

## 人民币升值能持续么

### 核心内容:

- **人民币汇率上行是跟随全球风险偏好而动** 首先明确本次人民币升值是跟随全球风险偏好而动。由于美元指数的下跌，非美货币均出现升值，欧洲经济快速修复，投资者认为未来一段时间欧元区的资产收益率要高于美国，美元指数下行。4-5月期间，欧元兑美元升值了4.03%，美元指数下跌了3.42%。人民币兑美元升值了2.76%，但人民币对欧元贬值了1.03%，对英镑贬值了0.37%，说明人民币升值的主要原因并不是以国别因素为主。
- **全球主要国家货币中，人民币表现仍然比较优秀** 4-5月份人民币对美元升值的升值幅度仍然较高，在亚洲国家中升值幅度最高。资源国货币升值幅度更快，阿根廷、俄罗斯、巴西、南非货币升值幅度较大，尤其是在美元升值时期经济陷入困难的巴西和南非汇率快速回升。
- **人民币受全球风险偏好影响，只要美元不大幅贬值，人民币大幅升值的可能性不大，人民币近几天的升值可能与投机活动有关** 中国虽然经济表现较好，同时疫情控制的较为成功，但是人民币作为非可自由兑换的货币，中国和美国的经济对比并不能说明人民币汇率变动。人民币汇率偏离美元走势是出现了中国独有的变化，如5.18汇改、中美贸易战、贸易套利、人民银行干预汇率等，现阶段看来这些情况短时不会发生。
- **美元可能保持弱势震荡** 美国和欧洲经济同时上行，美国经济仍然保持强劲，但其增长的速率可能低于欧洲。美国经济强劲的同时对量化宽松的退出预期更浓，美国的金融收缩速度可能要快于欧洲。美国和欧洲的经济和金融情况仍然处于进一步观察中，在美国利率水平没有做出改变之前，预计现阶段美元可能弱势震荡。

**欧洲资产收益率继续向上需要时间** (1) 欧洲经济的复苏已经在资产价格中反应出来，欧洲主要股票市场指数均已超过疫情前的水平；(2) 欧洲的复苏不是一帆风顺的，欧洲的PMI指数高位回落，欧洲的新冠疫情并未得到完全控制，同时欧洲的疫苗普及率更慢；(3) 美元指数的多头仓单在5月末上行，意味着随着美元指数的持续下跌，空头动能在逐步减弱。

**美国经济仍然强劲，但现行指标有回落趋势** 美国劳动力市场持续好转，就业工资时薪和就业空缺均走高。美国消费市场最新数据显示消费环比几乎没有增长。ECRI先行指标继续上行，增速速度虽然处于高位，但已经连续4周下滑。

**拜登政府仍然致力于更大规模的赤字计划** 继1.9万亿美元纾困计划后，拜登政府追求更大规模的刺激计划，预计本年美国财政赤字继续上行，规模庞大的财政赤字会压制美元。

### 分析师

许冬石  
☎: (8610) 8357 4134  
✉: xudongshi@chinastock.com  
分析师登记编码: S0130515030003

## 目录

一、人民币汇率上行是跟随全球风险偏好而动 .....	3
二、美元可能保持弱势震荡 .....	3
(一) 欧洲资产收益率向上需要时间 .....	4
(二) 美国经济仍然强劲 .....	5
(三) 美国财政赤字可能创新高 .....	5
三、国内政策对汇率一如既往 .....	6

## 一、人民币汇率上行是跟随全球风险偏好而动

人民币自4月份以来处于持续升值的状态，5月末美元兑人民币突破6.4元一线，人民币有持续上行的动力么？

首先明确本次人民币升值是跟随全球风险偏好而动。由于美元指数的下跌，非美货币均出现升值，欧洲经济快速修复，投资者认为未来一段时间欧元区的资产收益率要高于美国，美元指数下行。4-5月期间，欧元兑美元升值了4.03%，美元指数下跌了3.42%。人民币兑美元升值了2.76%，但人民币对欧元贬值了1.03%，对英镑贬值了0.37%，说明人民币升值的主要原因并不是以国别因素为主。

