

宏观点评

美元反弹，人民币为何坚挺？能否持续？

事件：近期美元指数持续反弹，全球主要货币兑美元均有所贬值，但人民币兑美元却表现坚挺，引发市场对人民币汇率走势的分歧加大。

核心结论：年底前人民币贬值压力有限，但明年贬值压力将有所加大。

1、近期美元反弹引发主要货币兑美元贬值明显，但人民币汇率保持坚挺。

7月29日至8月20日，美元指数从91.91持续反弹至93.46，累计涨幅为1.7%。受此影响，全球主要货币兑美元汇率均有所贬值，且大多数货币的贬值幅度超过美元指数的上涨幅度。但在此期间内，人民币兑美元仅贬值了0.6%，在全球主要货币中仅略弱于日元（贬值0.3%），表现可谓十分坚挺。

2、近期美元指数的反弹主要受Taper预期影响，缺少基本面因素支撑。

7月底以来，由于非农数据表现良好以及7月FOMC会议偏鹰，市场对美联储提前Taper的预期有所升温，这是美元指数反弹的主要原因。反观基本面因素，疫情方面，美国新增确诊人数至今仍不断创新高，而欧洲则从7月底开始拐头向下，美国疫情表现明显差于欧洲。经济方面，美国与欧元区制造业PMI之差在7月进一步下滑至-3.3%，创2008年以来同期最低；美国与欧洲经济意外指数之差自7月底以来仅有很小幅度的上升，且仍处在负区间。因此，疫情与经济表现均不支持美元反弹。

3、近期全球疫情大幅恶化，对人民币汇率形成了有力支撑。

全球疫情恶化，对生产的影响远大于对需求的影响。去年以来的出口表现已经证明，由于中国高效的防疫措施和强大的供应链能力，全球疫情越严重，对中国出口越有利，进而人民币升值动力越强。从数据上看，全球新增确诊数的拐点稳定领先人民币汇率拐点1个月左右，而本轮全球疫情从6月底开始大幅反弹，意味着若美元指数在7月底之后没有回升，则人民币原本应该表现为升值。

4、后续人民币汇率展望：年底前大概率震荡，但明年贬值压力将加大。

中短期维度，人民币汇率走势主要取决于三个因素：美元指数、全球疫情、中美关系。其中，美元指数决定了人民币汇率的方向，全球疫情和中美关系则决定了变化幅度。往后看，我们对三个因素的判断分别如下：

>美元指数：从历史上看，美元进入上涨周期的一个前提条件是OECD综合领先指标触顶回落，目前该指标仍在上行，但已接近顶部，预示着中期视角美元指数趋于走强，但正式拐点的出现还需一段时间来确认。关于美联储货币政策，Taper方面，在前期报告《Taper要提前了？——7月FOMC纪要与纽约联储调查的信号》中我们曾指出，支持加快Taper的官员大多不是今年的FOMC票委，包括鲍威尔在内的大部分票委目前立场仍偏鸽。我们维持之前的判断：美联储大概率在年底宣布Taper，从明年年初开始实施，这也与7月纽约联储调查显示的市场一致预期相符。即便后续美国疫情和就业显著改善，也最多提前到12月实施。8月27日的杰克逊霍尔会议，以及9月3日公布的8月非农数据，将成为判断Taper时点的重要依据。加息方面，目前联邦基金利率期货隐含的2022年加息次数已经达到0.86次，考虑到美联储希望结束购债后再加息，明年加息2次及以上的概率极低。因此，不论Taper还是加息，都无法持续大幅超出市场预期，从而难以支撑美元持续走强。综合来看，我们认为年底前美元指数大概率震荡、难大幅走高，但2022年可能进入上涨通道。

>全球疫情：从目前已有的信息看，疫苗可以降低Delta病毒的重症率和死亡率，但无法有效避免感染。同时考虑到美欧国家已完全重新开放、新兴国家疫苗接种率普遍偏低、天气即将转冷等因素，预计全球疫情恶化仍将持续一段时间。

>中美关系：年底之前，拜登政府的工作重心将集中在推行财政计划、提高债务上限、防控疫情等方面，预计在中美关系上不会有大动作。但从明年开始，出于中期选举的考量，拜登可能出台更多对华强硬的手段来拉拢选民。

