

日期：2020年09月10日

国际货币格局不变 人民币延续波动升



分析师：胡月晓

Tel: 021-53686171

E-mail: huyuexiao@shzq.com

SAC 证书编号：S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《欧美资本市场将分化》

(2020年8月5日)

《后疫情时代的国际金融秩序大变局》

(2020年6月29日)

《中国货币变革现状和调控变化》

(2020年6月4日)

《大宗商品价格决定当前汇率走势》

(2020年3月24日)

《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》

(2020年3月15日)

《期限结构波动中缓降趋势明了》

(2020年1月13日)

■ 主要观点

国际货币市场风云起

美联储大放水之际引发的强美元态势并没有持续多久，3月下旬起，美元指数即进入下跌态势，并且至今未有扭转迹象。6月以来的人民币持续升值态势，增加了市场对人民币汇率变动前景的预期分歧，与以往相比，升跌双方均对自身判断更有信心。按照人民币汇率的市场价值和历史价格，以及人民币国际化的发展方向，稳中偏升是未来人民币汇率的不可逆转长期趋势，未来快速升值态势不会持续，节奏会放缓，但稳中偏升的方向不变！

人民币升值前景：方向未变，节奏改变

最新市场预期表明，市场对人民币汇率呈现了典型的中性看法——当前的快速升值有“J”形调整成分，未来将会略贬恢复至中枢基准线后走平，整体看，市场主流对汇率市场的预期相当趋向稳定，6.90成为明显的市场认识中枢。伴随中国经济在世界经济格局中位置改变，人民币在国际经济和金融格局中重要性提升，人民币逐渐升值是个大方向；基于人民币国际化和经济力量对比，人民币兑美元汇率趋势上稳中偏升的长期方向应不变。尽管短期市场汇率受当期国际经济、金融形势的影响，会有波动。

人民币汇率前景的决定和影响。

前期人民币的贬值，只是受到了石油为代表的大宗商品价格波动的影响，但石油价格回复到正常水平并稳定下来后，经济、市场和政策的基本面，将重新决定人民币的中长期走势！人民币汇率的长期平稳趋势，叠加中外利差的持续，无疑对国际资本的流入很有吸引力。即使未来人民币汇率波动性增加，只要未形成长期贬值性预期，中国资产在资本项目未自由化前，就不可能出现大的风险，即中国资产的风险整体上可防可控的。同时，也正因为资本流入是中长期趋势，本币中长期表现为稳中趋升态势，国际、国内的这种金融形势，也为国内治理楼市泡沫提供了绝无仅有的良机。

美元强势地位仍存

疫情改变了世界经济运行态势，但未能改变国际经济、金融格局，美元强势地位的国际金融格局特征仍将在较长时期内维持。美元主导国际货币金融格局的形成，是国际经济、金融格局演变的结果，其中2大因素的变化，起着决定性的推动作用——国际石油定价体系切换带来的油价基准下台阶，和美国金融体系的复苏。

美股“水席盛宴”难持续

美股狂欢是标准“水牛”。FED“放水”加剧资金“脱实向虚”。FED也无法无止境的扩张，一个纯粹建立在“放水”基础之上，没有经济基础支撑的股市，虽然表面上看企业因报表修复而显得很健康，实际上伴随FED报表扩张停止，随时可能面临深度调整！

目 录

一、国际货币市场风云起.....	3
1. 美元指数暴涨后持续调整	3
2. 人民币持续快速升值.....	5
二、人民币升值前景：方向未变，节奏改变.....	6
1. 市场主流预期：人民币升值已过头	6
2. 人民币汇率前景的决定和影响。	7
三、国际货币格局未变.....	9
1. 美元强势地位仍存.....	9
2. 美股“水席盛宴”难持续.....	11

图

图 1 美元指数持续调整态势	3
图 2 美国货币市场利率的变化态势 (YTM)	4
图 3 美联储 (FED) 的资产负债表规模变化(百万美元).....	4
图 4 人民币兑美元汇率的持续快速升值态势	5
图 5 中国经济快速反弹至疫情前水准	7
图 6 国际石油价格的变动态势 (美元/桶)	7
图 7 曾经市场忧虑的人民币汇率和中国房价间关系前景	8
图 8 国际主导货币汇率指数的变化 (美元 VS 欧元)	9
图 9 全球石油定价体系的变动	10
图 10 全球主要经济体货币乘数的变化	11
图 11 美国股市持续上涨的基础	13

