

2020年09月20日

人民币升值，或已近尾声

宏观研究团队

——宏观经济专题

赵伟（分析师）

zhaoweil@kysec.cn

证书编号：S0790520060002

徐骥（分析师）

xuji@kysec.cn

证书编号：S0790520070008

曹金丘（联系人）

caojinqiu@kysec.cn

证书编号：S0790120080057

● **随着中美经济周期“错位”修复、中美利差收窄等，人民币升值或已近尾声**
中美不同疫情形势下、经济周期出现“错位”等，带动人民币汇率6月以来大幅升值。疫情爆发后，中国快速控制住疫情，有序推进经济重启；而美国疫情出现二次爆发，经济重启受阻。中国货币政策回归正常化、美国政策立场不变，进一步加大经济周期错位问题。受此影响，人民币兑美元汇率6月以来大幅走强。

中美利差的持续加速走扩，吸引外资大举流入中国、进一步推动人民币汇率走强。中美利差，能直接影响外资对人民币资产的配置行为。6月以来，经济周期错位及货币政策分化背景下，中美利差持续加速走扩至240bp以上，刷新历史新高。受此带动，外资大举流入、加速配置人民币资产，进一步推升人民币汇率。

周期视角来看，在实际利率及库存水平降至历史低位后，美国经济已具备复苏条件。历史经验显示，历次美国经济走出衰退，与低利率环境支撑企业盈利反弹密切相关；同时，库存大幅下滑后，经济往往拥有较大反弹空间。此次疫情爆发后，伴随美联储放松货币、零售商等去库存，美国实际利率、库存水平已降至低位。

美国经济前期表现不佳，主要受疫情二次爆发拖累；最新情况来看，随着人口大州提升防控力度，以及疫苗研发顺利，美国疫情或已相对可控。疫情二次爆发后，美国各类线下活动持续降温，拖累经济表现。最新情况来看，美国主要人口大州已全面加强防控，疫情自7月中旬起持续改善；同时，疫苗最快可能年底入市。

伴随疫情可控，美国经济修复或将加速，通胀压力趋逐步显现；受此影响，长端美债收益率或进入上行通道。疫情可控下，美国各类经济活动或将加速恢复正常；库存周期也有望开启，推动经济复苏节奏进一步加快。随着美国经济增长加速，以及通胀压力逐步显现，长端美债收益率或将逐步脱离低位、进入到上行通道。

长端美债收益率的上行，可能导致美股及全球其他主要资本市场的波动不断加剧。4月以来，受宽松流动性环境支持估值大幅提升带动，美股及全球其他主要风险资产大幅上涨。未来一段时间，随着长端美债收益率进入上行通道，美股等风险资产的估值或将开始承压。受此影响，美股等风险资产的波动或不断加剧。

伴随中美经济周期“错位”问题加速修复，人民币兑美元汇率升值趋势或已近尾声。疫情改善后，美国8月制造业PMI新订单指数飙升至67.6%，远超中国的52%。随着美国经济增长加速，推动中美经济修复节奏收敛、中美利差收窄，叠加海外市场波动加剧可能干扰外资行为等，人民币兑美元升值趋势或已近尾声。

● **风险提示：** 种族矛盾激化，引发美国骚乱加剧，导致疫情再次扩散。

相关研究报告

目 录

1、 周度专题：人民币升值，或已近尾声	4
2、 大类资产回溯：全球主要发达股指普跌	11
3、 重点关注：美国 8 月耐用品订单数据	13
4、 数据跟踪：美国 8 月工业生产不及预期	13
4.1、 美国数据	13
4.1.1、 美国 8 月工业生产及地产开工数据均不及预期	13
4.1.2、 美国 8 月零售销售不及预期，9 月消费者信心指数创近 7 个月新高	14
4.1.3、 当周初请失业金人数略差于预期，当周 EIA 原油库存意外大减	14
4.2、 欧洲数据	14
4.2.1、 欧元区 9 月经济景气指数再创新高，7 月工业产出增速环比增速回落	14
5、 风险提示	15

