



中航证券金融研究所

所长: 董忠云 (S0640515120001)

分析师: 成果, CFA (S0640520070001)

电话: 010-59562558

邮箱: chengg@avicsec.com

## 多个维度指向中期人民币大概率升值

宏观深度报告

2020年9月4日

### 摘要

- 常用的汇率研究框架分为三个大的类别: 均衡汇率理论、购买力平价理论和利率平价理论。目前来看, 无论是从哪个框架分析, 人民币的升值趋势都较为明显。
- 一国货币价值的升贬取决于该国经济的强弱。这一逻辑背后体现的是: 稳健的经济为货币标值的资产提供背书; 强大的经济通常意味着充沛的官方储备资产; 持续增长的经济代表充分就业与通胀的平衡。
- 历史上人民币汇率的走势与外汇储备高度相关。2020年中国经济一枝独秀, 出口大幅反弹, 外汇储备上升有望推动人民币升值。
- 虽然均衡汇率理论的前提假设是资本持续、自愿和不受限制的流动, 而我国资本和金融项目没有完全自由化, 但这并不妨碍均衡汇率理论在我国人民币汇率上较为显著的体现。也不能因为资本项目没放开就否定经济基本面与汇率之间极强的逻辑联系。
- 美国7月M2增速达到23.3%, 直逼1943年货币发行顶峰的26.35%。无法排除美国此轮货币超发导致通胀超预期上升的可能性。美元存在进一步走弱的基础。
- 目前中美利差与人民币汇率的剪刀差已经走廓, 预示着人民币存在升值压力。
- 人民币升值符合高层的战略规划: 经济增长“双循环”下“刺激国内需求”有助于人民币走强; 人民币“国际化”需要强势的货币; 放松外汇市场干预为货币走强提供基础。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

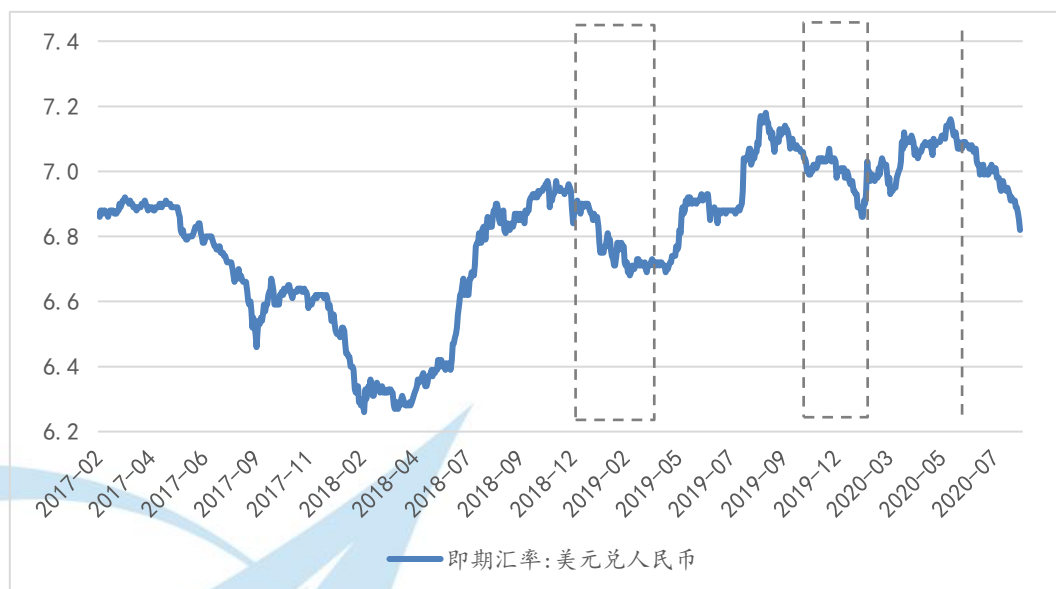
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司  
公司网址: www.avicsec.com  
联系电话: 010-59562524  
传真: 010-59562637

## 一、近期人民币升值较大

人民币自5月27日的低点以来开始持续升值，截止到2020年9月2日，人民币兑美元已大幅升值约5%，与2019年11月至2020年1月、2018年12月至2019年2月的升值幅度相当。