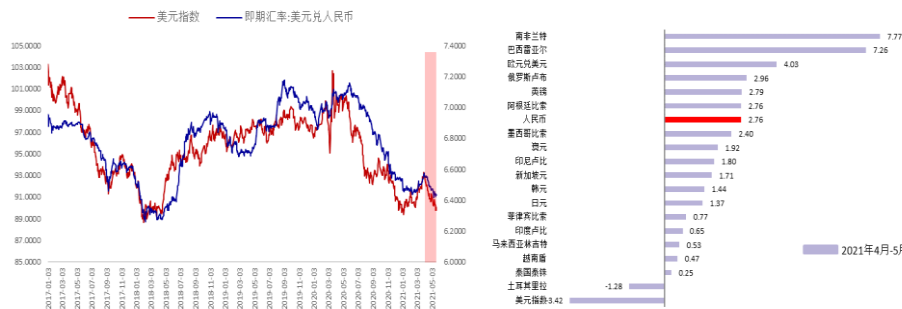
全球主要国家货币中，人民币表现仍然比较优秀。4-5月份人民币对美元升值的升值幅度仍然较高，在亚洲国家中升值幅度最高。资源国货币升值幅度更快，阿根廷、俄罗斯、巴西、南非货币升值幅度较大，尤其是在美元升值时期经济陷入困难的巴西和南非汇率快速回升。

人民币受全球风险偏好影响，只要美元不大幅贬值，人民币大幅升值的可能性不大。中国虽然经济表现较好，同时疫情控制的较为成功，但是人民币作为非可自由兑换的货币，中国和美国的经济对比并不能说明人民币汇率变动。人民币汇率偏离美元走势是出现了中国独有的变化，如5.18汇改、中美贸易战、贸易套利、人民银行干预汇率等，现阶段看来这些情况短时不会发生。

人民币近几天的升值可能与投机活动有关。5月26日开始人民币即期汇率快速走高，人民币升值较为明显，而同期美元指数回升，人民币汇率与美元走势背离。由于我国货币政策仍然是紧信用，而5月份末一个星期显示货币市场操作稍有紧张，中国的货币条件仍然是收敛状态的。这种情况下资金持续看好中国市场收益率从而流入的可能性较低，我们仍然认为人民币5月最后3天的走势与投机活动有关。

图1：人民币升值随美元而动（%）

图2：全球主要国家货币对美元变动（%）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、美元可能保持弱势震荡

美元的走势影响着全球金融资产的价格，美元指数的走势主要是由欧洲经济金融情况和美国经济金融情况对比、全球风险情绪等因素影响。我们分析美元进入下行周期的主要因素：美国的利率水平、美国经济与主要经济体对比是否衰落、美国双赤字状况、全球投资者风险情绪，来确定美元是否进入下行通道。

现阶段来看，美国和欧洲经济同时上行。美国经济仍然保持强劲，但其增长的速率可能低于欧洲。美国经济强劲的同时对量化宽松的退出预期更浓，美国的金融收缩速度可能要快于欧洲。在美国利率水平没有做出改变之前，预计现阶段美元可能弱势震荡。

### （一）欧洲资产收益率向上需要时间

美国利率已经到达底部，未来只会向上运行。美国经济表现较好，美国股市持续上行，美国 10 年期债券收益率已经回到了 1.6% 的水平上，美国通胀预期快速走高。这些因素预示着美国经济自疫情以来强劲恢复，随着新冠疫苗普及，美国就业会回到疫情前的水平。6~8 月份美国经济维持景气，同时美国金融有收紧预期，美国已经来到了修复的后半段。

欧洲疫情后的修复速度慢于美国，5 月份欧洲对“封锁”放开后，欧洲服务业会得到修复。欧洲的生产已经先于服务业修复，德国的生产表现较好，德国的通胀水平已经走高，这带动了德债收益率的上行。