图表目录

图 1： 6 月以来，美元兑人民币汇率持续、大幅下滑	4
图 2： 6 月以来，CFETS 人民币指数止跌反弹	4
图 3： 美元兑人民币汇率与美元指数走势高度正相关	4
图 4： 疫情爆发后，中国比美国更快摆脱了疫情的拖累	4
图 5： 疫情爆发后，中国制造业 PMI 比美国更快反弹	5
图 6： 疫情爆发后，中国工业生产比美国更快恢复正增长	5
图 7： 6 月以来，中美银行间同业拆借利率走势分化	5
图 8： 6 月以来，中美利差加速走扩、不断刷新历史新高	5
图 9： 外资配置中国国债行为与中美利差高度相关	5
图 10： 外资的大举流入，加速了人民币汇率升值	5
图 11： 美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关	6
图 12： 2008 年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升	6
图 13： 美联储宽松货币政策下，美国实际利率大幅回落	6
图 14： 美国企业盈利同步指标资本品新订单持续反弹	6
图 15： 2 季度，库存对美国 GDP 的拖累刷新历史记录	7
图 16： 2 季度，美国库存同比增速大幅下滑	7
图 17： 6 月后，美国疫情出现二次集中爆发	7
图 18： 疫情二次爆发后，持续领先失业金人数下滑放缓	7
图 19： 疫情二次爆发后，美国餐饮消费增速由涨转跌	7
图 20： 受疫情二次爆发拖累，美国零售销售改善较慢	7
图 21： 7 月中旬以来，美国疫情二次爆发地区病例下滑	8
图 22： 7 月中旬以来，主要共和党人口大州疫情改善	8
图 23： 疫情的二次爆发，拖累了美国服务消费修复速度	9
图 24： 居民薪酬收入的反弹，将支撑美国私人消费改善	9
图 25： 美国库存增速领先指标库存销售比已大幅下滑	9
图 26： 近几个月来，多个制造业行业原材料库存反弹	9
图 27： 6 月以来，美国 CPI、核心 CPI 同比开始反弹	9
图 28： 美国 CPI 同比走势，滞后私人消费增速变化	9

图 29: 经历大幅提升后, 美股估值已刷新历史新高	10
图 30: 美股和外资持有的 A 股金额关联密切	10
图 31: 疫情形势改善后, 美国经济快速释放增长动能	10
图 32: 疫情形势持续改善下, 美元指数贬值或近尾声	10
图 33: 当周, 美元、欧元下跌, 英镑、日元上涨	11
图 34: 当周, 美元指数震荡下跌	11
图 35: 当周, 主要国家 10Y 国债收益率多数下行	12
图 36: 当周, 10Y 美债收益率震荡上行	12
图 37: 当周, 全球主要发达股指普跌	12
图 38: 当周, 纳斯达克指数、恒生指数双双下跌	12
图 39: 当周, WTI、Brent 原油价格大幅反弹	12
图 40: 当周, COMEX 黄金价格上涨	12
图 41: 美国 8 月工业产出环比增速继续回落	13
图 42: 美国 8 月营建许可、新屋开工双双回落	13
图 43: 美国 8 月零售销售环比增速继续回落	14
图 44: 美国 9 月密歇根大学消费者信心指数回升	14
图 45: 美国当周初请失业金人数略差于预期	14
图 46: 美国当周 EIA 原油库存意外大减	14
图 47: 欧元区、德国 9 月经济景气指数再创新高	15
图 48: 欧元区 7 月工业产出环比增速回落	15
表 1: 中、美、英等三国的多款新冠病毒疫苗, 已进入上市前的 III 期人体试验阶段	8
表 2: 海外重点数据发布日期情况	13

