

宏观思辨系列（第9期）

短期人民币还会继续升值吗？



■ 核心摘要

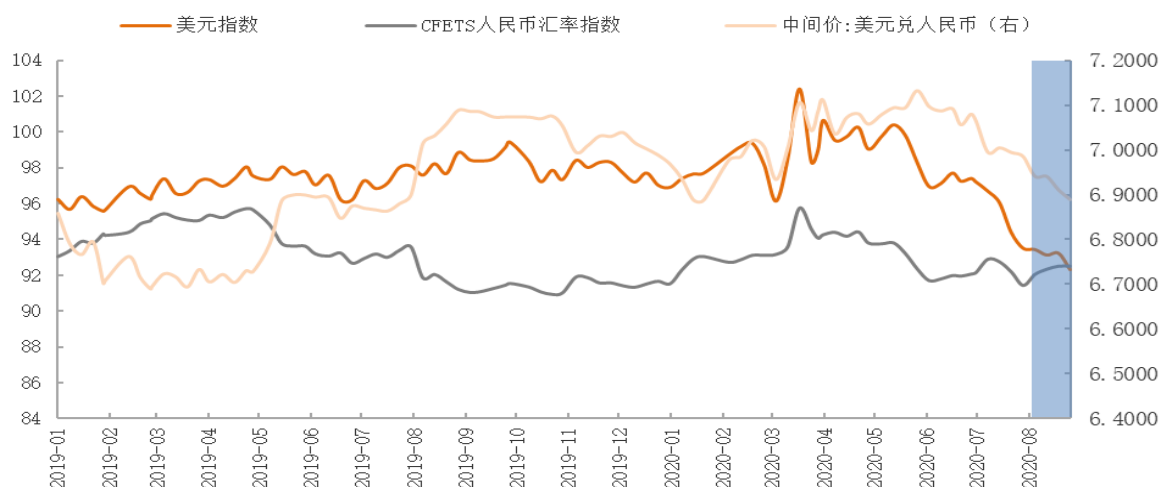
- 1) 自6月份以来人民币兑美元汇率呈现持续的升值态势，升值幅度为4.3%，其中自8月下旬以来升值呈现加速态势，美元指数的走弱是人民币兑美元汇率升值的直接因素。
- 2) 对比不同阶段美元指数贬值幅度和人民币兑美元汇率的升值幅度可以发现，8月份和7月份人民币兑美元汇率的变化幅度与美元指数变化呈现一定背离主要因素在于，8月25日中美关于第一阶段贸易协议的评定取得积极进展，缓解了人民币的悲观预期。这也可以解释为何人民币兑美元汇率在8月25日以来呈现加速升值，以及CFETS汇率指数在7月呈现贬值态势，而8月转为升值。
- 3) 接下来人民币汇率升值仍将受到基本面和政策面的支撑，这表现在出口增速的超预期、中美短端和长端利差的高位以及当前政策通过汇率升值助力完成中美贸易协议的权重可能要高于通过汇率贬值刺激出口的权重。
- 4) 不过，由于中美关系的不确定性，人民币汇率在美国大选落地之前仍很难走出强劲的升值，短期内人民币汇率仍将受到中美关系变化的影响，接下来我们需要关注中美之间的冲突是否会有超预期的事件出现。此外，由于美元指数前期的快速下行以及欧洲疫情数据反弹导致欧洲经济活动有所放缓，美元指数短期或将进入震荡，不排除进一步反弹的可能，这也会在一定程度上制约人民币汇率的升值。
- 5) 在美国大选之前，一旦悲观的预期没有兑现，或者在大选结束后，中美关系可能出现阶段性的缓和，人民币将迎来或将一波强劲的升值。届时可以关注A股中盈利受益于人民币升值的板块，如航空业，以及在香港上市的内地公司等。

自6月份以来人民币兑美元汇率呈现持续的升值态势。人民币兑美元汇率由5月底的7.15震荡升值到目前的6.84，升值幅度为4.3%，其中自8月下旬以来升值呈现加速态势，连续突破6.9和6.85的关卡。**美元指数的走弱是人民币兑美元汇率升值的直接因素**，从3月下旬美元指数见顶以来统计，美元指数这一轮跌幅将近10%。观察同期的美元指数变化可以发现，美元指数自5月下旬的接近100贬值到目前的92.8，贬值幅度为7.8%。