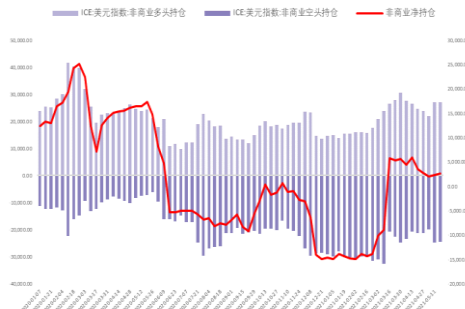
美债和德债的利差走低，而市场预期双方利差可能会继续回落，资金回流欧洲。10 年期德债收益率 5 月 19 日录得 -0.0900%，上升速度较快，法债收益率 5 月 26 日重回 0.1550%，美债和德债的利差从 3 月份的 2.0% 回落至 1.7% 左右。美国通胀预期上行，但美联储仍然反复强调不会改变货币政策，美债收益率维持在 1.6% 震荡，市场预期美联储改变决议后美债才会再次上行。

图 3：美债与德债和法债的利差 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4：美元指数持仓 (张)



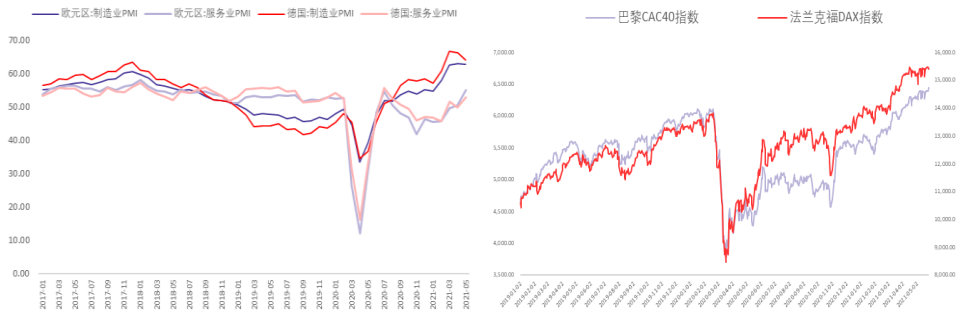
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

欧元区经济逐步复苏，服务业 PMI 持续上行，制造业 PMI 虽然有所回落但仍然处于高位。欧洲经济的复苏已经在资产价格中反应出来，欧洲主要股票市场指数均已超过疫情前的水平。德债和法债已经回到了 2019 年的水平，但是距离 2018 年的水平仍然有距离，德债和法债收益率可能随着欧洲经济好转进一步上行。在此情况下，投资者倾向于回到欧洲，从美元指数仓单上来看，3 月份后多头仓单大幅平仓。

但也要注意，欧洲的复苏不是一帆风顺的，欧洲的 PMI 指数高位回落，欧洲的新冠疫情并未得到完全控制，同时欧洲的疫苗普及率更慢。欧洲部分资产价格已经缓慢走高，同时美元指数的多头仓单在 5 月末上行，意味着随着美元指数的持续下跌，空头动能在逐步减弱。

图 5：欧元区 PMI (%)

图 6：德国和法国股指



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 美国经济仍然强劲

美国经济仍然保持强劲的增长,就业市场不断的好转。5月22日每周首次申请失业金人数40.6万人,低于市场预期,持续申领失业金人数364.2万人,劳动力市场持续好转。劳动力市场就业空缺达到812.3万人,就业市场处于快速修复的状态,非农企业工作人员时薪4月份上行至30.17美元/小时,劳动力市场仍然处于相对紧张的状态。

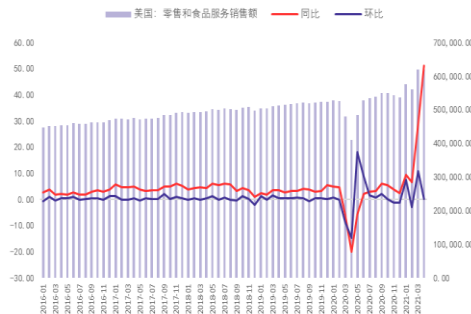
美国经济的先行指标出现小幅下滑的状态。5月21日ECRI先行指标继续上行,但增长的速度23.54%,增速速度虽然处于高位,但已经连续4周下滑。美国零售和食品服务销售额6166亿美元,环比增速0.02%,比上个月的10.68%大幅下滑,低于市场预期。

图7: 美国先行指数 (%)

图8: 美国消费数据 (百万美元、%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

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\\_19882](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19882)