1、周度专题：人民币升值，或已接近尾声

事件：6月以来，美元兑人民币汇率快速下跌至7以下，跌幅超5个百分点。

数据来源：Wind

点评：

6月以来，人民币汇率持续、大幅升值，引发市场广泛讨论。市场数据显示，6月1日至9月18日，人民币兑美元汇率升值幅度超过5个百分点^①，CFETS人民币汇率指数也自低位反弹，由91.69升至93.6。人民币汇率的持续、大幅升值，引发了市场的广泛讨论。部分市场观点认为，人民币汇率已进入趋势性升值通道。然而，事实是否真的如此？

图1：6月以来，美元兑人民币汇率持续、大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

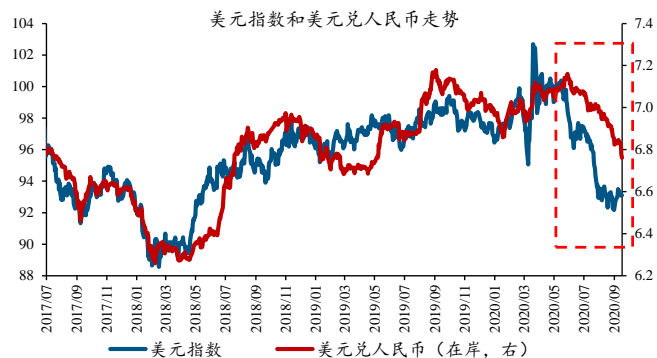
图2：6月以来，CFETS人民币汇率指数止跌反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

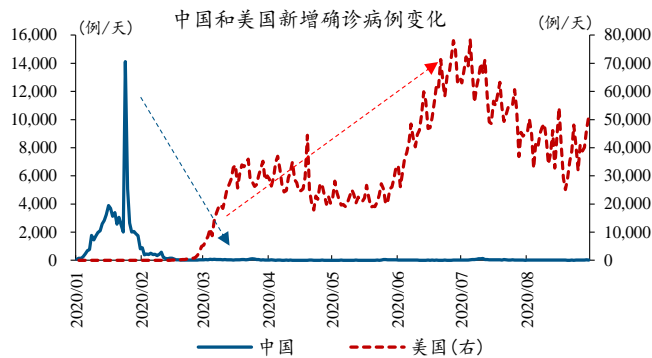
人民币汇率在过去3个月大幅升值，与疫情“错位”下，中美经济周期出现“错位”紧密相关。现实中，汇率走势主要受经济体之间的经济相对强弱程度影响。过去3个月，人民币兑美元汇率大幅升值背后，是中美疫情“错位”下，经济周期出现“错位”。具体来看，疫情在本土爆发后，中国快速控制住疫情发展，并有序推进经济重启。而美国方面，疫情出现了二次集中爆发，经济重启受阻。

图3：美元兑人民币汇率与美元指数走势高度正相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

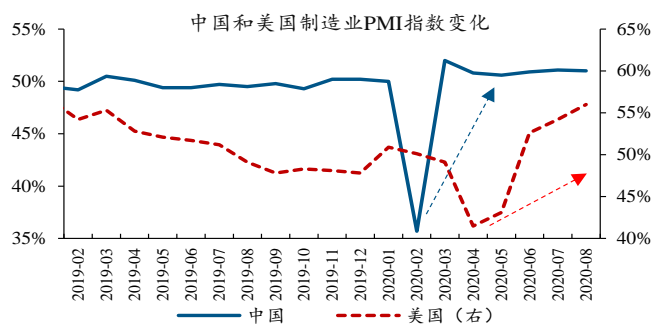
图4：疫情爆发后，中国比美国更快摆脱了疫情的拖累



数据来源：Wind、开源证券研究所

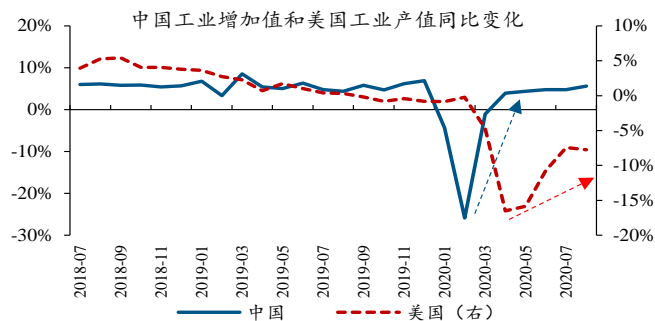
^① 美元兑人民币汇率（在岸）由7.145下跌至6.768，跌幅超5个百分点。

图5: 疫情爆发后, 中国制造业 PMI 比美国更快反弹



数据来源: Wind、开源证券研究所

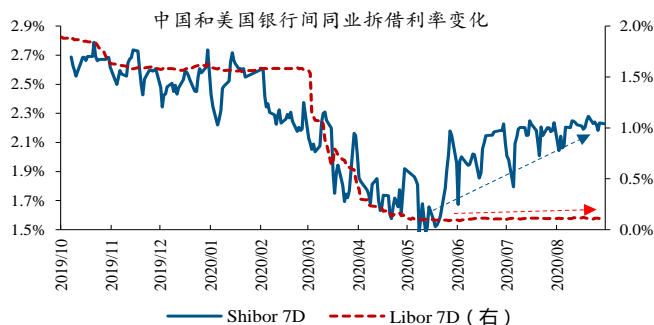
图6: 疫情爆发后, 中国工业生产比美国更快恢复正增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

与经济周期“错位”相伴的, 还包括中美利差持续加速走扩, 不断刷新历史新高。随着中国快速走出疫情、经济持续有序修复, 中国央行主动推动货币政策回归正常化。与中国央行不同的是, 因美国经济表现不佳, 美联储继续实施非常规货币政策, 进行了大量的资产购买。伴随中美经济周期“错位”、货币政策方向分化, 中美利差(10Y 中债-美债收益率)持续加速走扩。截至 9 月 18 日, 中美利差已走扩至 240bp 以上, 刷新历史新高。

图7: 6 月以来, 中美银行间同业拆借利率走势分化



数据来源: Wind、开源证券研究所

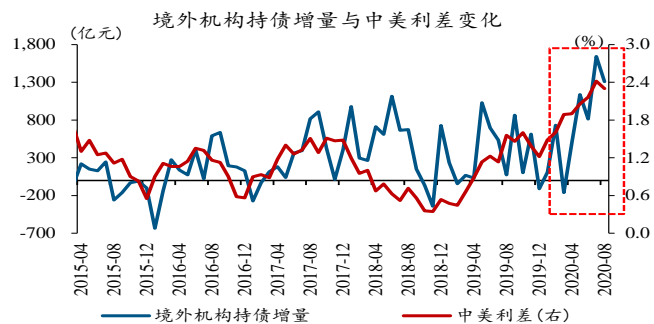
图8: 6 月以来, 中美利差加速走扩、不断刷新历史新高



数据来源: Wind、开源证券研究所

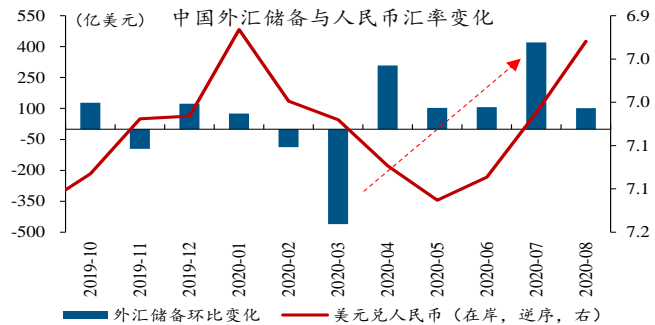
在中美利差大幅走扩的带动下, 外资大举流入中国、加速配置人民币资产, 进一步推动人民币汇率走强。中美利差, 能直接影响外资对人民币资产的配置行为。例如, 中美利差走扩时, 外资往往增加人民币资产的配置。从最新市场数据来看, 6 月以来, 伴随中美利差大幅走扩, 外资大举流入中国, 加速配置中国国债等人民币资产。外资的大举流入, 进一步强化了人民币升值预期, 推动人民币汇率加速走强。

图9: 外资配置中国国债行为与中美利差高度相关



数据来源: Wind、开源证券研究所

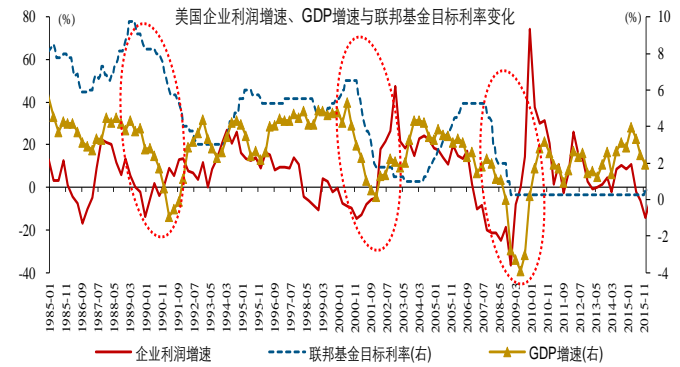
图10: 外资的大举流入, 加速了人民币汇率升值



数据来源: Wind、开源证券研究所

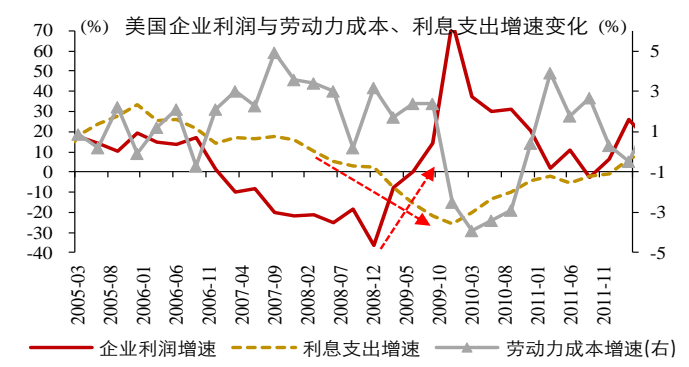
然而从周期视角来看，实际利率降至历史低位的背景下，美国经济已具备复苏条件。美国经济周期中，企业盈利是最核心的驱动力，领先私人投资、消费及 GDP 等变化。美国企业盈利，与劳动力成本和融资成本等高度负相关。回溯历史，历次美国经济由衰退转向复苏，与低利率环境降低融资成本、支撑企业盈利反弹紧密相关。3 月疫情在美国爆发后，随着美联储紧急降息及重启 QE 等，美国实际利率水平快速回落至历史低位。受此影响，美国企业融资成本显著下滑，企业盈利的多个同步指标自 5 月起大幅反弹。伴随着企业盈利改善，美国经济已具备复苏条件^②。

图11：美国经济走出衰退，与美联储放松货币紧密相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：2008年前后，融资成本下滑助力企业盈利回升



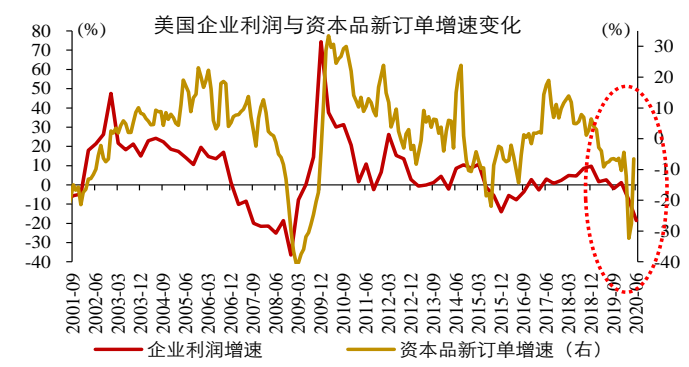
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：美联储宽松货币政策下，美国实际利率大幅回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：美国企业盈利同步指标资本品新订单持续反弹

