

证券研究报告 / 宏观数据

人民币存在中长期升值的必要性和可能性

—— 海外宏观周度观察（2021年第20周）

报告摘要：

4月以来，美元出现了较大幅度的贬值，美元指数从93以上的高位回落至90以下。与此同时，人民币则相应升值。我们认为近期美元贬值的主要原因有三：一是美国通胀压力不断积累，进而压制汇率的表现；二是市场对今年美国经济的相对优势已经较充分计价，而未来美国财政刺激退坡可能把优势转变为劣势；三是美联储的偏鸽言论也遏制了美元指数的上升势头。我们认为人民币升值存在必要性和可能性。必要性来看，首先，目前中国面临较大的输入性通胀压力，人民币升值或是对抗输入性通胀的较好手段。其次，人民币升值对出口的冲击不是当前主要矛盾，通过人民币升值将价格压力从进口端被动传导至出口端，我们认为更有利于经济结构的平衡。再次，如果考虑到中美关系、美方对缩小贸易逆差和人民币升值的诉求、中国对美进口承诺等因素，人民币升值的必要性则更大。可能性来看，首先，防疫的成功使得中国经济去年和今年的综合表现明显优于其他主要国家，而且相对于发达经济体即将面临的“财政悬崖”，中国经济将表现更加平稳，这将是人民币汇率的强力支撑。其次，中国的通胀压力也相对更小，这有助于维持人民币的购买力，稳定人民币汇率。所以，中长期来看人民币汇率有望升值，而中国央行即使不有意推动汇率升值，也大概率不会压制升值趋势。当然值得关注的风险是，美联储一旦开始采取缩减购债等货币紧缩操作，则美元可能走强，而人民币则受到压制。不过我们认为这一风险不会大。

美国5月制造业和服务业PMI双双创历史性高，反映出美国经济重启继续推动全面复苏。美国4月成屋销售环比继续下降，可能是因为房屋库存的快速下降限制了居民的购买。欧元区制造业与服务业PMI也超市场预期，目前欧元区各地疫苗接种速度加快，并容许解除部分防疫限制措施带动经济发展。在疫情快速普及和防疫措施部分解除的影响下，英国PMI和消费者信心指数均走高，通胀也较快上行。

美联储发布4月纪要显示，多位官员认为，如果经济继续快速增长，在即将召开的会议上“某个时候”开始讨论缩减购债规模是合适的。我们认为美联储4月纪要重提缩减购债及市场表现反映出两个问题：一是表明讨论缩减购债的时点不再遥远，我们在《美联储可能于年中讨论缩减购债》的报告中就已指出这一点。我们仍然认为7月左右可能开始讨论这一话题，而实施的时间点可能在明年年初。二是市场对缩减购债的反应逐步平淡，由于美联储与市场沟通较为充分，预期管理较成功，所以本次缩减购债应不会对市场造成很大冲击。

风险提示：美联储过快紧缩货币政策。

相关数据



相关报告

《【东北证券宏观】经济持续修复中仍存不均
衡，政策短期保持稳定》

--20210518

《【东北证券宏观】三季度通胀数据对全球货币
政策更加重要》

--20210517

《【东北证券宏观】社融逐步回归常态，信用派
生边际走弱》

--20210513

《【东北证券宏观】大宗商品涨势未止，通胀仍
将继续上行》

--20210512

《【东北证券宏观】如何看待爆冷的非农数据》

--20210509

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001

021-20361156 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001

021-20361033 youcy@nesc.cn

目 录

1.	人民币升值可持续吗？	3
1.1.	近期美元为何贬值	3
1.2.	人民币对美元升值的必要性和可能性	4
2.	下周海外重点数据及事件预警	6
3.	美欧 PMI 继续冲高	6
3.1.	美国 PMI 创历史新高，成屋销售回落	6
3.2.	欧元区 PMI 继续走高	7
3.3.	英国 PMI 及通胀走高	8
4.	美联储会议纪要再提缩减购债	9
5.	全球市场表现	9
5.1.	全球股市普涨	9
5.2.	债券收益率普涨	10
5.3.	大宗商品价格涨跌互现	11

