

人民币还有升值动力吗？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669号

报告要点

6月份以来人民币升值有四大原因——美元贬值、贸易顺差扩大、外资加速流入、升值预期自我强化。未来1年人民币仍有升值动力。首先，我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来1年仍处于较高水平。其次，我国经济较好、利率较高，将继续吸引外资流入。再次，美元指数未必会大幅贬值，但未来人民币受美元影响可能降低。最后，人民币升值预期尚未充分释放，预期可能强化并推动人民币升值。

摘要：

6月份以来人民币升值有四大原因。1) **美元贬值**。5月下旬以来，美元指数贬值幅度达到8%左右，给人民币带来了较强的升值动力。2) **贸易顺差扩大**。今年4月份以来，我国贸易差额较此前的月均水平扩大250亿美元左右，其中商品贸易贡献150亿美元，服务贸易贡献100亿美元。3) **外资加速流入**。疫情之后，我国经济率先修复，中美利差扩大100BP左右，这吸引外资流入。今年5-8月份，外资流入我国债券市场的规模月均增加120亿美元左右。今年7-8月份，外商直接投资同比增长12%以上，增速显著高于过去几年2%-4%的水平。4) **升值预期自我强化**。人民币的升值节奏与以上三个因素的节奏并非完全同步，这其中中美贸易摩擦和人民币升值预期变化的影响较大。人民币升值预期强化可能是9月份以来人民币快速升值的原因。

未来1年人民币仍有升值动力。1) **我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来1年仍支持人民币升值**。我国商品贸易顺差的扩大与服务贸易逆差的缩小均与海外疫情有关。海外疫情的完全控制可能要等到疫苗的广泛运用，这至少需要1年的时间。2) **我国经济较好的表现以及较高的利率水平将继续吸引外资流入**。我国疫情远好于美国，货币政策已经回归常态，而美联储预期在2023年前都不会加息，因此中美利差有望继续处于高位。我国加大国内市场开放的举措也将支持外资流入。3) **美元指数未必会继续大幅贬值，但未来人民币受美元影响可能降低**。美联储货币宽松对美元的贬值影响可能已经体现，欧元相对于美元也缺乏长期吸引力。近期人民币与美元的相关性已经显著减弱，未来人民币自身基本面对人民币的影响可能更大。4) **人民币升值预期尚未充分释放，预期可能强化并推动人民币升值**。最近3个月我国金融机构外汇存款明显扩大，反映部分市场参与者较多地留存了外汇。在人民币持续升值的背景下，他们对人民币的信心可能增强，那么人民币的升值动力有望进一步加强。

风险因子：1) 中美贸易摩擦加剧



宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citcifs.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citcifs.com
从业资格号：F3061482

目 录

摘要:	1
一、6月份以来人民币升值的原因.....	3
(一) 美元大幅贬值是人民币升值的重要原因.....	3
(二) 贸易顺差扩大支持人民币升值.....	4
(三) 外资加速流入有利于人民币升值.....	4
(四) 升值预期的强化可能是9月份以来人民币升值的重要原因.....	5
二、未来1年人民币仍有升值动力.....	6
(一) 我国贸易顺差扩大与海外疫情有关, 预计未来1年仍支持人民币升值.....	6
(二) 我国经济的较好表现以及较高的利率水平将继续吸引外资流入.....	8
(三) 美元指数未必会大幅贬值, 但未来人民币受美元影响可能降低.....	8
(四) 人民币升值预期尚未充分释放, 预期可能强化并推动人民币升值.....	10
免责声明.....	11

图目录

图表 1: 美元兑人民币及美元指数走势.....	3
图表 2: 国际收支口径的贸易差额: 当月值.....	4
图表 3: 中美国债利差与境外机构持有国内债券的月增量.....	5
图表 4: 外商直接投资及其增速.....	5
图表 5: 陆股通月度净买入金额.....	5
图表 6: 我国出口与进口金额(美元)当月同比增速.....	7
图表 7: 我国防疫相关物资出口金额(美元)当月同比增速.....	7
图表 8: 我国国际服务贸易差额.....	7
图表 9: 我国国际服务贸易差额的主要分项.....	7
图表 10: 欧元兑美元走势与美欧利差.....	9
图表 11: 美国和欧洲主要经济体每日新增确诊病例数.....	9
图表 12: 美联储与欧央行总资产规模.....	9
图表 13: 美国与欧元区10年国债收益率及其利差.....	9
图表 14: 银行代客涉外收支差额与人民币年度升贬值幅度.....	10
图表 15: 金融机构新增外汇各项存款.....	10