图 1：近期人民币升值



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

## 二、传统研究框架：经济基本面、中美利差和美国货币超发三个因素都指向人民币升值

常用的汇率研究框架分为三个大的类别：均衡汇率理论、购买力平价理论和利率平价理论。简而言之，均衡汇率理论从经济基本面出发，经济基本面更优的经济体汇率能够升值。购买力平价理论侧重研究通胀对汇率的负面影响。而利率平价理论从交易层面出发，探讨两国利差与汇率的关系。

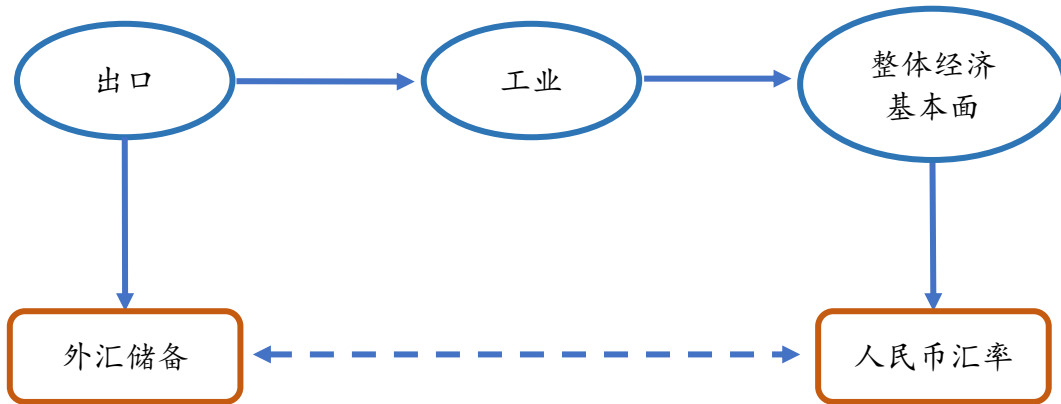
目前来看，无论是从均衡汇率理论、购买力平价理论还是利率平价理论来看，人民币的升值趋势较为明确。

### 1、经济基本面——均衡汇率理论

一国货币价值的升贬取决于该国经济的强弱。这一逻辑背后体现的是：稳健的经济为货币标值的资产提供背书；强大的经济通常意味着充沛的官方储备资产；持续增长的经济代表充分就业与通胀的平衡。

历史上人民币汇率的走势与外汇储备高度相关。从支出法计算 GDP，2019 年我国净出口占 GDP 比例已经降至 2.98%。似乎出口已经对我国经济影响不大，但其实并非如此。之前中国经济增长很大程度上来自于房地产的驱动，但是如果如果没有工业快速发展所带来的居民收入和财富的提高，房地产的繁荣也不可能存在。工业是我国经济的基石，而根据我们的测算 2019 年出口工业产值占 GDP 工业产值的 50.1%。考虑到工业产值非出口部分相当一部分比例是初级产品再加工，可以认定出口对我国工业的影响力远大于 50.1%。作为全球制造业当中最重要的一环，世界离不开中国制造，而中国经济也依靠全球对中国制造业的需求。

图 2：外汇储备影响人民币汇率的基本逻辑



资料来源：中航证券金融研究所

我国外汇储备的增减较为准确的刻画了我国制造业与全球供应链的关系，也是衡量我国经济基本面的一个重要指标。因此外汇储备增加时人民币通常升值，外汇储备减少时人民币通常贬值。

值得注意的是，虽然均衡汇率理论的前提假设是资本持续、自愿和不受限制的流动，而我国资本和金融项目没有完全自由化，但不能因此就否定经济基本面与汇率之间极强的逻辑联系，实际上均衡汇率理论一直可以较好地应用于对我国人民币汇率走势的分析上。