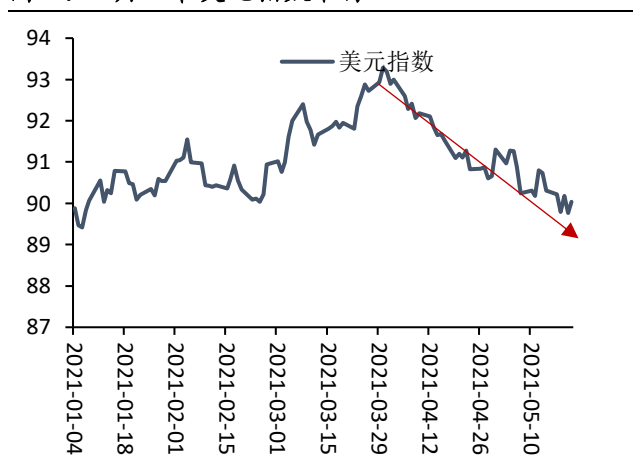
图表目录

图 1:	4 月以来美元指数下行	3
图 2:	人民币相应升值	3
图 3:	美元指数与美国通胀负相关	4
图 4:	2007 年及 2010 年汇率与通胀反常同升	5
图 5:	美国制造业与服务业 PMI 均创历史新高	7
图 6:	美国 4 月成屋销售创十个月新低	7
图 7:	欧元区制造业 PMI 继续走高	8
图 8:	英国服务业 PMI 超预期	8
图 9:	英国通胀大幅抬升	9
图 10:	交通与燃料通胀上升明显	9
图 11:	全球股市普涨	10
图 12:	美债收益率	10
图 13:	欧债收益率	11
图 14:	日债收益率	11
图 15:	工业品价格全线上涨	11
图 16:	农产品大多上涨	11
表 1:	下周海外重点数据及事件预警	6

1. 人民币升值可持续吗？

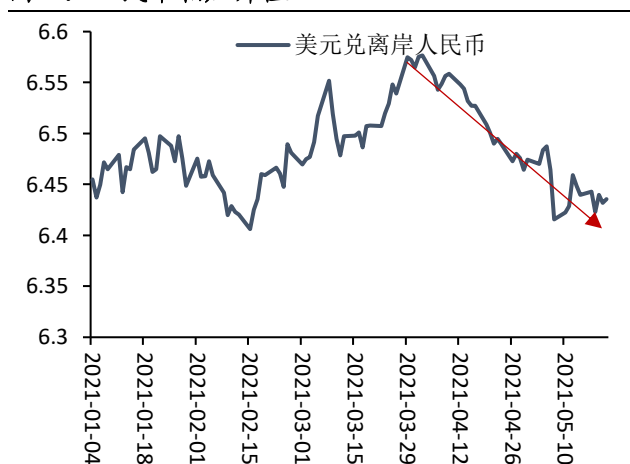
4月以来，美元出现了较大幅度的贬值，美元指数从93以上的高位回落至90以下。与此同时，人民币则相应升值。我们此前在《人民币适当升值有助于缓解进口成本压力》等报告中多次提到人民币存在升值的必要性和可能性，而近期央行部分官员也与我们此前提到的观点不谋而合。央行金融研究所所长周诚君表示，人民币中长期将升值，国际化条件下央行将放弃汇率目标。央行上海总部调查研究部主任吕进中也建议人民币适当升值以抵御输入性效应。