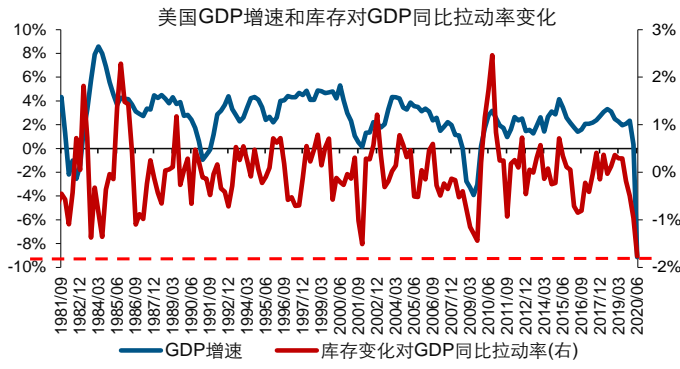


数据来源：Wind、开源证券研究所

库存同时降至历史低位，或意味着美国经济在走出衰退后，具有较大弹性。4 月以来，受疫情反复及随后出现二次集中爆发等影响，美国大部分州在复工过程中，复产进程较为缓慢。这一背景下，美国零售商及批发商库存持续、大幅下滑，并拖累私人部门整体库存水平降至历史低位。结合历史经验来看，库存降至历史低位后带来的潜在、巨大补库需求，或使美国经济走出衰退后、具有较大弹性。

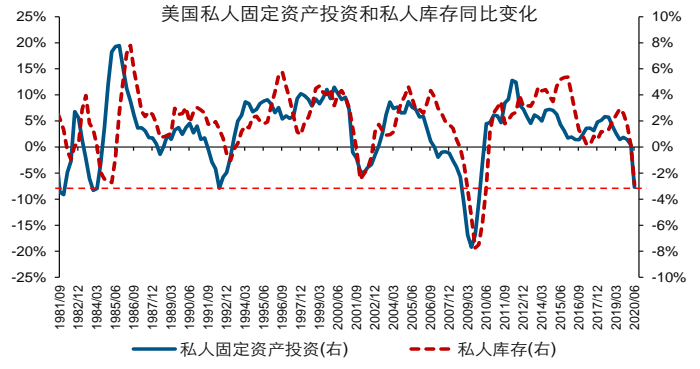
^② 关于美国经济周期的详细分析，请参考我们已发布报告《美国经济之辩》。

图15: 2 季度, 库存对美国 GDP 的拖累刷新历史记录



数据来源: Wind、开源证券研究所

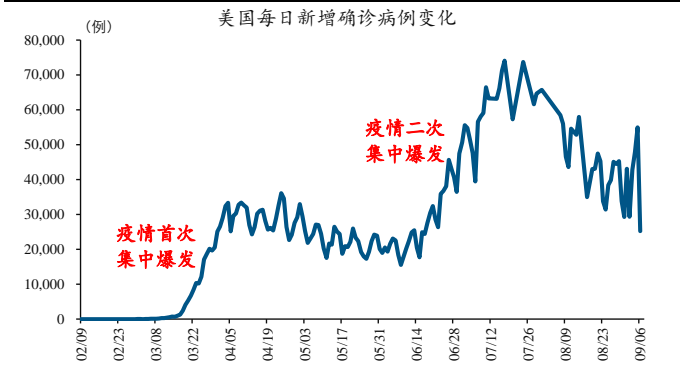
图16: 2 季度, 美国库存同比增速大幅下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