综上分析，我们判断年底之前人民币汇率大概率维持震荡、贬值压力有限；但2022年的贬值压力将有所加大。

风险提示：美联储货币政策超预期收紧，中美摩擦超预期升级。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

分析师 刘新宇

执业证书编号：S0680521030002

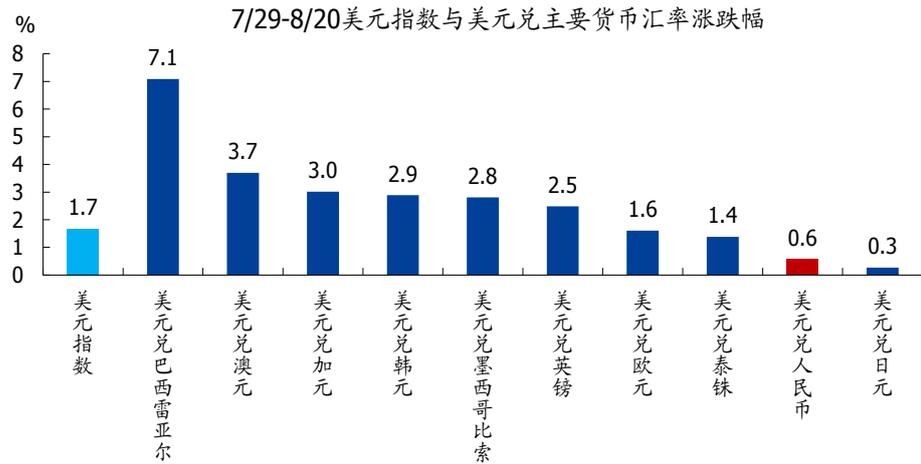
邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《Taper要提前了？——7月FOMC纪要与纽约联储调查的信号》2021-8-20
- 2、《7月非农进一步明确了Taper节奏》2021-8-7
- 3、《年初以来美债收益率走势复盘与展望》2021-8-3
- 4、《Taper的一小步——美联储7月议息会议点评》2021-7-29
- 5、《如何预判美联储缩减QE时点？》2021-4-23

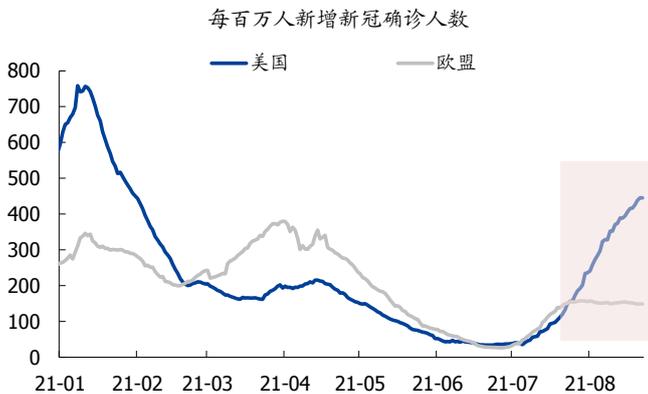


图表 1: 7月底至今人民币兑美元贬值幅度远低于美元指数上涨幅度



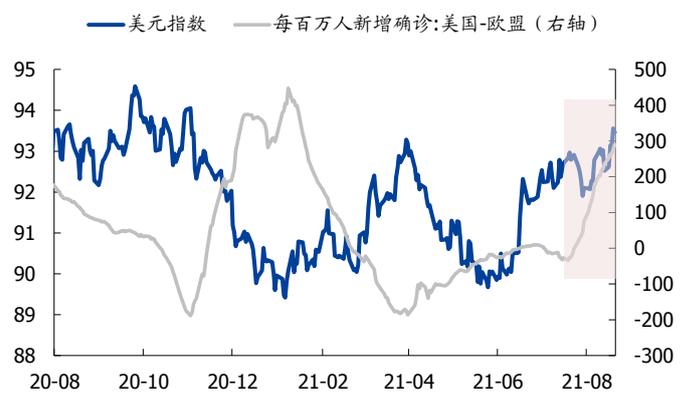
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 2: 近期美国疫情表现明显差于欧洲