图 1：4月以来美元指数下行



数据来源：东北证券，Wind

图 2：人民币相应升值



数据来源：东北证券，Wind

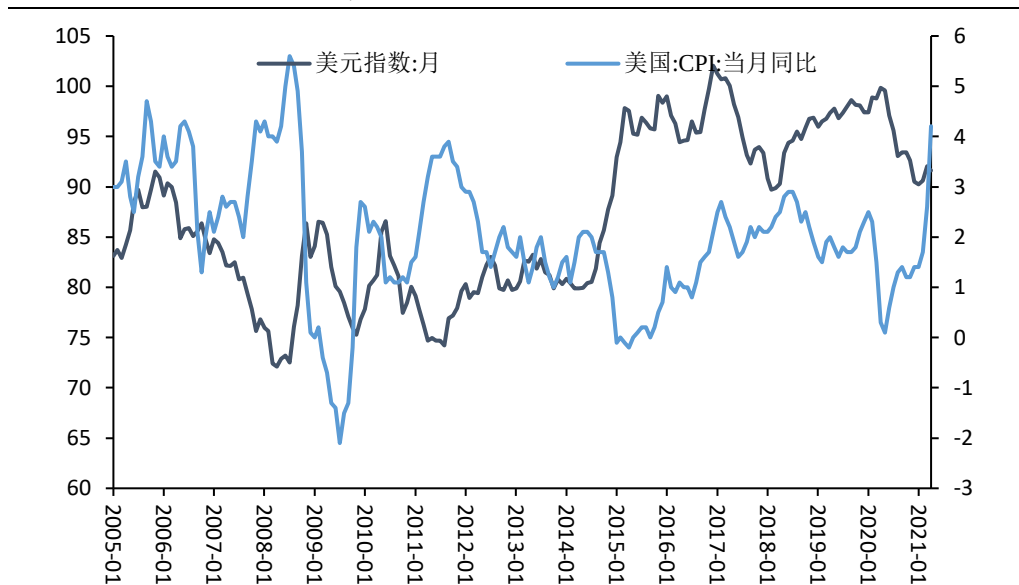
1.1. 近期美元为何贬值

我们认为近期美元贬值的主要原因有三：

第一，美国通胀压力不断积累，进而压制汇率的表现。我们在此前的报告中多次指出，各国的通胀与汇率呈现明显的反向关系，二者互相影响。一方面，汇率升值或贬值会导致输入性通缩或通胀，从而影响本国通胀水平；另一方面，本国通胀或通缩会削弱或加强本国货币的购买力，进而影响市场对该国汇率的定价。我们对各种类型国家的通胀和有效汇率做过研究，均发现了二者的反向关系。

美元与美国通胀的关系亦是如此。去年5月以来，美国CPI同比触底回升，同时美元指数开始下行趋势，尤其是今年美国通胀由于基数效应、财政补贴、货币宽松、房地产繁荣、服务业复苏等原因快速上升，导致美国通胀相对于其它主要经济体的通胀压力更大，美元指数也因此承压。

图 3: 美元指数与美国通胀负相关



数据来源: 东北证券, Wind

第二，市场对今年美国经济的相对优势已经较充分计价。在天量财政刺激作用下，今年美国经济复苏的势头强于欧洲、日本等主要经济体，这一点已经反映在年初美元指数的反弹上。但如果从更长期的角度来看，美国目前的经济优势基于财政刺激、政府债务的激增。而**随着财政刺激的退坡，美国经济必然面临较大的下行压力**，所以目前的优势在明年可能转变为劣势，故而美元指数难以维持强劲势头。