表

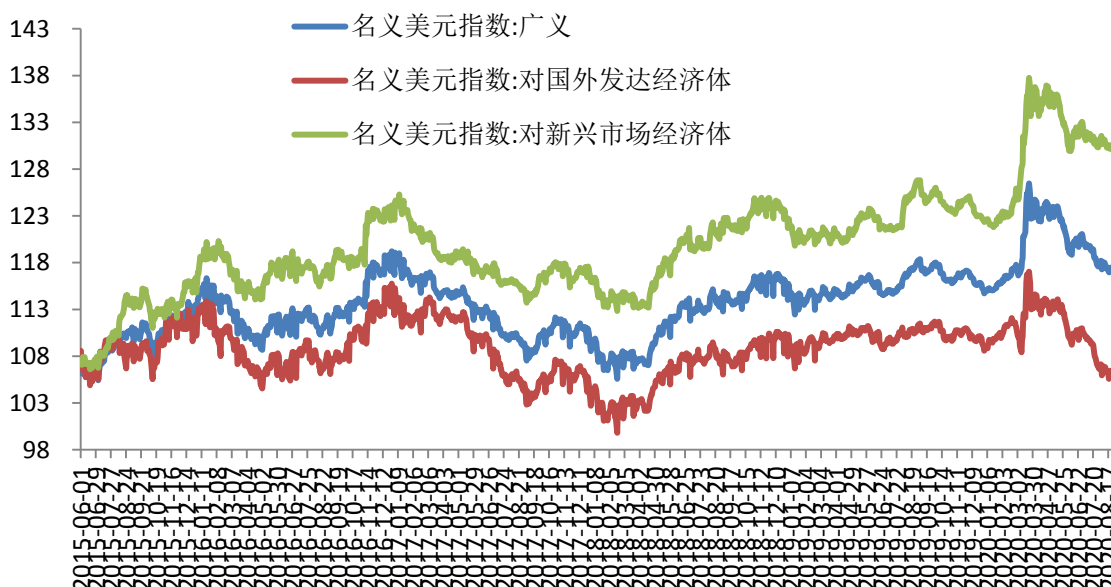
表 1 人民币兑美元汇率的市场预期情况	6
---------------------------	---

