

2020 年 10 月 10 日

人民币升值驱动因素及未来走势

评级及分析师信息

宏观首席分析师：孙付
邮箱：sunfu@hx168.com.cn
SAC NO: S1120520050004
联系电话：021-50380388

投资要点：

► 本轮人民币升值情况

2020 年 5 月 29 日至 10 月 9 日，人民币对美元持续保持升值态势，从 7.1600 升至 6.7135，升值 4465BP，幅度 6.24%。同期，人民币对日元亦升值，对欧元有所贬值。

► 驱动人民币升值的因素

1) 基本面因素：

首先，6 月后，欧洲和日本疫情减弱，经济先于美国逐步解封，导致欧元和日元走强，美元走弱，该时间段美元指数回落 5.55%；

其次，5 月中旬以后，中国疫情得以有效控制，经济活跃程度逐步提升，呈现“先内需、后外需；先投资、后消费”的改善局面，且经济在 8 月以后加速回升状态；而同期，尽管美国经济有所“解冻”，但疫情显著反弹，对经济活跃度进一步提升产生抑制。这带来中美经济恢复节奏产生差异，反映到汇率上，必然导致人民币对美元会出现升值。

2) 政策因素：

5 月中旬以后，中国央行货币政策出现较为显著变化，基础流动性投放较为谨慎，政策从前期“较为宽松”向“相对稳健”转变，市场预期转变，利率掉头上行。而同期，美联储宽松政策持续加码，央行资产负债表不断扩张。中美货币政策“谨慎稳健”和“超级宽松”形成反差，也导致人民币对美元会出现升值。

9 月以后，中美财政政策预期也出现分化，市场普遍预计中国财政宽松力度会有所“减码”，而美国两党正讨论推行第二轮财政刺激计划，这也是促使人民币对美元升值的重要原因。

3) 中美利差：

经济基本面恢复节奏的差异和货币政策取向的分化，带来中国利率逐步上行，美国利率低位徘徊，中美利差拉阔，处于历史较高水平。这是人民币对美元出现升值的直接原因。

► 未来人民币汇率走势判断

预计 10 月底之前人民币对美元将维持相对强势，11 月以后人民币升值力量将会减弱，本轮升值目标区间在[6.7, 6.65]；今年年底，或明年年初，如果美国疫苗投入使用，美国经济恢复

加速，美元将转弱为强，人民币对美元可能有所贬值。

首先，疫情变化和疫苗情况是影响经济活跃度的关键因素，在疫苗未投入使用下，美国疫情显著改观难度较大，经济恢复节奏较难提升，美元将维持弱势。

其次，8月至10月是中国经济加速恢复期，后续伴随经济增速接近潜在水平、同时考虑前期政策“边际逐步趋于谨慎、稳健”，11月以后经济可能略有降温。美国经济在疫情控制前将保持“温和恢复”，疫情得以控制后可能出现加速回升情况。

再次，中美利差目前处于“峰值”区域。美债利率下行空间较小，需要谨防后续美国经济加速导致利率较快上行。近期中国利率上行主要受基本面“较强”经济数据牵引，11月后伴随经济迈向稳定，利率继续上行概率不大。

风险提示:经济出现超预期波动。

正文目录

1. 本轮人民币升值情况	4
2. 驱动人民币升值的因素	4
3. 未来人民币汇率走势判断	4
4. 风险提示	6

图表目录

图 1 人民币对美元汇率走势	5
图 2 中美 10 年债券收益率及利差 (%)	5
表 1: 人民币对主要货币汇率变化、人民币汇率指数及美元指数 (%)	4

1. 本轮人民币升值情况

2020 年 5 月 29 日至 10 月 9 日，人民币对美元持续保持升值态势，从 7.1600 升至 6.7135，升值 4465BP，幅度 6.24%。同期，人民币对日元亦升值，对欧元有所贬值。

表 1：人民币对主要货币汇率变化、人民币汇率指数及美元指数（%）

	变化方向（2020, 5, 29-2020, 10, 9）	变化幅度（2020, 5, 29-2020, 10, 9）
人民币对美元	升值	6.24%
人民币对欧元	贬值	0.59%
人民币对日元	升值	3.18%
CFETS 人民币汇率指数	走强	2.20%
美元指数	走弱	5.55%