图 3：外汇储备与人民币有效汇率指数

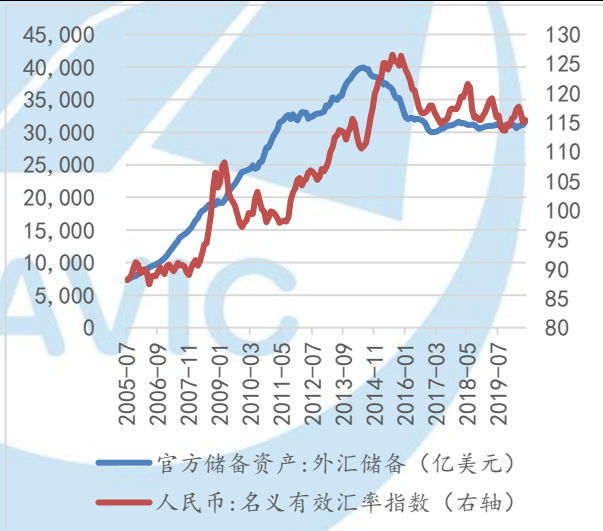
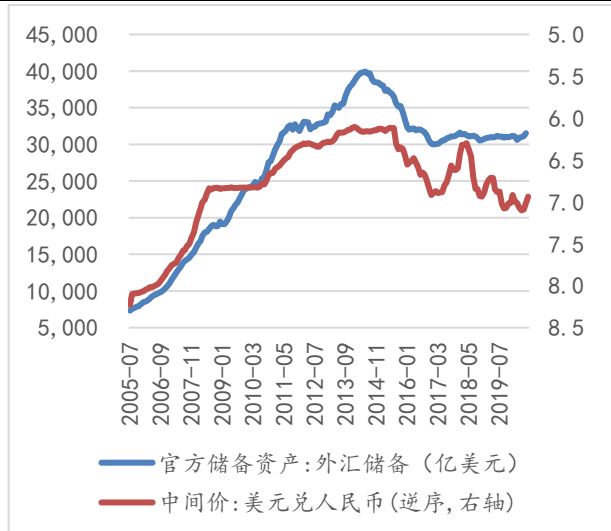


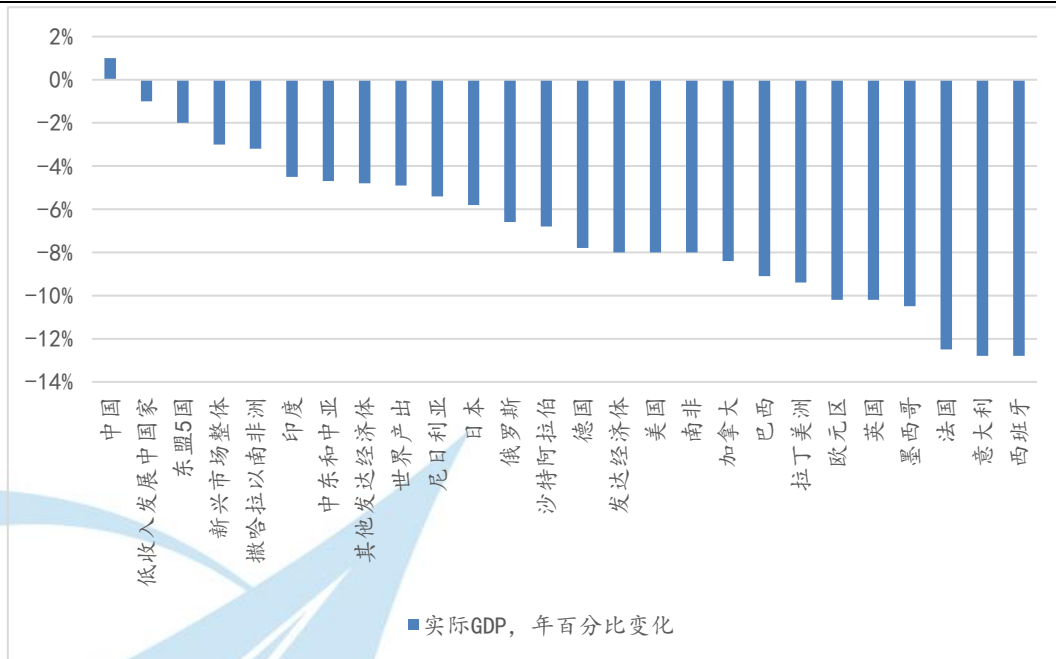
图 4：外汇储备与人民币美元汇率



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

我国在新冠疫情的防控上取得举世瞩目的成就,与之相对应的是2020年在全球独占鳌头的经济增速。根据国际货币基金组织在6月份发布的2020年全球经济前瞻,中国是全球主要经济体当中唯一有可能取得年度正增长的国家。