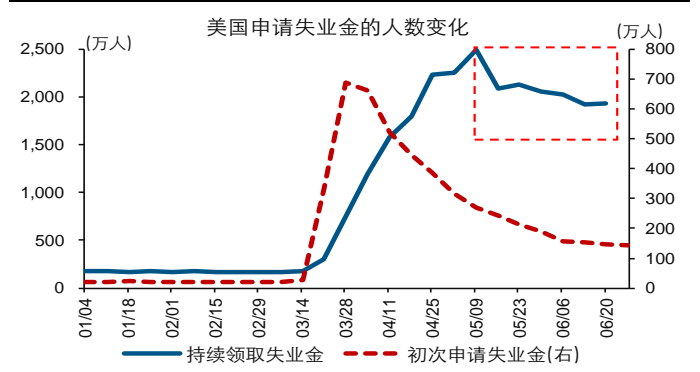
美国经济前期一直表现不佳, 主要与疫情二次爆发、拖累私人部门资产负债表修复进程有关。美国经济走出衰退后的复苏节奏, 受私人部门资产负债表的修复进程等影响较大。6 月以来, 美国经济持续表现不佳, 主因疫情出现二次爆发、拖累私人部门资产负债表修复进程。具体来看, 受部分共和党人口大州激进复工、放松甚至取消防控措施等影响, 美国新增确诊病例自 6 月起, 由 2 万例/天左右激增至 7 万例/天以上。伴随疫情二次爆发, 美国持续领取失业金人数下滑速度显著放缓, 餐饮消费增速等由涨转跌, 各类线下经济活动持续降温。