一、国际货币市场风云起

1. 美元指数暴涨后持续调整

美联储大放水之际引发的强美元态势并没有持续多久，3月下旬起，美元指数即进入下跌态势，并且至今未有扭转迹象。

图 1 美元指数持续调整态势

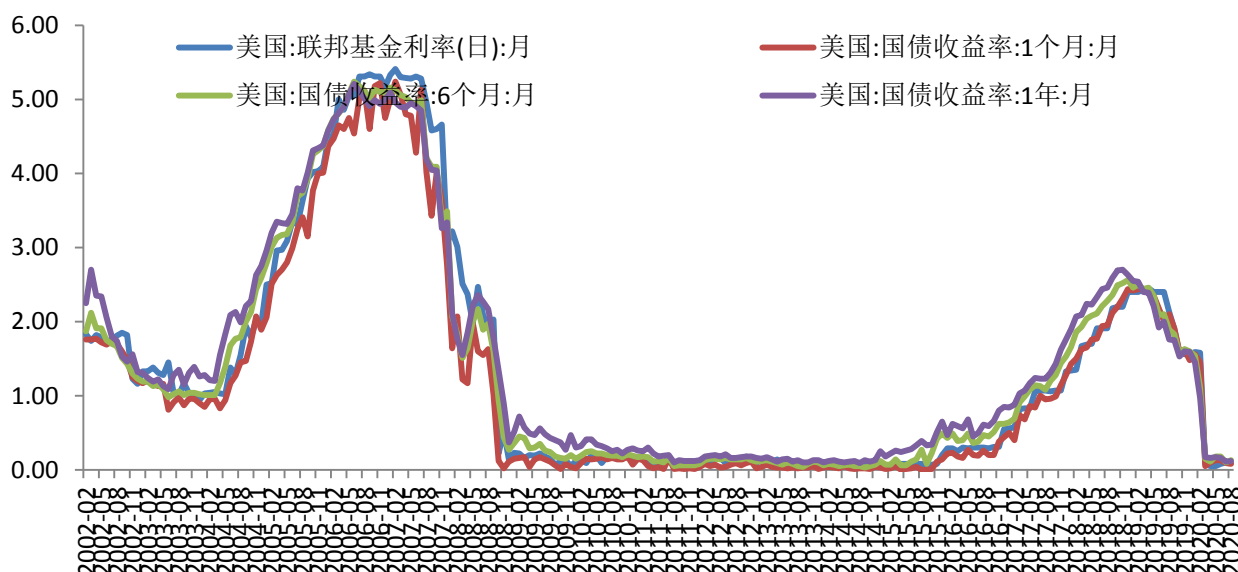


数据来源：Wind，上海证券研究所

3月份之时，两周内美联储两次降息——于3月3日和3月15日先后降息50个基点和100个基点，将联邦基金目标利率再次降到2008年危机后的记录低点0.25%。自1982年美联储设立联邦基金目标利率以来，这波降息的力度和频度，不仅空前，预计也将绝后。然而，降息后的市场仍没能扭转颓势。

3月3日的降息，50BP的力度实际上也超出了每次25BP的惯常力度。然而，市场认为，鉴于当前新冠疫情的严重性，2倍于惯常“药量”显然不够，需要加大力度；3月15日，美联储给出了符合甚至超出市场预期的“药量”，不仅力度增加到100BP，还再度祭出了大规模的资产购买计划（7000亿美元）。但当前市场预期已和1周前不同，第二次降息后的预期是：如此急匆匆出台的货币扩张政策，基本上意味着疫情影响事态已严重恶化。对于此轮双降息后市场不给“面子”的表现，笔者认为西方疫情严重性超预期是一方面，更为重要的是美联储的行为，已严重扭转了它一贯以来的市场形象和自我宣称的政策目标——独立性，维持经济和物价的平稳。

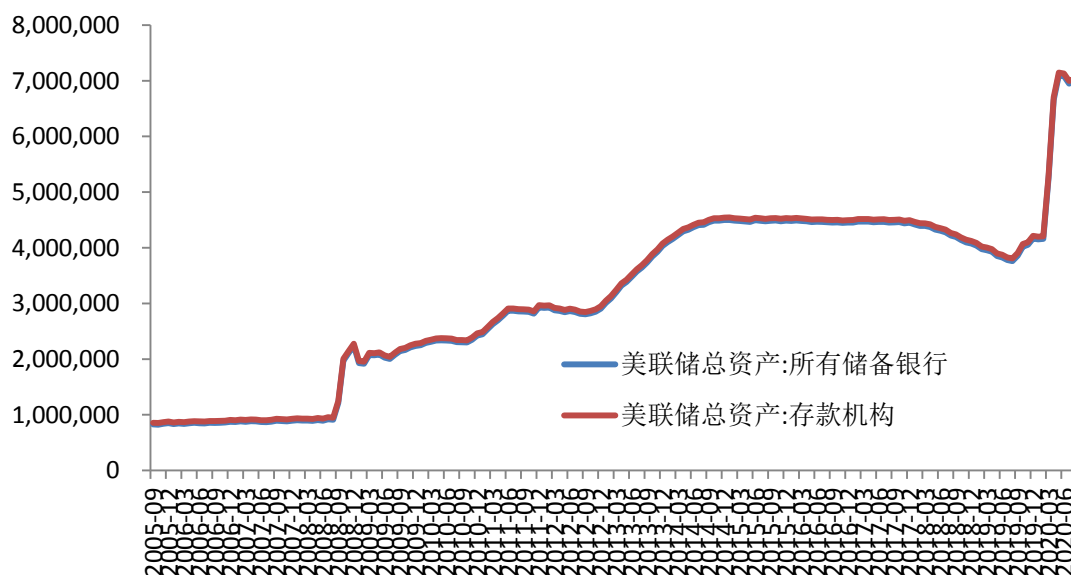
图2 美国货币市场利率的变化态势 (YTM)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

美元指数 3 月的暴涨, 被认为是美联储大放水给市场增强了信心, 使得美元恢复强势的结果。在美元指数强势上涨之时, 市场就认为, 美联储扩张并没有扭转资本市场的态势, 对国际货币市场的刺激作用也有限, 美元的单独上涨, 在违背利率平价、以及疫情下世界经济格局变化的不同表现来看, 美元指数上涨是难以持续的。