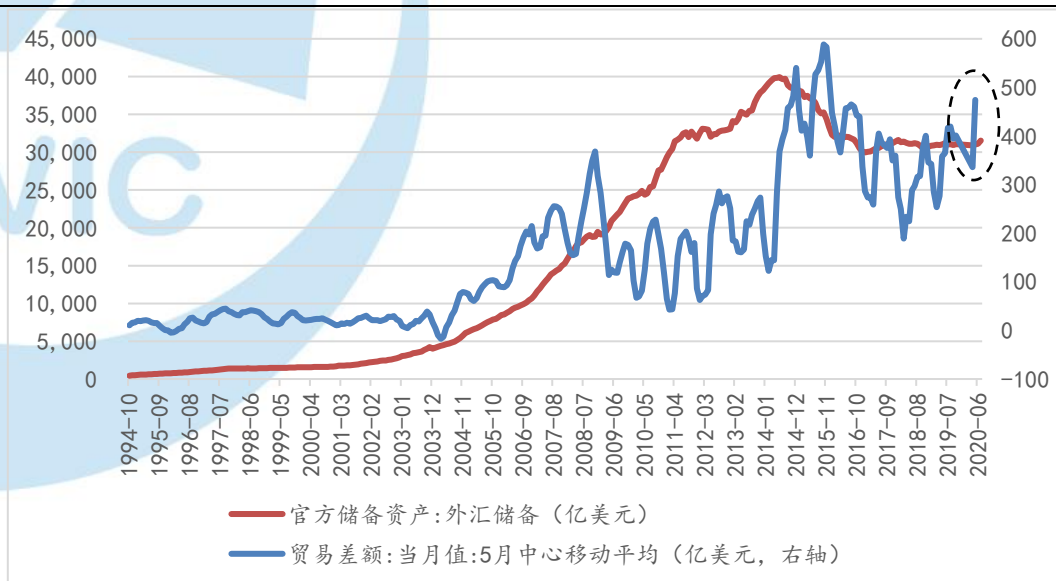
图5: IMF对2020年世界主要经济体GDP增速预测



资料来源: IMF, 中航证券金融研究所

相对强劲的经济基本面提供了人民币升值的基础。我国制造业已经领先全球摆脱疫情的影响,由净出口增加导致的外汇储备上升也将对人民币升值提供支撑。

图6: 贸易顺差与外汇储备高度相关



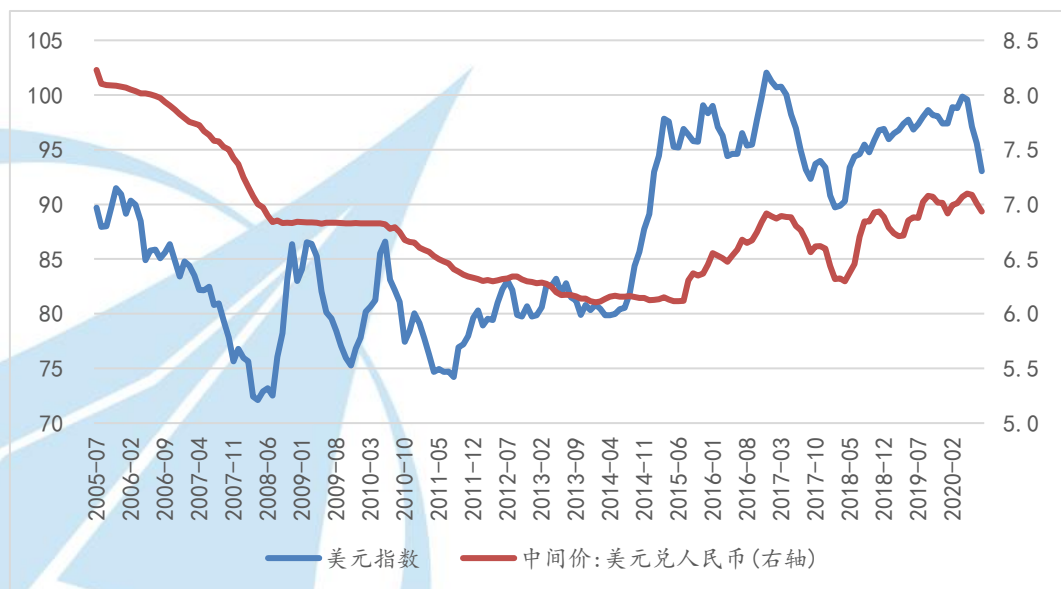
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

