

人民币汇率怎么看

——宏观经济周度观察

投资周报

近期人民币升值幅度较大,即期人民币兑美元汇率从5月28日的7.1600升至9月4日的6.8393(本文人民币汇率均为直接标价法),其原因是什么?人民币汇率后续走势如何?

即期人民币汇率的变化可以表示为:即期收盘价-上期收盘价=(即期交易日收盘价-即期交易日中间价)+(即期交易日中间价-上期交易日收盘价)。我们用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响。美元指数会影响人民币兑美元中间价进而影响人民币兑美元的即期汇率。根据人民币兑美元中间价形成机制,为了“保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化”,当美元指数上升时,欧元、英镑、日元等货币对美元贬值,需要使人民币兑美元中间价调贬值。我们用“即期交易日中间价-上期交易日收盘价”来代表美元指数的作用,这不是纯粹的市场力量在影响人民币汇率。

通过对人民币升值因素分解,发现6月以来的人民币升值可以分为两个阶段。第一个阶段是6月、7月。此段时间,人民币兑美元升值是因为美国疫情二次爆发,美元指数贬值导致的人民币兑美元中间价被动上调。同时,6月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价虽为负值,但比较小,市场力量对人民币升值贡献只有约10%。6月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为正值,说明市场力量仍在拉动人民币贬值。虽然5月开始,中国货币政策事实上收紧,中美利差扩大,但中美关系等因素仍使人民币贬值压力存在。

第二阶段是8月初至9月4日。此段时间,人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为负值,说明中美利差扩大、贸易顺差增加、FDI流入等市场力量是人民币升值的主因,贡献率接近100%。8月美国每日新增新冠肺炎病例再次减少,美国相对欧洲的经济优势扩大,美元贬值幅度减弱,不再是人民币兑美元升值的主要原因。

后续人民币汇率走势如何?短期来看,中美经济相对力量变化源于中美疫情错位。中国先爆发疫情且处理方式果断而有效,经济恢复超出市场预期,货币政策已逐渐正常化,最终中国经济相对美国先恶化后改善,人民币兑美元先贬值后升值。8月以来,美国每日新增新冠肺炎病例再次下滑,美国经济逐步改善,中国相对美国的经济优势减弱,中美长端利差也可能缩小。另外,美国疫情好转、经济改善,而欧洲疫情则再次恶化,美国经济相对欧洲重新获得优势,美元指数或将触底反弹。因此,短期来看,人民币升值趋势放缓,甚至贬值压力重现。长期来看,疫情不可避免地会对美国经济产生深远影响,比如大量企业破产、债务风险加大、永久失业人口增加、经济逐渐“僵尸化”,这使美国的自然利率中枢较疫情前下滑,美联储将在相当长一段时间内维持低利率,美国和其他经济体系的利差也回不到疫情前,美元可能进入下行周期。但这并不意味着未来人民币兑美元一定会长期、大幅升值,因为随着疫情的影响减弱,2021年一季度之后,中国经济增速将再次下滑。

● 风险提示:政策落实不及预期;海外疫情长期化

刘娟秀(分析师)

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号: S0280517070002

邢曙光(分析师)

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号: S0280520050003

相关报告

投资周报:企业盈利扩散

2020-8-30

投资周报:股票市场如何影响贫富差距

2020-8-23

投资周报:经济或将加快修复

2020-8-16

投资周报:出口增速超预期,经济修复再添新动力

2020-8-9

投资周报:经济修复动力依然充足

2020-8-2

投资周报:存在股债“跷跷板效应”吗

2020-7-26

投资周报:中国季度GDP超过美国了吗

2020-7-19

投资周报:经济修复再添扰动项

2020-7-12

投资周报:6月经济数据预测:雨季难改经济修复

2020-7-5

目 录

1、 人民币汇率怎么看.....	3
1.1、 近期人民币升值的原因	3
1.2、 后续人民币汇率走势如何	4
2、 海外经济与市场流动性观察.....	5
3、 国内高频数据观察.....	6
3.1、 生产指标缓慢修复	6
3.2、 商品房销量连续上升	7
3.3、 原油价格下降	7
3.4、 货币市场利率下降	8
3.5、 人民币兑美元升值	9

图表目录

图 1: 人民币汇率变动中的市场力量贡献率	4
图 2: 美国相对经济欧洲优势或驱动美元指数短期反弹	5
图 3: 美国 ECRI 领先指标增长年率由负转正	5
图 4: 纽约联储每周经济指数继续回升	5
图 5: TED 利差不变	6
图 6: VIX 大幅上升	6
图 7: 铜金比回升	6
图 8: 美国高收益债利差微升	6
图 9: 汽车半钢胎开工率微涨	7
图 10: 二线城市商品房周销量继续上升	7
图 11: 猪肉价格微降	8
图 12: WTI 原油期货价格下降	8
图 13: 货币市场利率下降	9
图 14: 美元指数回升	10
图 15: 人民币汇率升值	10
表 1: 人民币兑美元升值因素分解	3
表 2: 央行公开市场操作 (2020.8.31-2020.9.4)	9

1、人民币汇率怎么看

近期人民币升值幅度较大，即期人民币兑美元汇率从5月28日的7.1600升至9月4日的6.8393（本文人民币汇率均为直接标价法），其原因是什么？人民币汇率后续走势如何？

1.1、近期人民币升值的原因

即期人民币汇率的变化可以表示为：即期收盘价-上期收盘价=（即期交易日收盘价-即期交易日中间价）+（即期交易日中间价-上期交易日收盘价）。我们用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响。

美元指数的构成不包含人民币兑美元汇率，美元指数的贬值并不一定意味着人民币兑美元在市场上是贬值的。美元指数从6月初的98下降到8月末的92，但美元对新兴市场货币指数一直在130附近波动，这说明美元对欧元等货币贬值的同时，对新兴市场整体货币没有明显的贬值。

但是，美元指数会影响人民币兑美元中间价进而影响人民币兑美元的即期汇率。根据人民币兑美元中间价形成机制，为了“保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化”，当美元指数上升时，欧元、英镑、日元等货币对美元贬值，需要使人民币兑美元中间价调贬值。我们用“即期交易日中间价-上期交易日收盘价”来代表美元指数的作用，这不是纯粹的市场力量在影响人民币汇率。

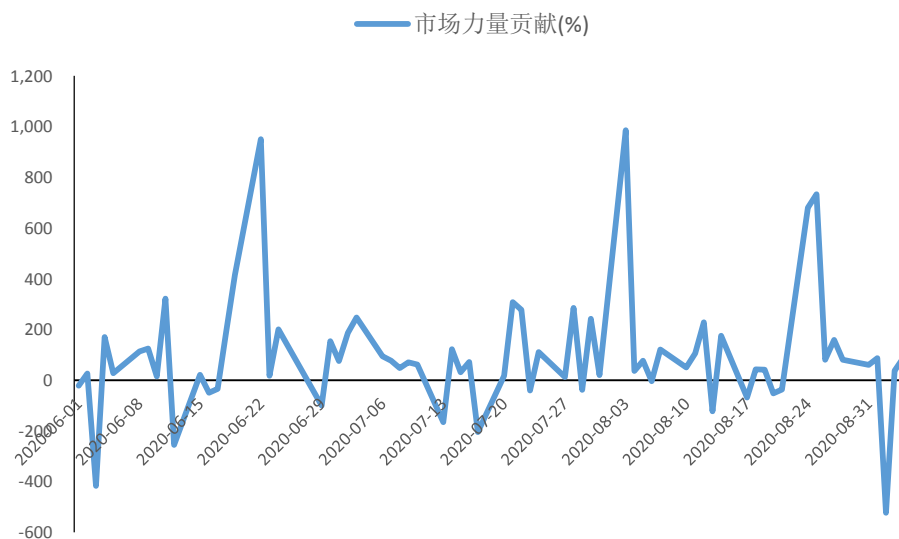
通过对人民币升值因素分解，发现6月以来的人民币升值可以分为两个阶段。第一个阶段是6月、7月。此段时间，人民币兑美元升值是因为美国疫情二次爆发，美元指数贬值导致的人民币兑美元中间价被动上调。同时，6月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价虽为负值，但比较小，市场力量对人民币升值贡献只有约10%。6月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为正值，说明市场力量仍在拉动人民币贬值。虽然5月开始，中国货币政策事实上收紧，中美利差扩大，但中美关系等因素仍使人民币贬值压力存在。

第二阶段是8月初至9月4日。此段时间，人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为负值，说明中美利差扩大、贸易顺差增加、FDI流入等市场力量是人民币升值的主因，贡献率接近100%。8月美国每日新增新冠肺炎病例再次减少，美国相对欧洲的经济优势扩大，美元贬值幅度减弱，不再是人民币兑美元升值的主要原因。

表1：人民币兑美元升值因素分解

时间	人民币兑美元收盘价变动 (BP)	汇率收盘价-中间价(BP)	市场贡献 (%)	美元贡献 (%)
6.1-6.30	-714	-73	10.22	89.78
7.1-7.31	-947	659	-69.59	169.59
8.1-9.4	-1401	-1361	97.14	2.86

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图1： 人民币汇率变动中的市场力量贡献率

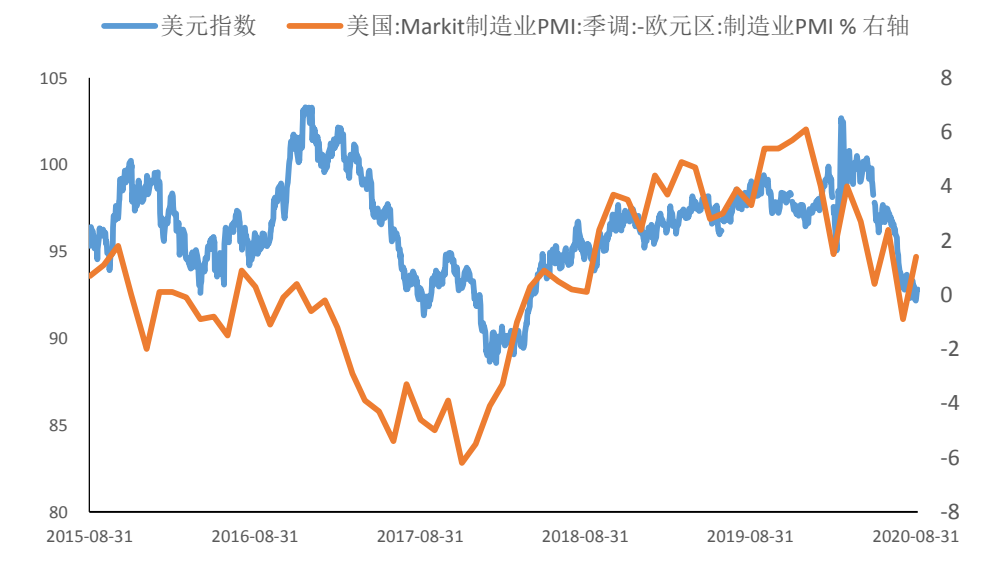
资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.2、 后续人民币汇率走势如何

汇率很难预测，本文仅供参考。未来人民币兑美元走势仍取决于两部分，一是中美经济力量的对比，二是美元指数，这主要取决于美欧经济力量的对比。

短期来看，中美经济相对力量变化源于中美疫情错位。中国先爆发疫情且处理方式果断而有效，经济恢复超出市场预期，货币政策已逐渐正常化，最终中国经济相对美国先恶化后改善，人民币兑美元先贬值后升值。8月以来，美国每日新增新冠肺炎病例再次下滑，美国经济逐步改善，中国相对美国的经济优势减弱，中美长端利差也可能缩小。另外，美国疫情好转、经济改善，而欧洲疫情则再次恶化，8月美欧 PMI 之差重新扩大，美国经济相对欧洲重新获得优势，美元指数或将触底反弹。

因此，短期来看，人民币升值趋势放缓，甚至贬值压力重现。长期来看，疫情不可避免地会对美国经济产生深远影响，比如大量企业破产、债务风险加大、永久失业人口增加、经济逐渐“僵尸化”，这使美国的自然利率中枢较疫情前下滑，美联储将在相当长一段时间内维持低利率，美国和欧洲、日本等其他经济体系的利差也回不到疫情前，美元可能进入下行周期。但这并不意味着未来人民币兑美元一定会长期、大幅升值，因为随着疫情的影响减弱，2021 年一季度之后，中国经济增速将再次下滑。

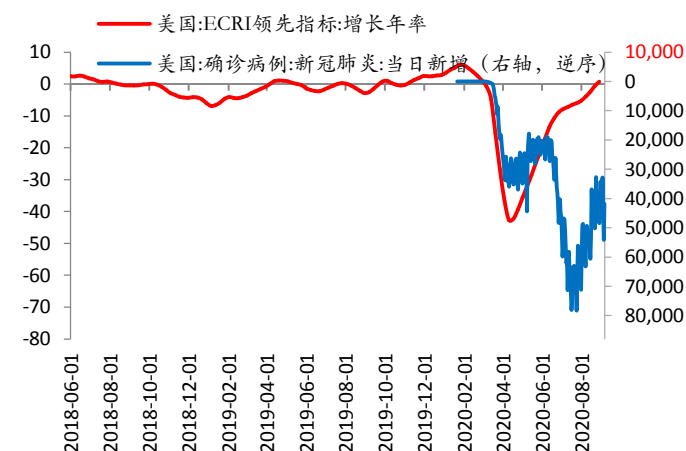
图2： 美国对欧洲经济优势或驱动美元指数短期反弹

资料来源：Wind，新时代证券研究所

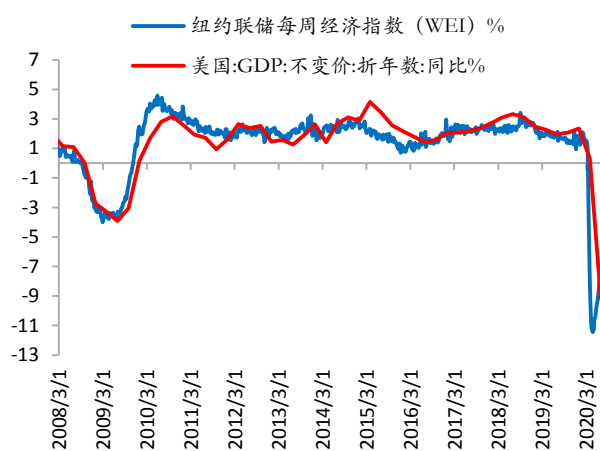
2、海外经济与市场流动性观察

美国经济继续改善。8月28日当周，美国ECRI领先指标增长年率为0.7%，自疫情冲击之后首次由负转正，前值为-0.6%；纽约联储每周经济指数（WEI）为-4.4%，前值由-4.9%下修至-5.3%。美国8月22日当周初次申请失业金人数为88.1万人，低于预期的95万人，较前值101.1万人下降。

上周美国金融市场恐慌情绪加剧，VIX大幅上升至30.75。流动性压力基本不变，Ted利差与前周周五持平。美国信用风险小幅上升，高收益企业债利差从5.00%升至5.04%。

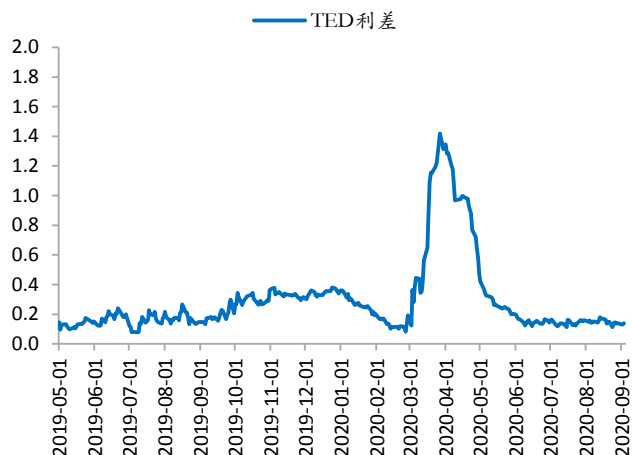
图3： 美国ECRI领先指标增长年率由负转正

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 纽约联储每周经济指数继续回升

资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

图5: TED利差不变



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图6: VIX大幅上升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 铜金比回升



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图8: 美国高收益债利差微升

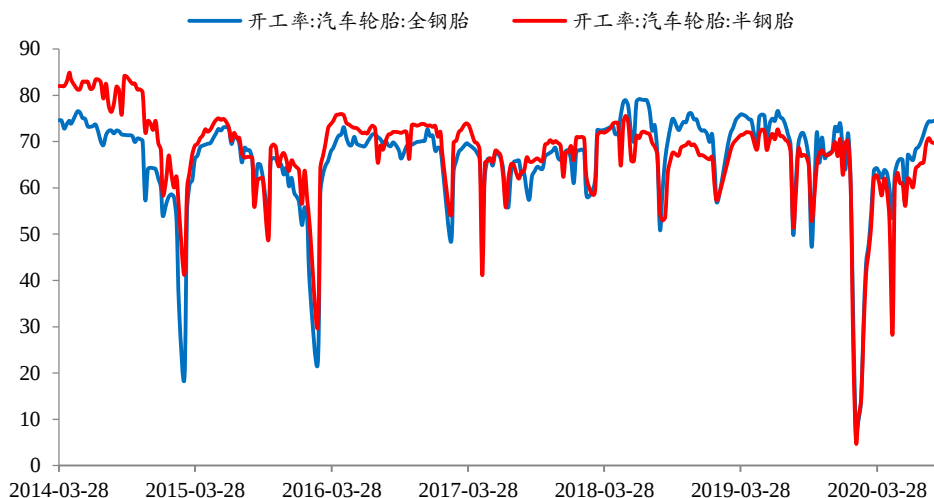


资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3、国内高频数据观察

3.1、生产指标缓慢修复

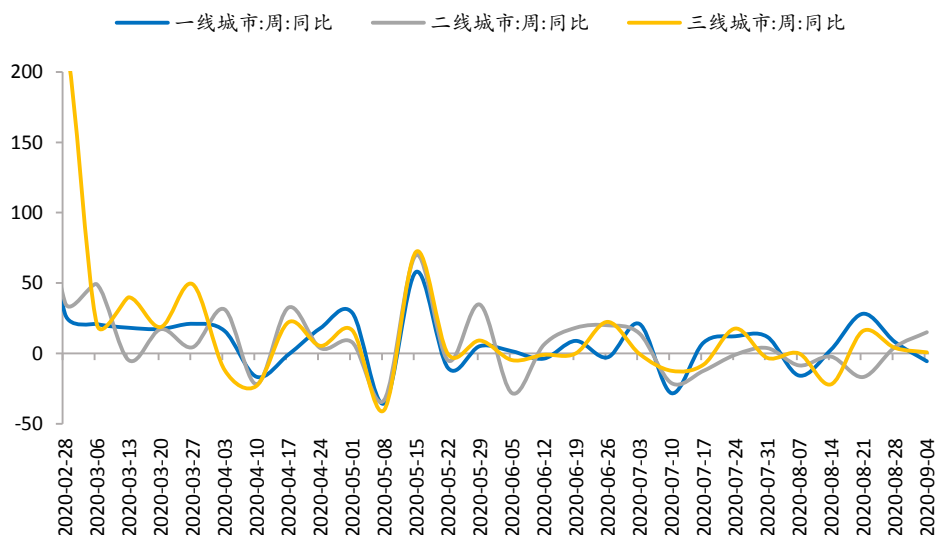
上周, 生产指标基本与前周持平, 整体缓慢修复。100家焦化企业开工率为74.59%, 较上周基本持平。汽车全钢胎开工率与前值持平, 半钢胎开工率微涨0.6个百分点。

图9： 汽车半钢胎开工率微涨

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、商品房销量连续上升

上周，30大中城市商品房日均成交面积为58.3万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周55.7万平方米上升。30大中城市商品房成交面积周同比增速从5.3%回落至4.7%，其中，一、三线城市商品房销售面积同比增速继续回落至-5.5%和0.8%，二线城市同比增速进一步回升至15.1%。

图10： 二线城市商品房周销量继续上升

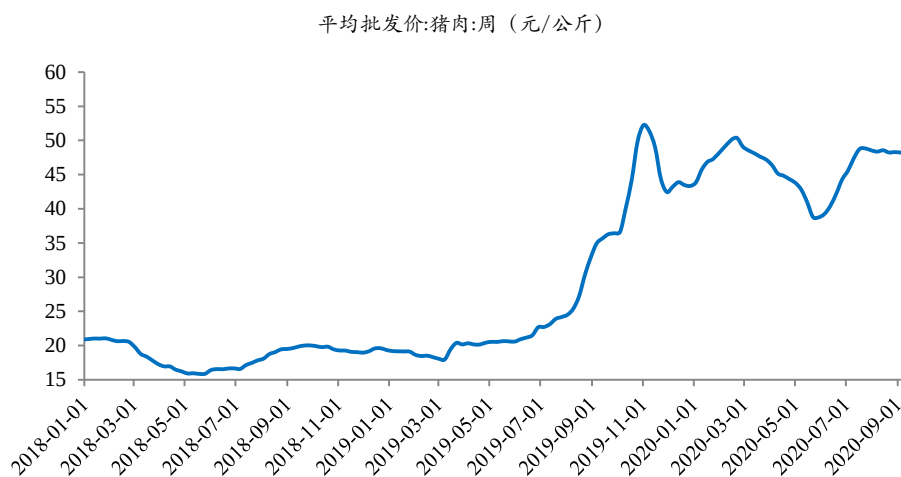
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

3.3、原油价格下降

上周，物价继续分化，28种重点监测蔬菜价格环比微涨0.5%，增速由前值(5.1%)

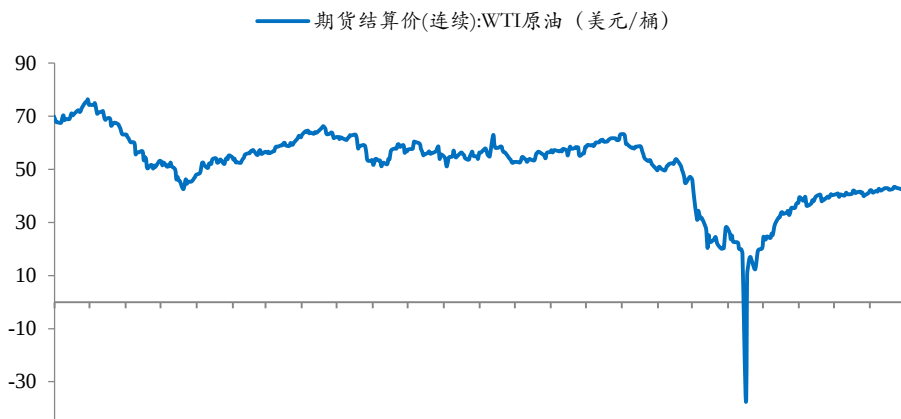
放缓。7 种重点监测水果价格环比-1.2%，价格连续七周下降。猪肉批发价环比微降 0.2%，增速前值为 0.1%。原油价格大幅下降，其中，WTI 原油价格环比下降了 7.5%，布油价格环比下降了 5.3%，增速前值分别为 1.5%、1.6%。钢材库存上升，钢价微降，螺纹钢期货价格下降 1.7%。

图11： 猪肉价格微降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： WTI 原油期货价格下降



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_2771