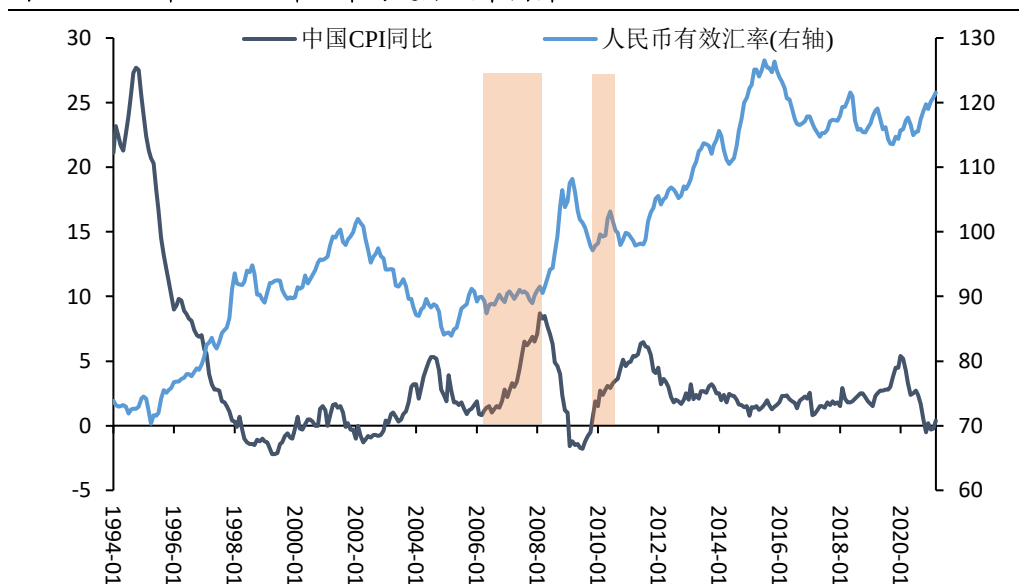
第三，美联储的偏鸽言论也遏制了美元指数的上升势头。年初美联储释放了讨论 taper 的信号，基于经济复苏和通胀上行，市场对货币政策提前收紧的担心较多。但 4 月非农数据的意外走低后美联储官员的鸽派论调及通胀意外走高后很多官员紧急发声，起到了稳定市场预期的作用。即使美联储 4 月会议纪要中有讨论缩减购债等表态，也未对市场产生明显冲击，反映出今年美联储的预期管理较为成功，市场对于货币政策过快紧缩的担忧减少了。

1.2. 人民币对美元升值的必要性和可能性

我们认为人民币升值利大于弊，即升值存在必要性。

首先，目前中国面临输入性通胀压力，上游工业原材料价格大涨引起 PPI 飙升，而通胀传导并不通畅，CPI 压力较小。此时人民币适当升值可以部分缓解原材料进口端的价格压力。从历史经验来看，人民币汇率与中国通胀也如上文所述呈反向关系，但在 2007 年及 2010-2011 年两段输入性通胀压力比较大的时期，人民币却反常升值。用升值来对抗输入性通胀的提案曾在 2007 年被较多讨论，结果也确实升值，背后或许有主动调控的意图存在。**我们认为在当前的宏观条件下，相对于货币紧缩，人民币升值或是对抗输入性通胀的更好手段。**

图 4：2007 年及 2010 年汇率与通胀反常同升



数据来源：东北证券，Wind

其次，人民币升值对出口的冲击不是当前主要矛盾。从去年下半年至今，中国出口屡屡超出市场预期，我们认为在海外各国需求复苏普遍快于生产的背景下，中国出口供给替代的逻辑不会很快消退，而海外需求复苏则对出口有持续的拉动。所以我们认为今年中国出口的压力实际不大，并非经济的主要矛盾，人民币适当升值造成的负面影响也可以接受。而由于通胀传导不畅，进口价格的抬升对进口企业的成本压力很大，所以通过人民币升值将价格压力从进口端被动传导至出口端，我们认为更有利于经济结构的平衡。

再次，如果考虑到中美关系、美方对缩小贸易逆差和人民币升值的诉求、中国对美进口承诺等因素，人民币升值的必要性则更大。

同时我们认为人民币也存在升值的基本面基础。

首先，防疫的成功使得中国经济去年和今年的综合表现明显优于其他主要国家。去年中国是主要经济体中唯一实现正增长的国家，虽然今年经济增速对其他经济体的优势会缩小，但从更长远的角度来看，中国在本轮全球衰退中并未实施大规模的财政或货币刺激，保留了财政和货币政策的空间，同时政策退出对经济造成的压力也更小。相对于发达经济体即将面临的“财政悬崖”，中国经济将表现更加平稳，这将是人民币汇率的强力支撑。

其次，中国的通胀压力相对美国较小。虽然中国目前输入性通胀压力较大，但相对于美国 PPI 及 CPI 的“全面通胀”，中国仍为结构性通胀。CPI 出现大幅抬升的可能性较小，这有助于维持人民币的购买力，稳定人民币汇率。