资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

2. 驱动人民币升值的因素

1) 基本面因素：

首先，6 月后，欧洲和日本疫情减弱，经济先于美国逐步解封，导致欧元和日元走强，美元走弱，该时间段美元指数回落 5.55%；

其次，5 月中旬以后，中国疫情得以有效控制，经济活跃程度逐步提升，呈现“先内需、后外需；先投资、后消费”的改善局面，且经济在 8 月以后加速回升状态；而同期，尽管美国经济有所“解冻”，但疫情显著反弹，对经济活跃度进一步提升产生抑制。这带来中美经济恢复节奏产生差异，反映到汇率上，必然导致人民币对美元会出现升值。

2) 政策因素：

5 月中旬以后，中国央行货币政策出现较为显著变化，基础流动性投放较为谨慎，政策从前期“较为宽松”向“相对稳健”转变，市场预期转变，利率掉头上行。而同期，美联储宽松政策持续加码，央行资产负债表不断扩张。中美货币政策“谨慎稳健”和“超级宽松”形成反差，也导致人民币对美元会出现升值。

9 月以后，中美财政政策预期也出现分化，市场普遍预计中国财政宽松力度会有所“减码”，而美国两党正讨论推行第二轮财政刺激计划，这也是促使人民币对美元升值的重要原因。

3) 中美利差：

经济基本面恢复节奏的差异和货币政策取向的分化，带来中国利率逐步上行，美国利率低位徘徊，中美利差拉阔，处于历史较高水平。这是人民币对美元出现升值的直接原因。

3. 未来人民币汇率走势判断

首先，疫情变化和疫苗情况是影响经济活跃度的关键因素，在疫苗未投入使用下，美国疫情显著改观难度较大，经济恢复节奏较难提升，美元将维持弱势。

其次，8月至10月是中国经济加速恢复期，后续伴随经济增速接近潜在水平、同时考虑前期政策“边际逐步趋于谨慎、稳健”，11月以后经济可能略有降温。美国经济在疫情控制前将保持“温和恢复”，疫情得以控制后可能出现加速回升情况。

再次，中美利差目前处于“峰值”区域。美债利率下行空间较小，需要谨防后续美国经济加速导致利率较快上行。近期中国利率上行主要受基本面“较强”经济数据牵引，11月后伴随经济迈向稳定，利率继续上行概率不大。

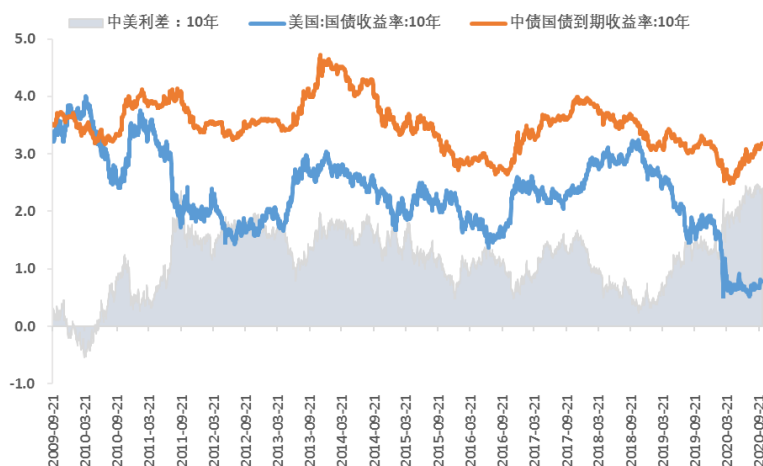
综上分析，预计10月底之前人民币对美元将维持相对强势，11月以后人民币升值力量将会减弱，本轮升值目标区间在[6.7, 6.65]；今年年底，或明年年初，如果美国疫苗投入使用，美国经济恢复加速，美元将转弱为强，人民币对美元可能有所贬值。

图1 人民币对美元汇率走势



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

图2 中美10年债券收益率及利差 (%)



资料来源：WIND 资讯、华西证券研究所

4. 风险提示

宏观经济出现超预期波动，比如中美贸易摩擦出现超预期的变化，将对相关经济指标预测带来不确定性。

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_2205