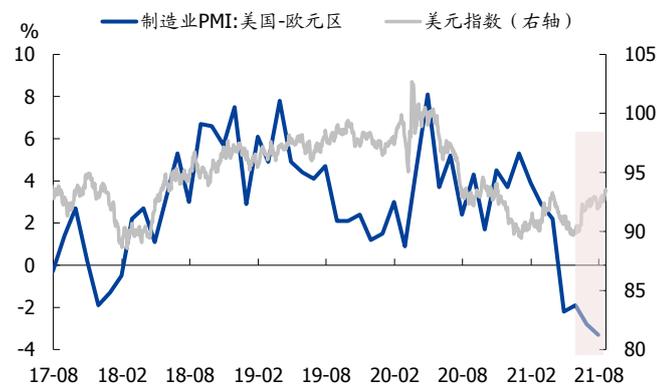
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 3: 美欧疫情相对表现并不支持美元指数反弹



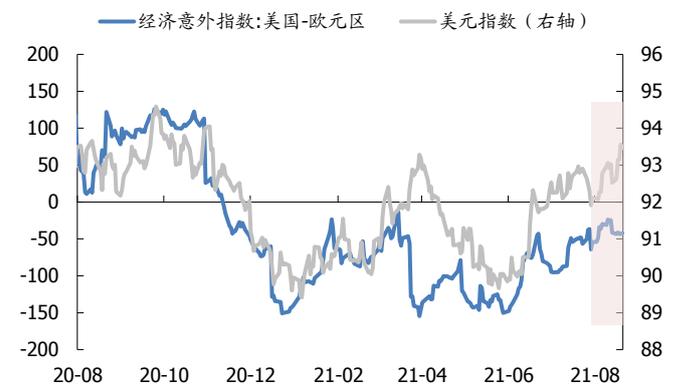
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 近期美国与欧元区制造业 PMI 之差进一步下滑



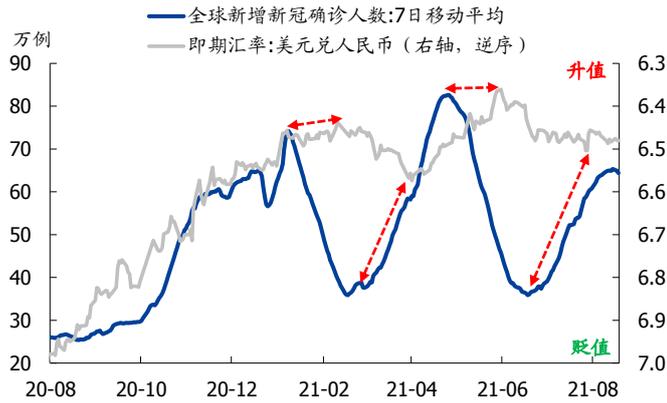
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 近期美国与欧元区经济意外指数之差回升并不明显



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 全球新增确诊的拐点稳定领先人民币汇率拐点1个月左右



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表7: 美元进入上涨周期的前提是OECD综合领先指标触顶回落



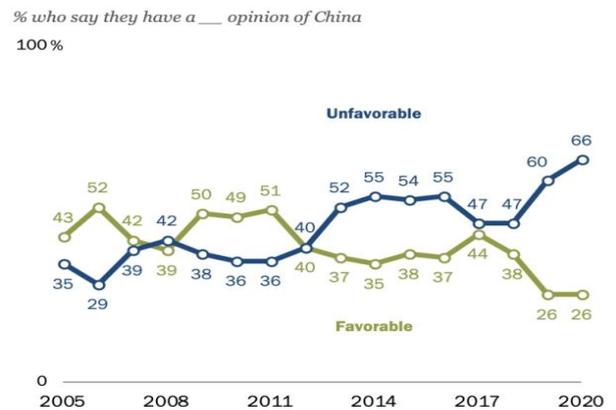
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表8: 美联储加息预期进一步升温的空间有限



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 疫情之后美国民众对中国的负面看法进一步加深



资料来源: PEW, 国盛证券研究所

风险提示

美联储货币政策超预期收紧，中美摩擦超预期升级。

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中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 |

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_25790

