

2021年10月19日

证券分析师 陶川

执业证号: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

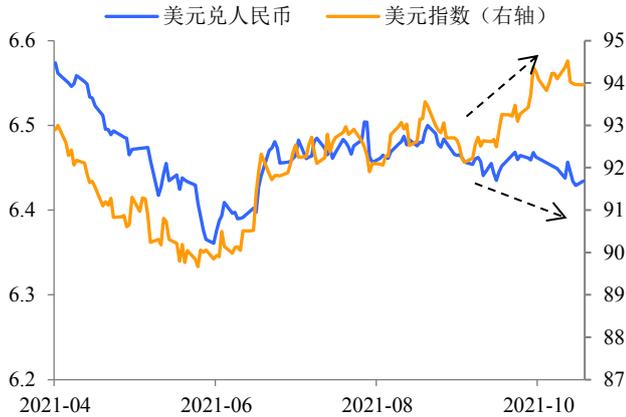
shaox@dwzq.com.cn

为什么 GDP 跌破 5，人民币却升破 6.4？

- 2021年第三季度经济下行压力上升，美联储 Taper 在即，人民币汇率却稳步升破 6.4。周一（2021年10月18日）公布的经济数据显示下半年我国经济的逆风较强，同时11月美联储宣布 Taper 几乎已成市场“共识”，美元指数上周刚刚刷新年内高位，但人民币汇率不为所动：9月以来人民币相对美元稳步上涨，人民币汇率指数更是创下2016年初以来的新高（图1和2）。
- 我们认为境内美元流动性“淤积”是导致汇率脱离基本面的重要原因。根据历史经验，市场往往习惯于使用中美元差来判断人民币的升贬值压力，但疫情之后一些经济和制度安排上的变化使得境内外美元和人民币相对充裕程度发生了变化，我们试着从对外贸易、中国央行流动性操作方式和美联储的制度安排三个方面来分析：
- 疫情的爆发使得中国贸易顺差扩大、海外总体净增持国内资产，导致居民部门外汇收入增加，银行代客的涉外收付款规模上升（图3和4）。
- 不过，央行已经退出了常态化的外汇干预。表现在数据上是外汇占款的变化平稳，而境内机构又缺乏对外投资的渠道、面临的限制较多，这导致大量外汇（主要是美元）堆积在商业银行的账户上（图5和6）。
- 全球美元流动性方面，疫情爆发之后美联储越来越重视自己全球央行的地位，发力保障离岸美元市场的平稳运行。美联储先后通过货币互换和 FIMA（海外和国际货币当局）回购工具为离岸美元市场保驾护航，2021年7月28日则进一步将 FIMA 工具常态化，在这一工具下非美央行可以用手中的美债作为抵押向美联储进行美元融资，再通过回购、掉期等政策工具为国内需要美元的金融机构提供支持。
- 以上三方面的因素导致我国境内的美元流动性十分充裕，我们构建的流动性指标的显示2021年9月境内美元流动性的相对充裕程度已经达到2015年8月汇改以来的新高（图7）。而经过多年的发展，美元兑人民币汇率的定价权已经回归境内，这可能导致的结果是在境内美元流动性的影响下，人民币汇率有时会明显偏离基本面因素。
- 当前我们正面临这样的偏离，人民币的升值虽然一定程度上有助于遏制输入性通胀，但是当前很可能是弊大于利。至少有两个方面值得注意：
- 第一，汇率的大幅升值对于经济的景气程度和企业的盈利能力都会产生负面冲击。
- 第二，由于中小企业的议价能力不足，汇率升值在结构上对于出口向的中小企业冲击更大。
- 如何解决？从境内人民币和美元相对流动性角度，可能主要有两个方向：
- 一方面，可以将境内的美元流动性向境外疏导。债券南向通可能是一个重要的起点，推进金融对外开放，允许和放宽符合条件的境内投资者投资境外外币资产。其他的手段可能还包括通过调整宏观审慎系数提高境内企业境外投资的额度。
- 另一方面，可能是提高境内人民币流动性投放的规模。一方面缓解汇率压力，另一方面也能降低实体经济的融资成本。2015年、2018年和2019年汇率大幅升值的阶段，货币政策之后均转向了宽松、甚至进行汇率改革。
- 汇率升值短期对于市场可能利多大于利空。汇率升值一方面会影响景气度，另一方面会带来宽松预期，前者市场已经有所消化，三、四季度经济下行压力较大基本已成市场共识，但对于货币政策的动作市场则有所疑虑，2021年10月29日中国国债正式纳入富时罗素指数，人民币汇率升值压力可能更大，而这可能是央行采取结构性政策工具释放流动性的重要窗口。
- 风险提示：疫情扩散超预期，国内外政策超预期

- 1、《宏观月报 20211018：GDP 增速“破5”蕴含的“跨周期调节”信号》2021-10-18
- 2、《宏观周报 20211015：全球“气荒”何时缓解？》2021-10-15
- 3、《宏观月报 20211014：通胀先见顶还是信贷先见底？》2021-10-14
- 4、《宏观月报 20211013：价涨量跌，出口高处不胜寒？》2021-10-13
- 5、《宏观周报 20211012：中美取消互征关税有望助力2022年稳增长》2021-10-12

图 1: 2021 年 9 月以来美元和人民币“脱钩”



