年9月、2020年10月两次下调至0，均为人民币升值趋势明显。

二、综上分析，短期内，人民币兑美元汇率可能趋于震荡、仍有升值空间，建议密切跟踪美国大选和中美关系进展；中长期看，人民币汇率取决于中美两国的综合竞争力，包括中美博弈、中美经济实力、中美资产吸引力等等。倾向于认为，中国竞争力会逐步追赶美国，利好人民币稳中趋升。

风险提示：全球疫情超预期演化；中美冲突超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

1、《国庆宏观 8 大看点—不确定性明显加大》

2020-10-08

2、《首场总统辩论全梳理，拜登表现超预期——美国大选跟踪第6期》2020-10-01

3、《复苏提速，库存回升—9月PMI的5大信号》

2020-09-30

4、《“成功向内求”——宏观经济2020中期展望》

2020-07-13

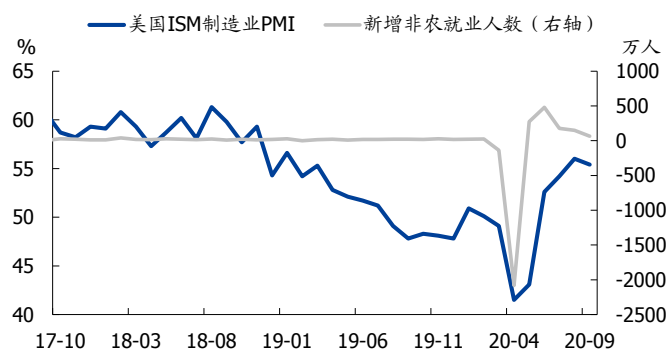


图表1: 中美关系已成为人民币汇率的重要影响因素



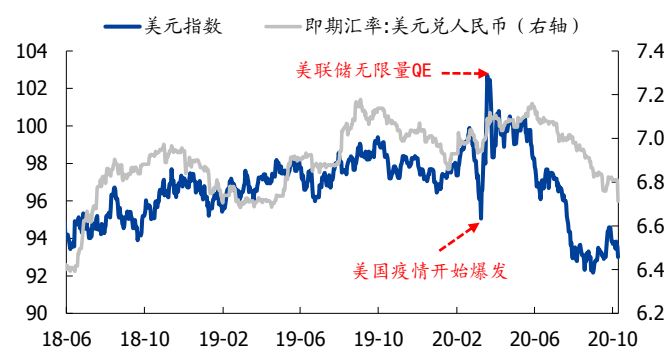
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 美国9月制造业PMI和新增非农就业不及预期



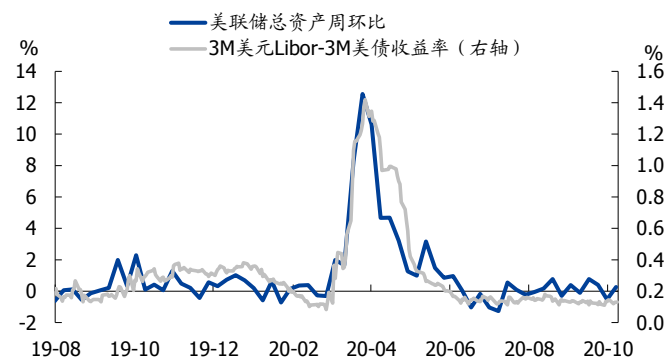
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 美元贬值仍是近期人民币升值的重要动力



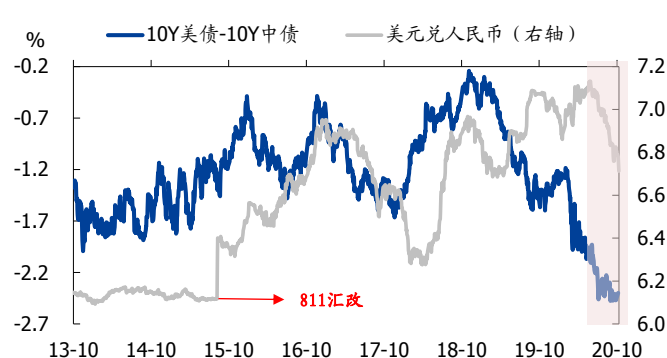
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表4: 美元流动性已恢复充裕水平



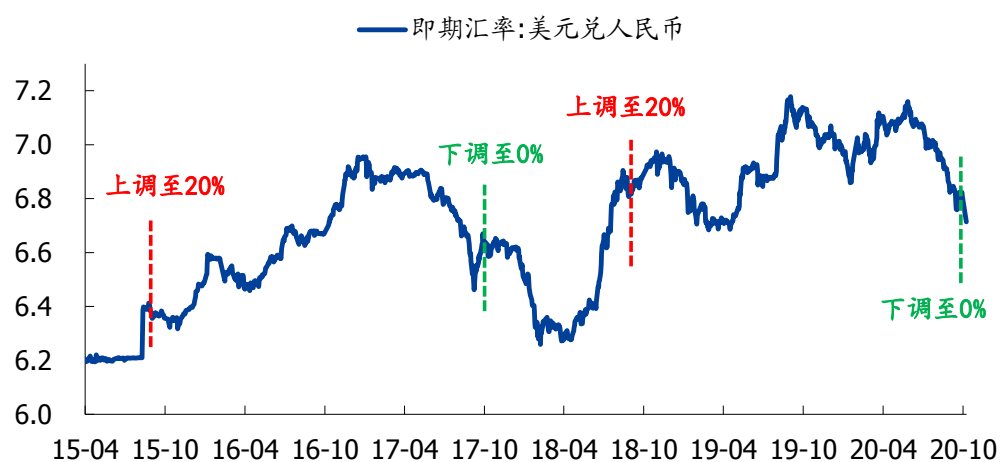
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表5: 中美利差处在历史高位有利于吸引资本流入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 央行历次调整外汇风险准备金时人民币汇率表现



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

全球疫情超预期演化; 中美冲突超预期演化。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

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_2161