所以，中长期来看，疫情中中国财政政策和货币政策的克制、以及中国经济相对更稳定的增长将促使人民币汇率升值。而人民币升值的必要性也决定了中国央行即使不有意推动汇率升值，也大概率不会压制升值趋势。

当然值得关注的风险是，美联储一旦开始采取缩减购债等货币紧缩操作，则美元可能走强，而人民币则受到压制。不过我们认为这一风险不会大：一是目前美联储与市场沟通较为充分，预期管理很成功，所以不易造成资本市场包括汇率市场的大幅波动。二是虽然美联储必将紧缩货币，但中国央行的货币政策也在逐步收紧的路径上，不会出现像 2015 年美国货币政策正常化而中国大放水导致人民币迅速贬值的情况。

综上所述，我们认为人民币中长期将保持升值趋势，短期虽有美联储货币政策正常化带来的贬值风险，但预计风险不大。

2. 下周海外重点数据及事件预警

表 1：下周海外重点数据及事件预警

日期	国家/地区	数据/事件
2021/05/25	德国	第一季度末季调 GDP 年率终值
2021/05/26	新西兰	至 5 月 26 日联储利率决定
2021/05/26	瑞士	5 月 ZEW 投资者信心指数
2021/05/27	德国	6 月 Gfk 消费者信心指数
2021/05/27	美国	至 5 月 22 日当周初请失业金人数
2021/05/27	美国	第一季度实际 GDP 年化季率修正值
2021/05/28	欧元区	5 月工业景气指数
2021/05/28	欧元区	5 月消费者信心指数终值
2021/05/28	欧元区	5 月经济景气指数
2021/05/28	美国	4 月核心 PCE 物价指数年率
2021/05/28	美国	4 月核心 PCE 物价指数月率
2021/05/28	美国	5 月密歇根大学消费者信心指数终值

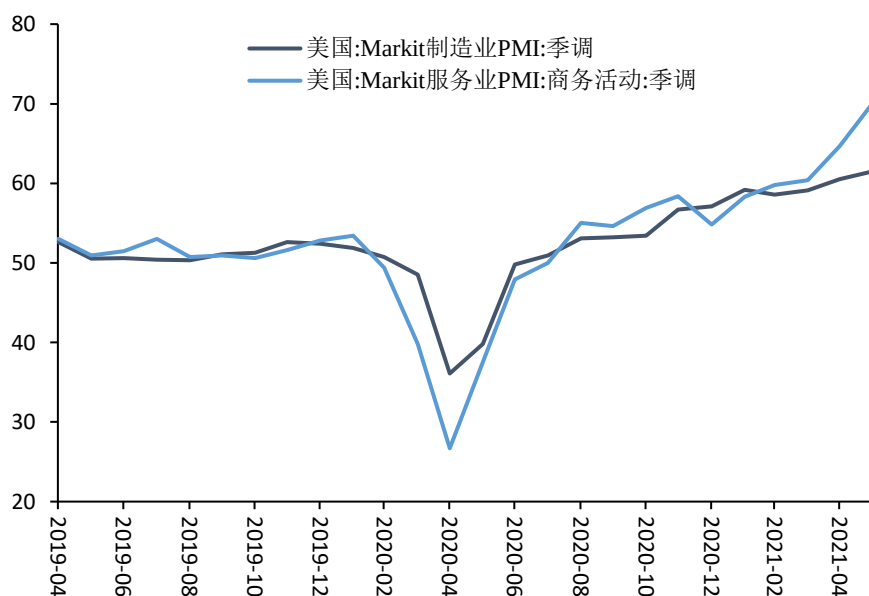
数据来源：东北证券整理

3. 美欧 PMI 继续冲高

3.1. 美国 PMI 创历史新高，成屋销售回落

美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值录得 61.5，略超预期值 60.2，前值 60.5。其中，新订单分项指数初值升至 65.3 创历史新高，连续 11 个月处于扩张区间。美国 5 月 Markit 服务业 PMI 初值 70.1，远超预测值 64.5，前值 64.7。美国 5 月制造业和服务业 PMI 双双创历史性高反映出美国经济重启继续推动全面复苏。