图17: 6 月后, 美国疫情出现二次集中爆发



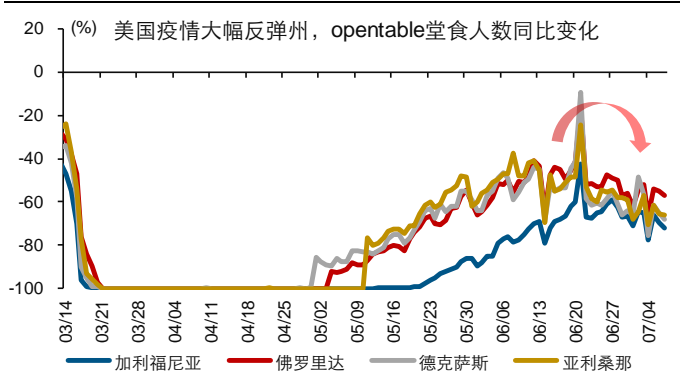
数据来源: Wind、开源证券研究所

图18: 疫情二次爆发后, 持续领先失业金人数下滑放缓



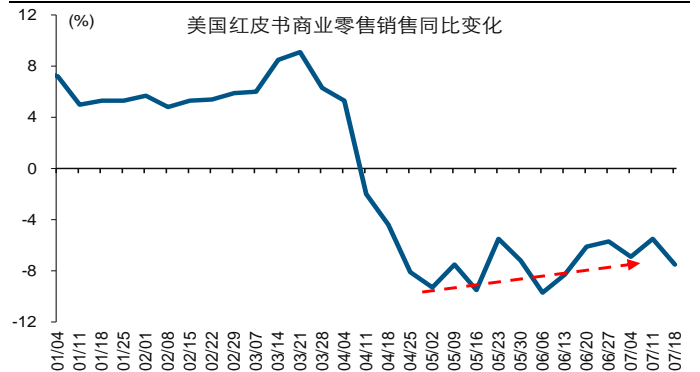
数据来源: Wind、开源证券研究所

图19: 疫情二次爆发后, 美国餐饮消费增速由涨转跌



数据来源: Wind、开源证券研究所

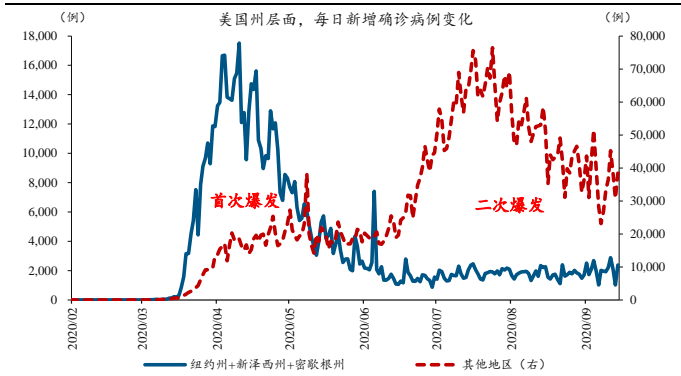
图20: 受疫情二次爆发拖累, 美国零售销售改善较慢



数据来源: Wind、开源证券研究所

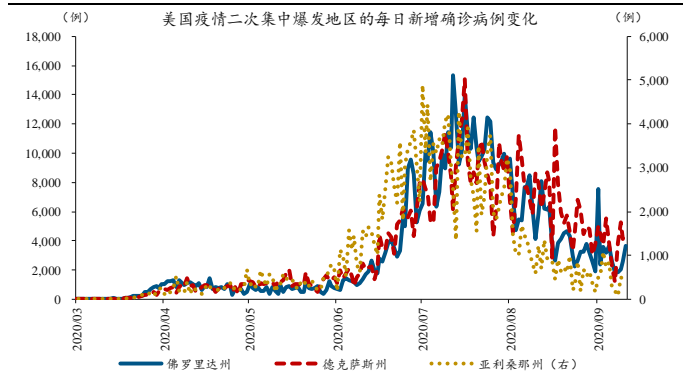
最新情况来看,随着主要人口大州全面提升防控力度,以及疫苗研发进展顺利,美国疫情或已相对可控。疫情二次爆发后,美国主要人口大州全面提升防控力度,逐步控制住疫情发展。疫情数据显示,自7月中旬起,美国新增确诊病例见顶回落,开始趋势性下滑。与此同时,美国、中国等新冠疫苗的研发进展也十分顺利;根据美国疾病控制和预防中心(CDC)的预测,美产疫苗最快可能在年底或2021年年初上市。(关于美国疫情的详细分析,请参考我们已发布报告《美国疫情,至暗时刻或已过》。)

图21: 7月中旬以来,美国疫情二次爆发地区病例下滑



数据来源: WHO、Wind、开源证券研究所

图22: 7月中旬以来,主要共和党人口大州疫情改善



数据来源: WHO、Wind、开源证券研究所

表1: 中、美、英等三国的多款新冠病毒疫苗,已进入上市前的III期人体试验阶段

国家	公司/机构	疫苗类型	临床进度
中国	武汉生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	III期人体试验
	科兴生物	灭活病毒疫苗	III期人体试验 早期/限制使用阶段
	北京生物所/国药集团	灭活病毒疫苗	III期人体试验
	康希诺&中国军事医学科学院	重组病毒载体疫苗	III期人体试验 早期/限制使用阶段
美国&德国&中国	美国辉瑞公司 Pfizer Inc & 德国 BioNTech SE & 中国复星医药	核酸疫苗(mRNA)	II期至III期人体试验
美国&新加坡	加州的 Arcturus 治疗公司和新加坡杜克大学医学院	核酸疫苗(mRNA)	I期/II期人体试验
美国	莫德纳公司 (Moderna Inc.)	核酸疫苗(mRNA)	III期人体试验
	强生 (Johnson & Johnson)	重组病毒载体疫苗	I期/II期人体试验
	诺瓦克斯 Novavax	蛋白质疫苗	I期/II期人体试验
	阿斯利康、康希诺与牛津大学	重组病毒载体疫苗	II期/III期人体试验

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_2428