## 2, 美国货币超发——购买力平价理论

人民币的强弱与美元直接相关。为了维持经济运行，美国再次背上了巨额新债务（2020年美国财政赤字率可能超过15%）。美国在新冠病毒大流行上的应对不利叠加美国二战以来最大规模的货币发行，是推动人民币与其它主要非美货币同步走强的重要原因，美元指数从2020年3月的102.82下跌到9月2日的92.45。

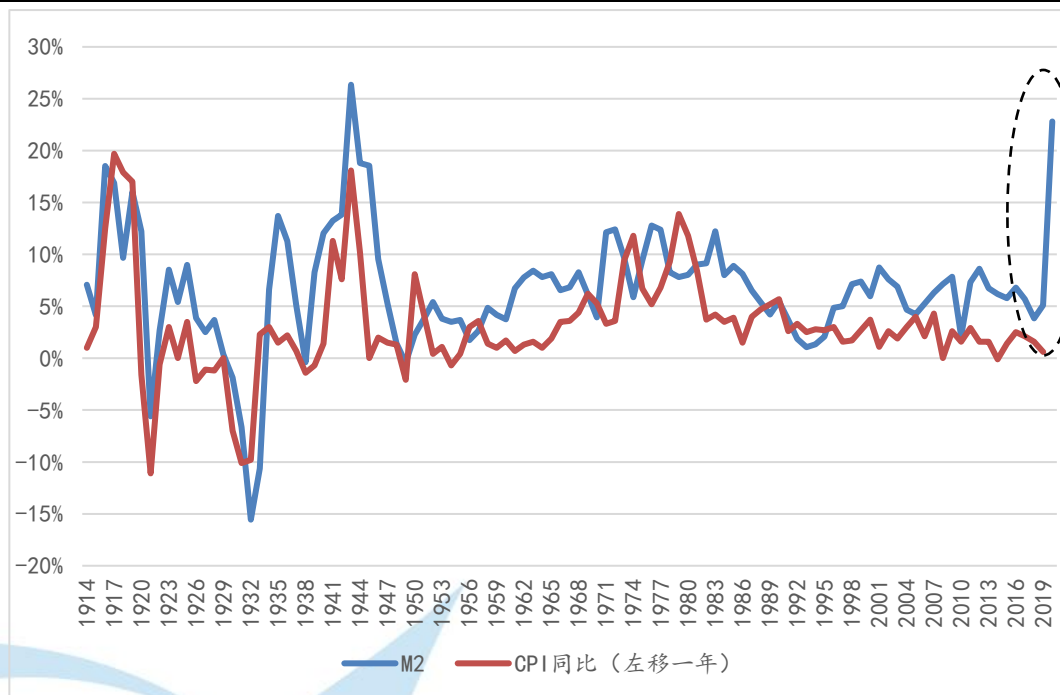
美国7月M2增速达到23.3%，直逼1943年货币发行顶峰的26.35%。过去如此大规模的货币发行曾经催生恶性通货膨胀。虽然70年代以来美国货币发行与通胀的相关性在降低，但无法排除美国本轮货币超发导致通胀超预期上升的可能性。根据购买力平价理论，高通胀国家的货币应该对低通胀国家货币贬值，这意味着美元存在进一步走弱的基础。

图 7: 美元指数



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

图 8: 美国货币发行创二战以来新高, 可能推升通胀水平



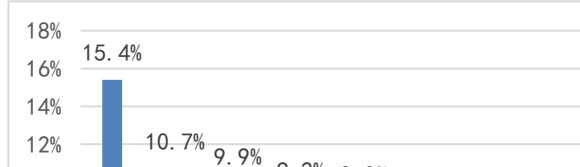
资料来源: NBER, Wind, 中航证券金融研究所

2020 年各国都推出了大规模的货币宽松政策。但我国一改持续高于发达国家和地区的货币宽松传统, 货币政策保持了相当的节制。此外, 根据 2020 年 5 月 24 日国家发改委秘书长丛亮在国务院新闻办公室举行新闻发布会上公布的数据, 中国 2020 年拟安排赤字率为 3.6%, 显著低于发改委测算的其它国家赤字率。虽然 3.6% 为狭义赤字率, 但我国在疫情冲击下保持相当的政策定力是非常明显的。

图 9: 2020 年各国 M2



图 10: 疫情冲击下 2020 年各国财政赤字预算



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\\_2768](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2768)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn