

人民币汇率将阶段性升值

报告摘要

● 2019年10月29日以来，伴随中美谈判进展顺利的消息，人民币对美元汇率中间价开始走出升值轨迹，脱离了此前近2个月的“一条直线”。11月4日，在岸人民币兑美元汇率一度升值达到7.0229，创8月14日以来最高。我们认为，目前人民币汇率已经进入“舒适区”，如果本轮中美达成阶段性协议，那么人民币汇率可能小幅升值，阶段性回到7以内。

● **理由一：中美冲突缓和。**2018年6月中美贸易冲突激化以来，该因素对人民币汇率的影响占据更主要位置。参照811汇改以来的人民币汇率与美元指数的波动对应经验，目前人民币贬值幅度已显著超出了美元走强的影响。此番中美冲突缓和，具有中美经济均受到显著冲击的背景，倘若11月两国元首会面能够达成取消部分关税的阶段性协议，人民币汇率可能小幅升值到7以内。

● **理由二：美元上行乏力。**2018年4月以来美元指数的持续强势或已接近顶部。作此判断依据有三：**其一**，今年以来一直支持美元指数的“美强欧弱”格局会否延续，值得审视。按照IMF、惠誉等权威机构的预测，美国与欧洲经济增速的差异在2018、2019年都有显著拉大，而2020年这一差异将较今年收敛。**其二**，今年以来美元强势震荡，美国经济走弱迹象开始更多呈现，会给一向视“强美元”为心头患的特朗普以所谓的“口实”，美国政府货币干预的可能性不能排除。这从中美阶段性贸易协议可能纳入汇率条款中就可可见一斑。**其三**，英国大概率能够在明年1月成功脱欧，在此期间英镑对美元的影响将从推升转为下拉。

● **理由三：外资流入畅通。**金融对外开放所带来的外资流入中国股债市场，正逐渐成为中国国际收支的重要构成。现阶段人民币资产的吸引力有所增强：**其一**，海外对中国经济的担忧有所减弱。今年下半年以来，Markit的中国制造业PMI（财新PMI）连续回升，明显好于全球平均水平。**其二**，人民币汇率“破7”之后，减轻了海外资金流入的顾虑。此后北向资金的流入出现了明显加速，外资增持中国债券规模也在9月大幅回升。**其三**，中美利差给予了外资较为充分的溢价。目前人民币资产收益率在全球“越看越正”，10年期中美国债利差高达153bp。长期来看，中美竞争可能走向“持久战”和“消耗战”，中美资产的相关性减弱，人民币资产有望逐渐受到全球资产配置机构的更多青睐。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

张璐

lzhang@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

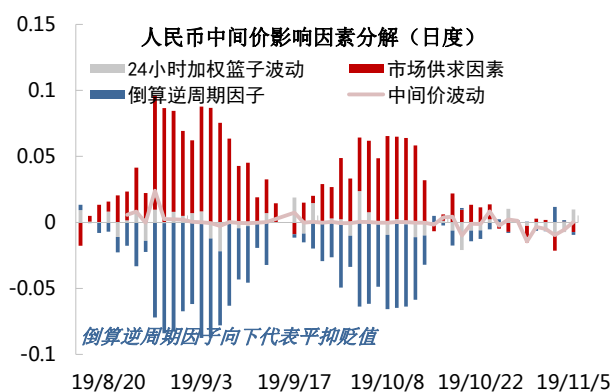
自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



今年十一假期之后，人民币汇率开始震荡走升。10月29日以来，伴随中美谈判进展顺利的消息，人民币对美元汇率中间价开始走出升值轨迹，脱离了此前近2个月的“一条直线”。11月4日，在岸人民币兑美元汇率一度升值达到7.0229，创8月14日以来最高。人民币中间价拆解所体现的贬值预期（图表1），以及期权市场所隐含的贬值预期（图表2），都有明显下降，表明了市场预期变化。人民币对美元中间价基本结束了9月以来岿然不动的状态，开始逐渐向升值方向移动，也表明了政策态度的变化。我们认为，当前人民币汇率已经进入“舒适区”，如果本轮中美达成阶段性协议，那么人民币汇率可能小幅升值，阶段性回到7以内。

图表 1：人民币中间价中的市场供求因素减弱



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

图表 2：期权市场所隐含的人民币贬值预期下降



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

理由一：中美冲突缓和

2015年8月11日汇改后，形成了人民币对美元汇率跟随美元指数波动的机制框架。中美贸易冲突打破了这个联动状态，2018年6月中美贸易冲突激化以来，该因素对人民币汇率的影响占据了更主要的位置（图表3）。参照8-11汇改以来的人民币汇率与美元指数的波动对应经验，目前人民币贬值的幅度已显著超出了美元走强的影响，人民币对一篮子货币汇率也创出5年新低，体现的正是人民币汇率对中美贸易冲突所做出的反应（图表4）。此番中美贸易冲突缓和，具有中美经济均受到明显冲击的背景，倘若11月两国元首会面能够达成取消部分关税的阶段性协议，人民币汇率可能小幅升值到7以内。