一、6 月份以来人民币升值的原因

自6月初以来,人民币相对于美元趋势性升值5.7%。关于人民币升值的原因,有三种可能的解释。一是美元贬值导致人民币升值;二是我国贸易顺差扩大推动人民币升值;三是外资加速流入推动人民币升值。我们认为,这三个因素对人民币升值都有贡献。除此之外,市场对中美贸易摩擦担忧的缓解和人民币升值预期的强化可能是8月份以来尤其是9月份以来人民币快速升值的重要原因。

(一) 美元大幅贬值是人民币升值的重要原因

从走势上来看,6月份以来,美元贬值与人民币升值大体同步,且美元贬值幅度更大,这说明美元贬值至少是人民币升值的一个重要原因。自5月下旬以来,美元指数贬值幅度达到8%左右,并创过去2年的新低。美元的大幅度贬值给人民币带来了较强的升值动力。

更细致地看,美元贬值节奏与人民币升值节奏存在明显差异,那么这是否意味着人民币升值与美元贬值无关呢?7月中下旬,美元指数从96快速贬值到92,但人民币兑美元窄幅震荡。这段时间人民币并未跟随美元贬值有两个原因:1)人民币升值面临7.0这个关键阻力位;2)中美摩擦对人民币升值构成一定的压制。正是因为7月中下旬人民币并未跟随美元贬值,积累了较大的升值动力和空间,因此在8月份美元偏弱震荡的背景下,人民币升值幅度较大。再往前看,人民币即期汇率的高点是在5月28号,而美元指数在此之前已经明显贬值,美元贬值领先于人民币升值。这些节奏的差异恰恰说明美元贬值领先于人民币升值,是人民币升值的重要原因。

图表1: 美元兑人民币及美元指数走势



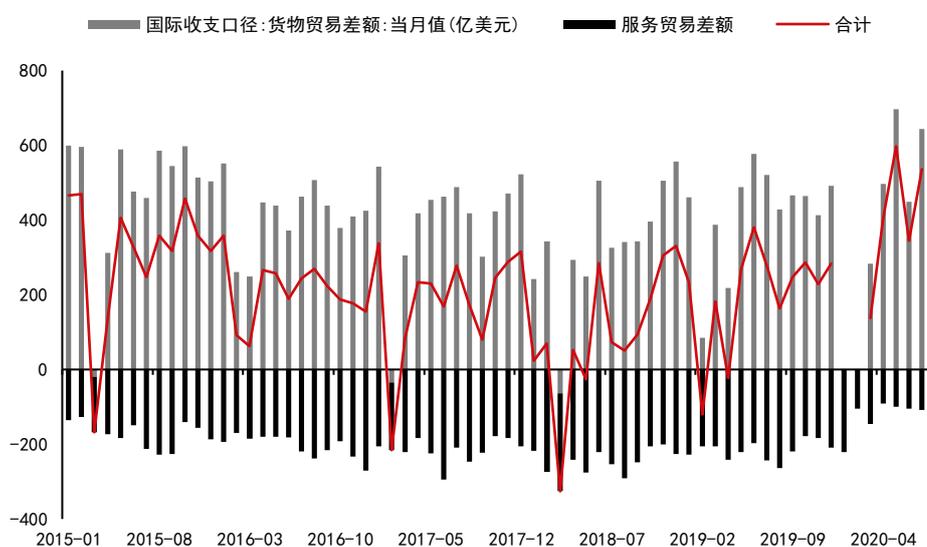
资料来源: Wind 中信期货研究部

（二）贸易顺差扩大支持人民币升值

今年4月份以来，我国国际收支口径的贸易差额较此前的月均水平扩大 250 亿美元左右，这对人民币的升值构成有力的支持。一方面，我国货物贸易顺差扩大了 150 亿美元左右；另一方面，我国服务贸易逆差减小 100 亿美元左右。

值得注意的是，今年4、5月份我国贸易差额已经显著扩大，但人民币并未随之升值，这说明贸易差额的扩大在短期（1-3个月）不一定会导致人民币升值。毕竟市场参与者的预期、情绪以及短期资金流动对人民币汇率的影响可能更大。

图表2：国际收支口径的贸易差额：当月值



资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）外资加速流入有利于人民币升值

今年新冠疫情对全球经济造成了巨大的冲击，但我国对疫情控制很好，经济率先修复，这使得我国对外资的吸引力较强。

首先，我国货币政策定力和经济的较好表现使得中美利差扩大 100BP 左右，这吸引外资流入。今年疫情之后，美联储迅速将联邦基金目标利率降至 0%-0.25% 的水平，累计降息幅度高达 150BP。相对而言，我国央行在降息上较为克制，7 天期 OMO 利率和 1 年期 MLF 利率仅下调 30BP。这使得中美利差扩大 100BP 左右，吸引外资流入。以我国债券市场为例，今年 5-8 月份，由于中美利差扩大，外资流入我国债券市场的规模月均增加 120 亿美元左右。今年 5-8 月份，境外机构持有的我国债券的月增量达到 1152 亿元，显著高于去年月均 380 亿元的水平，也高于今年 1-4 月份月均 309 亿元的水平。