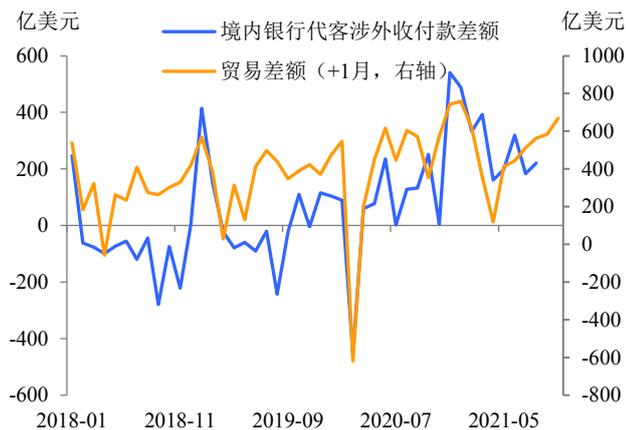
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 2: 人民币指数创 2016 年初以来新高



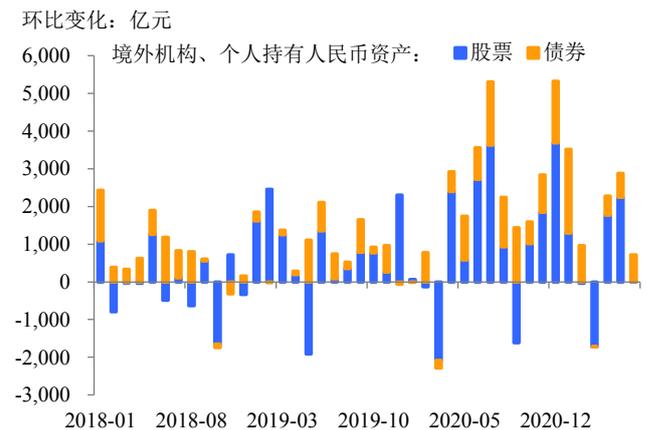
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 3: 对外贸易差额和银行涉外收付款余额



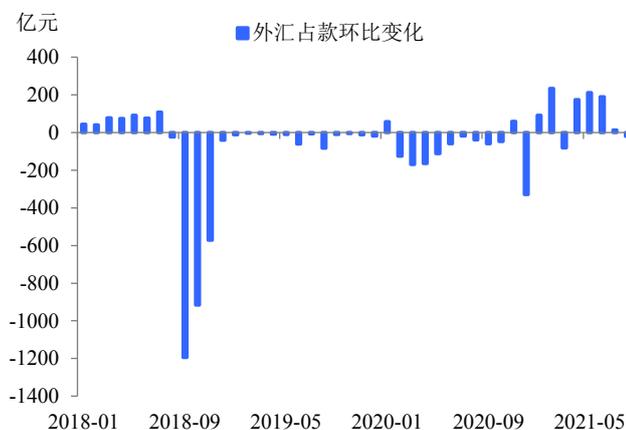
数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 4: 疫情爆发后海外整体增持人民币资产



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 5: 央行外汇占款变化稳定



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 6: 境内存款性公司国外净资产加速增长



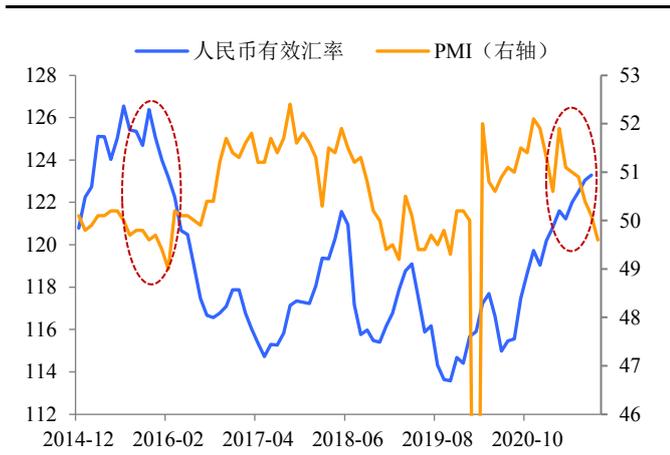
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 2021 年 9 月境内美元的流动性相对充裕程度处于近 5 年的高位



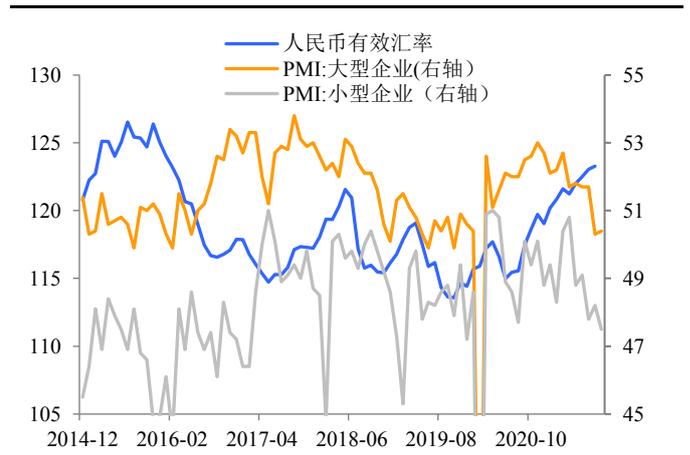
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 8: 汇率升值对经济景气度不利



数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

图 9: 汇率大幅升值对于小型企业的影响更大



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

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_27940