图表 3：人民币汇率受中美冲突的影响占上风



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 4：人民币名义有效汇率创 5 年以来新低



来源：Wind，莫尼塔研究

理由二：美元上行乏力

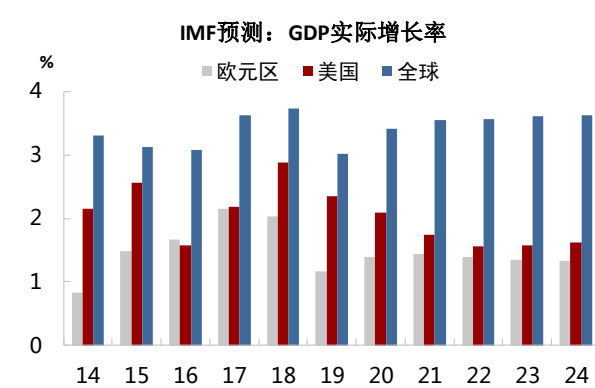
2018年4月以来，美元指数持续强势，尽管目前尚看不到走弱趋势，但进一步上行的空间已经比较有限。作此判断依据有三：

其一，今年以来一直支持美元指数的“美强欧弱”格局会否延续，值得审视。美元指数从根本上取决于美国经济“一枝独秀”的程度（尤其是相对于其第一大组成货币欧洲）（图表5）。而按照IMF、惠誉等权威机构的预测，美国与欧洲经济增速的差异在2018年、2019年都有显著拉大，而2020年这一差异将较今年收敛（美国实际GDP增速从2019年的2.35%降至2.09%，欧洲从1.16%的低点回升至1.39%）（图表6）。这决定了美元指数进一步走强的动能将弱化。背后逻辑在于，1）欧洲经济的最差局面也许已经出现：一向财政纪律森严的德国政府终于开始考虑适度财政扩张的可能，再加上一如既往敢于善于使用货币“火箭炮”的德拉吉，以及葆有鸽派倾向的拉加德的大规模货币宽松加持；2）而美国经济继续放缓应该已成定局：特朗普税改影响消退，以及2018年美联储多次加息的影响开始滞后体现，三季度美国GDP环比已下降至1.9%，为近三年来最低，明显低于今年一季度的3.1%。

图表 5：美元取决于美国经济“一枝独秀”的程度 图表 6：2020 年欧美经济增速差预计有所收敛



来源：Wind，莫尼塔研究

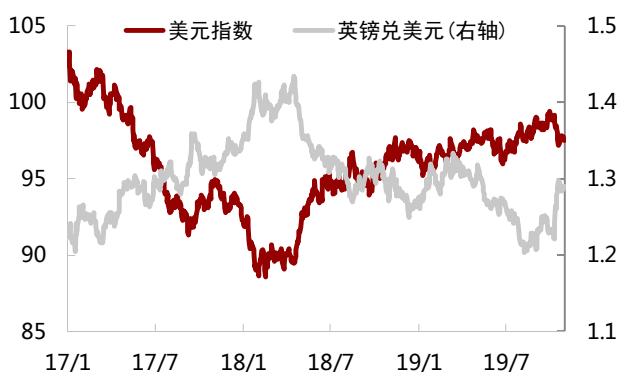


来源：Wind，莫尼塔研究

其二，今年以来美元强势震荡，以及美国经济走弱迹象开始更多呈现，会给一向视“强美元”为心头患的特朗普以所谓的“口实”，美国政府货币干预的可能性不能排除。这从中美阶段性贸易协议可能纳入汇率条款中就可见一斑。

其三，当前来看英国大概率能够在2020年1月成功脱欧，在此期间英镑对美元的影响将从“推升”转为“下拉”（其在美元指数中占比11.9%，仅次于欧元和日元）。根据英格兰银行2018年11月28日发布的论文，英国在与欧盟保持经济伙伴关系的情景下，脱欧对英国经济的影响可从两个角度考虑，分别是Close Economic Partnership和Less Close Economic Partnership。预计Close情况下，英镑将升值5%（相较于2018年11月，对应于1.35），Less Close情况下，英镑将升值2%（对应于1.31）。目前，英镑兑美元汇率已从1.20的低位反弹至1.29，仍有比较有限的升值空间。但重要的是，英镑从贬值转向反弹，对美元指数会构成比较明显的影响（图表7）。