其次，我国经济的较好表现使得外商直接投资有所增加。过去几年，我国外

伤直接投资年增速在 2%-4%之间。今年 4 月份以来，我国外商直接投资增速明显偏高，尤其是 7、8 月份增速高达 12%以上。

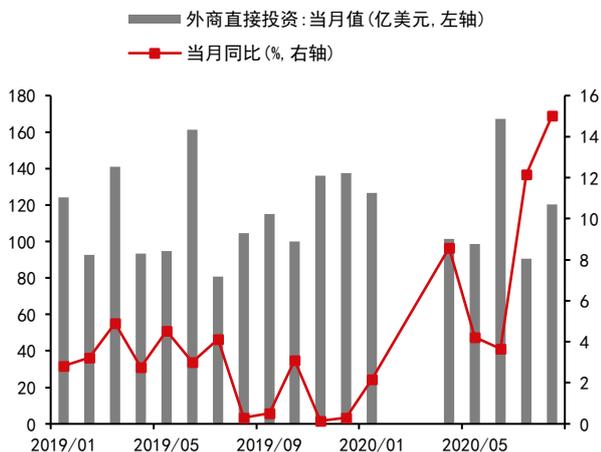
最后，今年以来，陆股通流入规模也处于较高水平。虽然今年以来陆股通净流入规模并未超过去年水平，但仍处于较高水平，显示我国资产对外资仍有较大的吸引力。

图表3：中美国债利差与境外机构持有国内债券的月增量



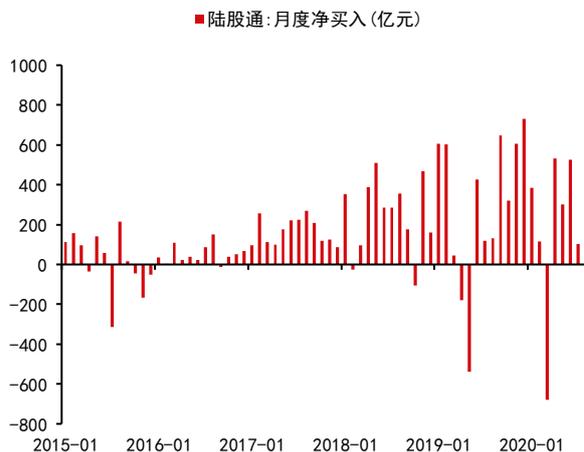
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4：外商直接投资及其增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5：陆股通月度净买入金额



资料来源：Wind 中信期货研究部

（四）升值预期的强化可能是 9 月份以来人民币升值的重要原因

尽管美元贬值、我国贸易顺差扩大和中美利差扩大是人民币对美元升值的基本原因，但是人民币的升值节奏与这三个因素并非完全同步。比如前面我们指出

美元贬值节奏与人民币升值节奏并不完全同步，这其中中美贸易摩擦和人民币升值预期的变化影响较大。

9 月份以来，市场关于人民币升值的讨论愈来愈多，而人民币的升值又强化了人民币的升值预期。预期的自我强化可能是 9 月份以来人民币快速升值的重要原因。

二、未来 1 年人民币仍有升值动力

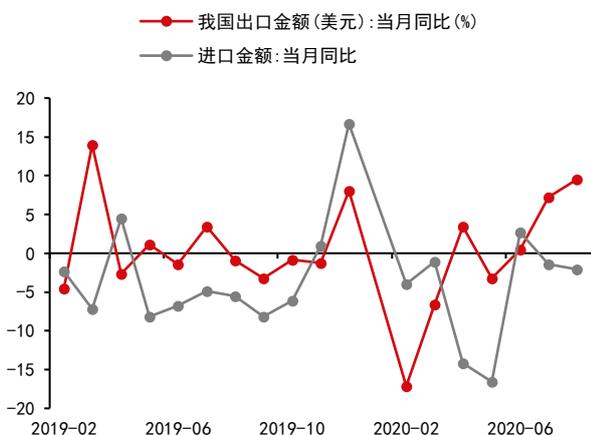
前面我们指出 6 月份以来人民币升值的 3 个原因。未来这 3 个逻辑如何演变将在很大程度上决定人民币的走势。下面我们分别予以讨论。

（一）我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来 1 年仍支持人民币升值

我国贸易顺差的扩大是支持人民币升值的重要原因。那么当前较高的贸易顺差在未来能否维持呢？我们认为我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来 1 年我国贸易顺差仍处于较高水平，继续支持人民币升值。