对比不同阶段美元指数贬值幅度和人民币兑美元汇率的升值幅度可以发现，7月份美元指数大幅贬值幅度为4%，人民币兑美元即期汇率只小幅升值0.95%，人民币整体的升值幅度远远低于美元指数的贬值幅度；8月份美元指数小幅贬值1.28%，人民币兑美元即期汇率升值1.64%，人民币整体的升值幅度略高于美元指数的贬值幅度。导致8月份和7月份人民币兑美元汇率的变化幅度与美元指数变化呈现一定背离主要因素在于8月25日中美关于第一阶段贸易协议的评定取得积极进展，缓解了人民币的悲观预期。事实上，这也可以解释为何人民币兑美元汇率在8月25日以来呈现加速升值态势。如果进一步观察CFETS人民币汇率指数变化也可以发现，CFETS汇率指数在7月呈现贬值态势，8月转为升值，这也说明在美元指数7月份大幅贬值的背景下，其它货币出现被动升值，人民币汇率由于中美关系的悲观预期升值幅度较为有限。

那么在持续升值后，短期人民币汇率还会怎么走？

图表1 美元指数与人民币汇率走势



资料来源：WIND，平安证券研究所

从基本面和政策面来看，都较为支持人民币升值。首先看一下基本面，贸易方面，今年二季度以来中国的出口一直超预期增长，中国出口占世界出口的份额再次回到高位；金融渠道，中美短端利差和长端利差都保持在历史高位，3M 短端利差目前为 2.56 个百分点，10Y 长端利差目前为 2.4 个百分点，有利于提升人民币计价资产的吸引力，通过资本流入对人民币升值形成支撑。从政策面来看，当前通过汇率升值助力完成中美贸易协议的权重可能要高于通过汇率贬值刺激出口的权重。一方面，由于疫情错位和中国强大的产业链供应能力，导致今年二季度以来中国的出口增速一直超预期，净出口对 GDP 的拉动也基本恢复到正常水平，继续通过贬值刺激出口的必要性下降；另一方面，上半年中国仅完成中美第一阶段协议目标购买金额的 25% 左右，通过一定幅度的升值有助于提升人民币的购买力。而且，在美元大幅走弱的背景下，人民币汇率再出现贬值容易落下汇率操纵的口实。

不过，由于中美关系的不确定性，人民币汇率在美国大选落地之前仍很难走出强劲的升值，短期内人民币汇率仍将受到中美关系变化的影响。在美国大选之前，打压中国仍然是特朗普拉票的基本手段，中美关系的紧张难以改变，甚至不排除进一步升级的可能。当前市场对中美经贸摩擦的长期化和复杂化形成共识，接下来我们需要关注中美之间的冲突是否有超预期的事件出现，比如美国是否会通过 SWIFT 对某个中资金融机构进行制裁（目前市场普遍认为将整个中国包括香港的金融机构完全踢出 SWIFT 的概率较小，更可能是对某个小型机构进行制裁）、以及可能的地缘政治冲突。此外，由于美元指数前期的快速下行以及欧洲疫情数据反弹导致欧洲经济活动有所放缓，美元指数短期或将进入震荡，不排除进一步反弹的可能，这也会在一定程度上制约人民币汇率的升值。

当前的人民币汇率走势部分包含了对中美关系的悲观预期，在美国大选之前，一旦悲观的预期没有兑现，或者在大选结束后，中美关系可能出现阶段性的缓和，人民币将迎来或将一波强劲的升值。届时可以关注 A 股中盈利受益于人民币升值的板块，如航空业，以及在香港上市的内地公司等。

报告作者:

证券分析师: 魏伟 投资咨询资格编号: S1060513060001 电话 (021-38634015) 邮箱 (WEIWEI170@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 陈骁 投资咨询资格编号: S1060516070001 电话 (010-56800138) 邮箱 (CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN)

证券分析师: 郭子睿 投资咨询资格编号: S1060520070003 电话 (010-56800141) 邮箱 (GUOZIRUI807@PINGAN.COM.CN)

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)

推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)

中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间)

回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)

中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间)

弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师 (一人或多人) 就本研究报告确认: 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品, 为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考, 双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户, 并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的, 本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能, 也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在为发给平安证券股份有限公司 (以下简称“平安证券”) 的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准, 不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠, 但平安证券不能担保其准确性或完整性, 报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价, 报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断, 可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问, 此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行人的投资银行业务或投资其发行的证券。

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_2760