图表 7：英镑对美元的作用从推升转为下拉



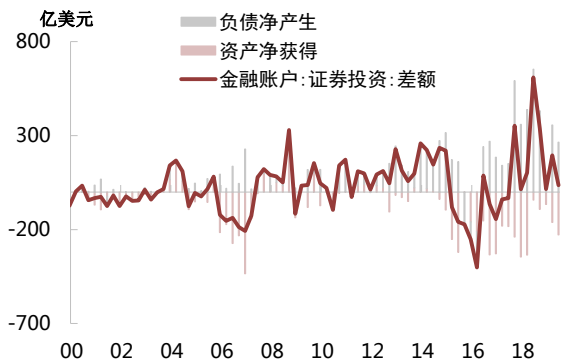
来源：Wind，莫尼塔研究

理由三：外资流入畅通

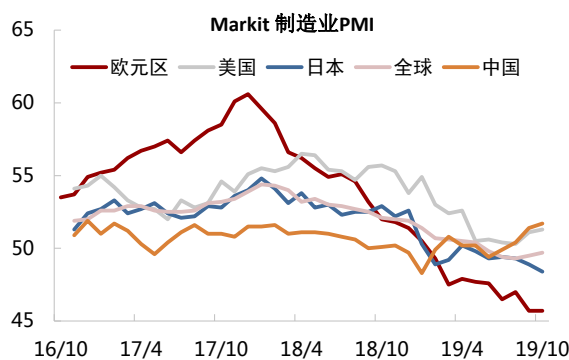
金融对外开放所带来的外资流入中国股债市场，正逐渐成为中国国际收支的重要构成，在直接投资和经常项目承压的情况下，对人民币汇率构成支撑（图表8）。央行10月31日发布的数据显示，截至三季度末，外资持有中国股票、债券规模分别达1.8万亿元、2.2万亿元，双双创有记录以来新高，较2018年底持仓增幅分别达53.56%、27.60%，合计持仓规模近4万亿元，较去年底增幅达38.04%。考虑到下述因素，现阶段人民币资产的吸引力有所增强：

其一，海外对中国经济的担忧有所减弱。在房地产融资收紧的背景下，中国房地产销售和土地购置并未恶化、房地产投资仍维持“靓丽”，去房地产化必然导致中国经济严重失速的观点渐被证伪或缓解。今年下半年以来，Markit的中国制造业PMI（财新PMI）连续回升，明显好于全球平均水平，促进了对中国经济的悲观预期减弱（图表9）。相反，值此阶段中国经济更有可能出现增速换挡、效率提升、活力修复的新组合。

图表 8：证券投资在中国国际收支中的重要性提升 图表 9：中国 markit PMI 在全球可圈可点



来源：Wind，莫尼塔研究



来源：Bloomberg，莫尼塔研究

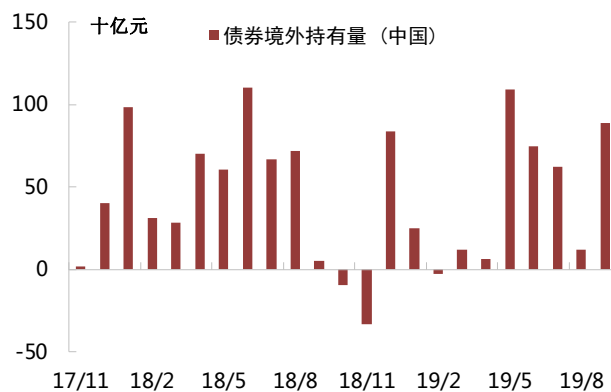
其二，人民币汇率“破7”之后，减轻了海外资金流入的顾虑。外资流入中国的一大顾虑在于，担心人民币汇率会大幅贬值，此前人民币汇率“守7”使得这个问题一直高悬。今年8月5日人民币汇率一举“破7”之后，可以看到北向资金的流入出现了明显加速（图表10），外资增持中国债券的规模也在9月大幅回升（图表11）。

图表 10：人民币“破7”之后北向资金流入加速

图表 11：9月境外增持债券规模大幅回升



来源：Wind，莫尼塔研究

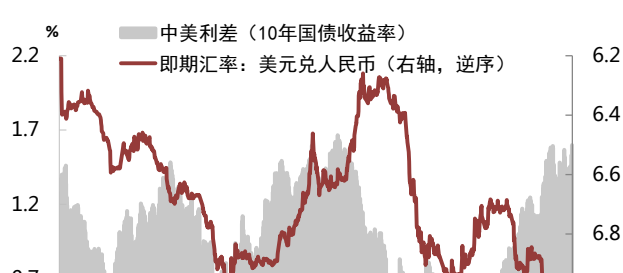
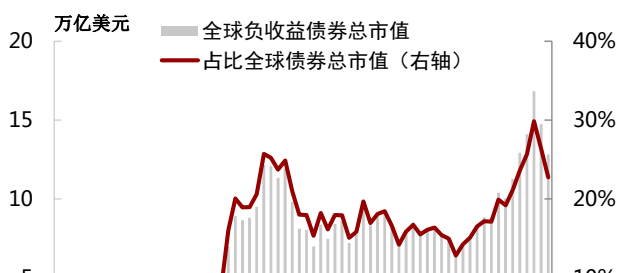


来源：CEIC，莫尼塔研究

其三，中美利差给予了外资较为充分的溢价。随着全球央行步入降息潮，海外负利率资产规模迅速扩大，峰值一度达到17万亿美元、占比达到30%（图表12），而中国央行还葆有、并珍惜正常的货币政策空间。目前，人民币资产收益率在全球“越看越正”，10年期中美国债利差已经高达153bp（图表13）。长期来看，中美竞争可能走向“持久战”和“消耗战”，中美资产的相关性减弱，人民币资产有望逐渐受到全球资产配置机构的更多青睐。

图表 12：全球负收益率债券规模庞大

图表 13：当前中美利差给予外资较为充分的溢价



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_9215