图 5: 美国制造业与服务业 PMI 均创历史新高



数据来源: 东北证券

美国 4 月成屋销售总数年化 585 万户, 不及预期 609 万户, 前值 601 万户。4 月年化成屋销售虽较去年同期大幅增长 33%, 但环比下降 2.66%, 可能是因为房屋库存的快速下降限制了居民的购买。

图 6: 美国 4 月成屋销售创十个月新低



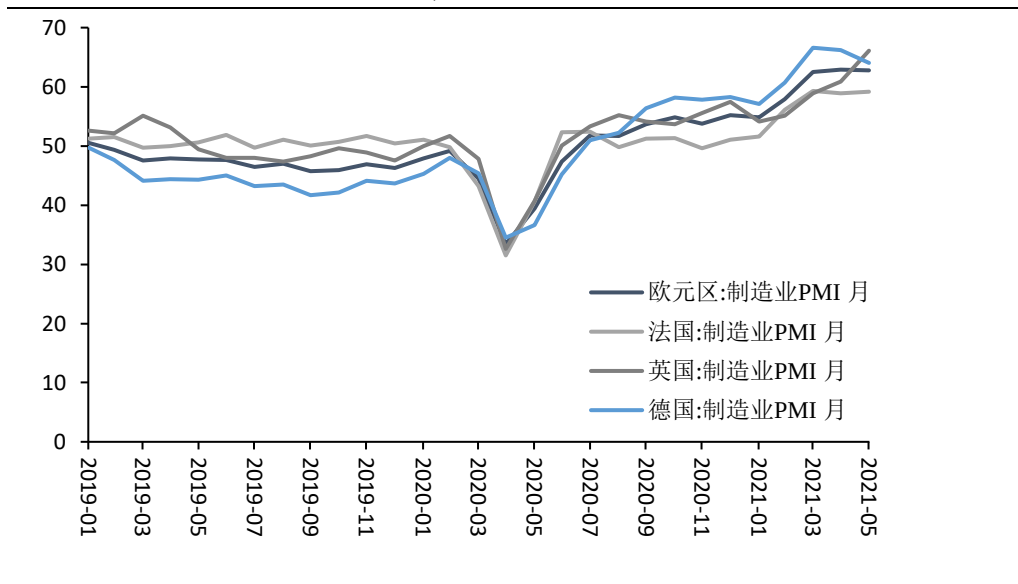
数据来源: 东北证券

3.2. 欧元区 PMI 继续走高

欧元区 5 月制造业 PMI 初值录得 62.8, 略高于预期值 62.5, 前值 62.9; 服务业 PMI 初值录得 55.1, 预期值 52.3, 前值 50.5。目前欧元区各地疫苗接种速度加快, 并容许解除部分防疫限制措施带动经济发展。

德国 5 月制造业 PMI 初值 64，略低于预测值 65.9，前值 66.2。制造业 PMI 的下降主要受供应延误影响。德国 5 月服务业 PMI 初值 52.8，预期值 52，远超前值 49.9，创十个月以来新高。德国 5 月服务业 PMI 的回升反映出虽然德国实行疫情限制措施，但服务业的需求仍上升。法国 5 月制造业 PMI 初值 59.2，略高于预期值 58.5，前值 58.9，创 2 个月新高；服务业 PMI 初值录得 56.6，超预期值 53，前值 50.3。

图 7：欧元区制造业 PMI 继续走高



数据来源：东北证券

3.3. 英国 PMI 及通胀走高

英国 5 月制造业 PMI 初值 66.1，远超预测值 60.5，前值 60.9，创历史新高。5 月服务业 PMI 初值 61.8，略低于预测值 62，前值 61，创 2013 年 10 月以来新高。英国 5 月制造业 PMI 的大幅增长主要由于英国取消了针对疫情的部分封锁措施以及疫苗接种进展的加快。

图 8：英国服务业 PMI 超预期



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_19741