图3 美联储 (FED) 的资产负债表规模变化(百万美元)

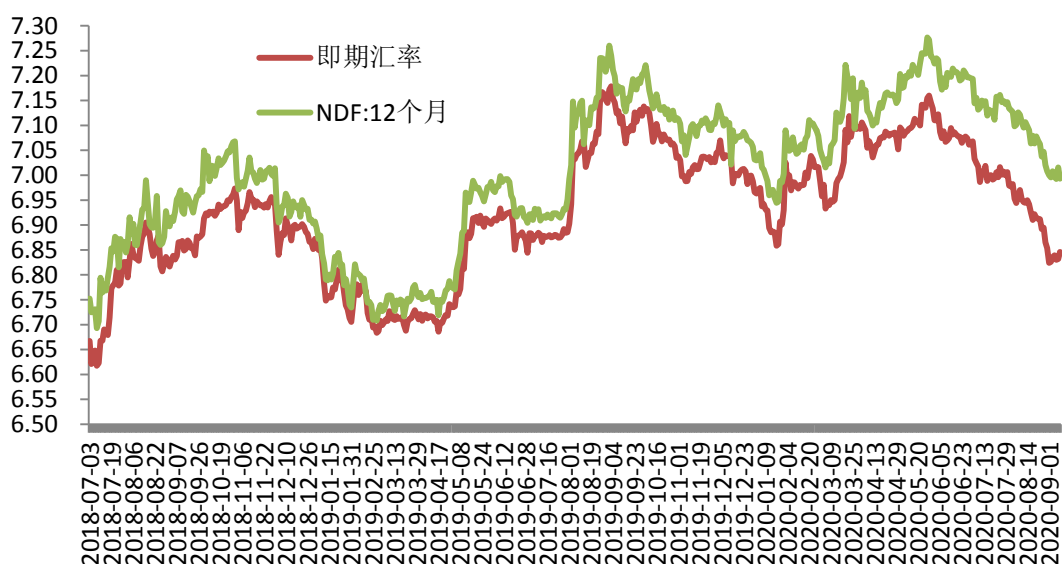


数据来源: Wind, 上海证券研究所

2. 人民币持续快速升值

6 月以来的人民币持续升值态势，增加了市场对人民币汇率变动前景的预期分歧，与以往相比，涨跌双方均对自身判断更有信心。坚持人民币将延续升值态势的一方认为，本轮人民币升值的基础在于中外疫情、货币环境的变化，美国疫情不仅得不到控制，甚至还有扩大风险，美联储（FED）的扩张货币行为就像吸食鸦片上瘾；反观中国，疫情早已远离，经济已渡过恢复期进入正常运行期，货币政策正常化使得中外利差长期持续。认为人民币升值结束将恢复弱势的一方认为，在中国高通胀和资本管制下，人民币持续升值几无可能！笔者认为，按照人民币汇率的市场价值和历史价格，以及人民币国际化的发展方向，稳中偏升是未来人民币汇率的不可逆转长期趋势，未来快速升值态势不会持续，节奏会放缓，但稳中偏升的方向不变！

图 4 人民币兑美元汇率的持续快速升值态势



数据来源：Wind，上海证券研究所

二、人民币升值前景：方向未变，节奏改变

1. 市场主流预期：人民币升值已过头

最新市场预期表明，市场对人民币汇率呈现了典型的中性看法——当前的快速升值有“J”形调整成分，未来将会略贬恢复至中枢基准线后走平，1月期（9月末时点）、3月期、6月期和12月期的期末汇率预测中值分别为6.90、6.92、6.90和6.87；尽管机构间仍存在一定分歧，但市场主流看法不仅短期走弱后恢复平稳，而且是长期平稳。从路透9月份对人民币兑美元汇率中短期预测的调查情况看，市场预期人民币汇率现已调整过头，将在现有基础上略贬至6.90上下企稳，并长期（6-12月）延续。从人民币汇率的实际走势看，自6月以来，人民币兑美元走势呈现了一波较为迅速的上涨，至8月末的3个月时段内升值约4%。