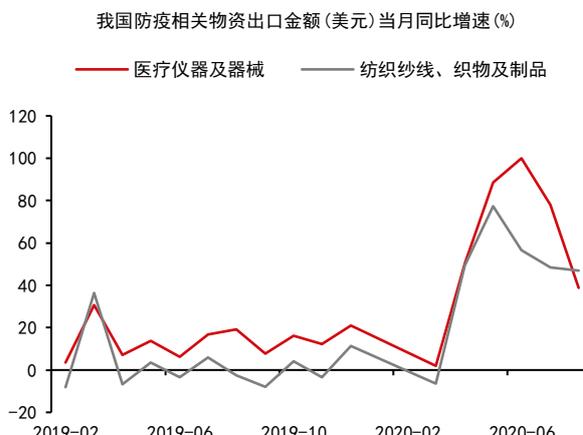
首先，在海外疫情消退之前，我国商品贸易顺差有望维持较高水平。从时间点来看，我国商品贸易顺差的扩大始于今年 4 月份，恰好是我国疫情基本得到控制而海外疫情逐步扩散的阶段。这并非偶然。事实上，我国商品贸易顺差的扩大与海外疫情有较大关系。这两个传导途径。一是海外疫情对海外经济体的供应造成了负面影响，需要通过增加进口来满足需求，而我国由于疫情控制很好供应基本恢复能够满足这种需求。从逻辑上讲，疫情对供应和需求均有影响。在疫情较为严重的时候，疫情对供应的影响可能显著大于对需求的影响。以我国为例，今年 1-2 月份是我国疫情最严重而海外疫情较为轻微的阶段。由于海外疫情较为轻微，因此我国商品的出口需求相对稳定。但是，今年 1-2 月份是我国出口表现最差的阶段，同比大幅减少 17.1%，原因在于疫情导致的停工停业使得我国出口供应受限；相对而言，我国进口的降幅就小很多，仅 4 个百分点。二是海外疫情使得相关国家对我国防疫物资的需求大幅增加。今年 4 月份之后，我国医疗仪器及器械、纺织纱线及制品（包含口罩）等防疫物资出口增速大幅提高。中美贸易协定的执行可能对我国商品贸易顺差有一定的负面影响，但不改变我国商品贸易差额较高的格局。根据中美第一阶段贸易协定，中国将在 2020 和 2021 年增加购买 2000 亿美元的美国商品。今年上半年由于疫情的影响，我国从美国的采购受到一定的影响，预计未来有所加快。按未来每个月增加 100 亿美元的美国商品进口估算，这一体量也低于我国贸易顺差月均扩大 150 亿美元的规模。更关键的是，中国从美国的进口增加将部分被从其它国家的进口减少所抵消。综上所述，我们认为在海外疫情消退之前，我国商品贸易顺差有望维持较高水平。

图表6: 我国出口与进口金额(美元)当月同比增速



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表7: 我国防疫相关物资出口金额(美元)当月同比增速

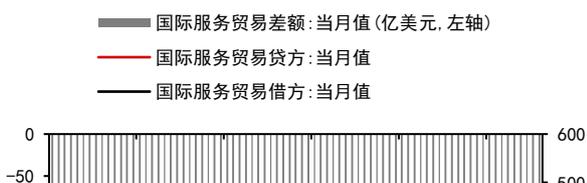


资料来源: Wind 中信期货研究部

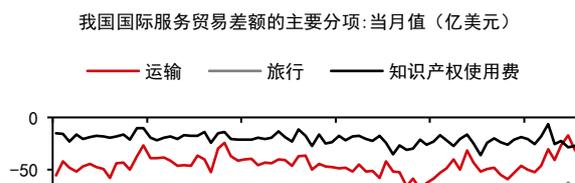
其次,在海外疫情消退之前,我国服务贸易逆差将持续处于较低水平。今年疫情爆发之后,我国服务贸易逆差每月减小100亿美元左右,主要是因为服务贸易的支出减少,而收入相对稳定。从分项数据来看,旅行是我国服务贸易逆差的主要来源。疫情之后,由于海外疫情爆发,我国出国旅行大量减少,这导致旅行支出大幅减少。运输也是我国服务贸易逆差的一个重要来源,疫情之后也有所减少。由于中美第一阶段贸易协定的签订,今年以来我国加大了知识产权保护力度,但这对我国知识产权使用费的贸易差额影响甚小。综上所述,在海外疫情基本消退之前,预计我国服务贸易逆差仍将处于较低水平。

海外疫情的完全控制可能要等到疫苗的广泛运用,至少需要1年的时间。基于这一判断,我们预计未来1年我国贸易顺差都有望维持较高水平。

图表8: 我国国际服务贸易差额



图表9: 我国国际服务贸易差额的主要分项



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_2461



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>