表 1 人民币兑美元汇率的市场预期情况

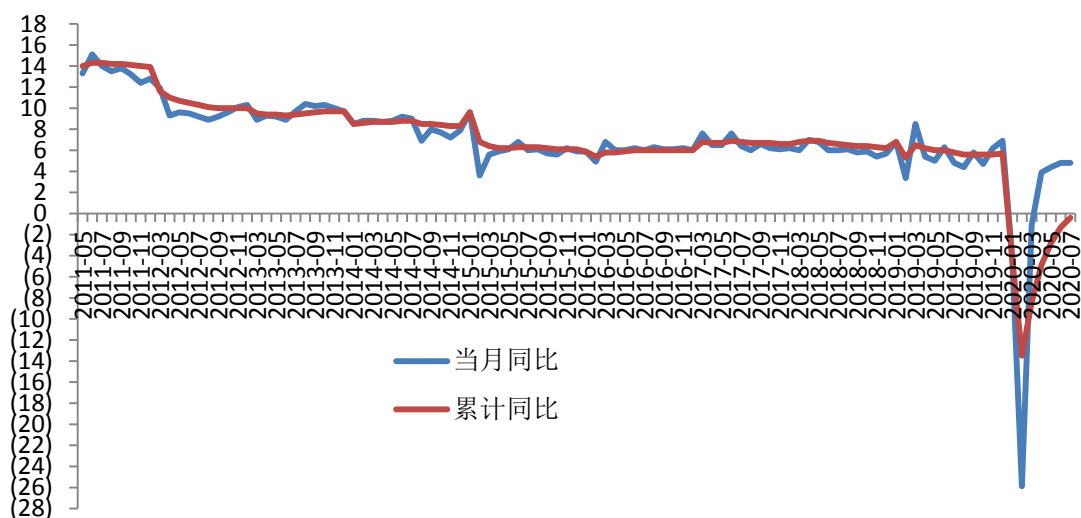
Period	1 month	3 month	6 month	12 month
Release / Effective Date	30 Sep 2020	30 Nov 2020	26 Feb 2021	31 Aug 2021
Median	6.90	6.92	6.90	6.87
Highest	7.20	7.27	7.30	7.60
Lowest	6.75	6.70	6.60	6.50
Spread	0.45	0.57	0.70	1.10
No. of Forecasts	56	61	61	51

数据来源：路透，上海证券研究所

整体看，市场主流对汇率市场的预期相当趋向稳定，6.90成为明显的市场认识中枢。伴随中国经济在世界经济格局中位置改变，人民币在国际经济和金融格局中重要性提升，人民币逐渐升值是个大方向；基于人民币国际化和经济力量对比，人民币兑美元汇率趋势上稳中偏升的长期方向应不变。尽管短期市场汇率受当期国际经济、金融形势的影响，会有波动。

笔者认为，人民币的这波升值趋势仍未结束，未来只是节奏放缓：按照利率平价理论和国际金融形势变化，人民币汇率应该走强；按照疫情对经济的冲击及疫情后中美两国间经济显然的走势，人民币汇率也应该升才对。

图 5 中国经济快速反弹至疫情前水准

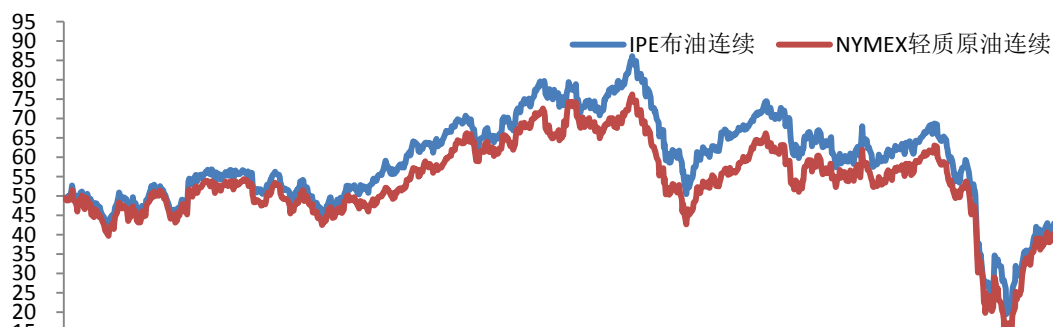


数据来源：Wind，上海证券研究所

2. 人民币汇率前景的决定和影响。

笔者早就指出，前期人民币的贬值，只是受到了石油为代表的大宗商品价格波动的影响，但石油价格回复到正常水平并稳定下来后，经济、市场和政策的基本面，将重新决定人民币的中长期走势！

图 6 国际石油价格的变动态势（美元/桶）



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_2627

