

趋强的人民币汇率可否持续？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qlzq.com.cn

相关报告

- 1 宏观专题 20210322：政府杠杆率从何处降？
- 2 宏观专题 20210329：补库存要靠哪些行业？
- 3 宏观专题 20210405：修路能否致富？——拜登计划的现实与影响
- 4 宏观专题 20210426：全球疫情反弹，经济迎来拐点？
- 5 宏观专题 20210509：假期服务恢复，因何被低估？
- 6 宏观专题 20210524：“未富先老”还是“未富先降”？——从经济发展视角看我国人口变化
- 7 宏观专题 20210531：成本压力来袭，哪些行业堪忧？
- 8 宏观专题 20210620：消费下半场，中国将接棒？
- 9 宏观专题 20210705：猪价要见底了么？
- 10 宏观专题 20210724：Delta 变异毒株有多可怕？
- 11 宏观专题 20210816：地产调控会不会放松？
- 12 宏观专题 20210907：民企为何赚不到钱？——从利润分化看政策取向
- 13 宏观专题 20211012：“电荒”现象的误区、成因与影响——能源系列研究之一

投资要点

- **专题思考：趋强的人民币汇率可否持续？**
- **美元指数回落是主要触发因素。**9月下旬以来，人民币兑美元汇率在震荡中走强，而美元指数回落或是主要触发因素。9月30日至今，美元指数累计下跌0.7%，回落的幅度略小于人民币升值的幅度。美元回落主要取决于两方面原因：一是英国央行行长释放了鹰派信号，英国及其他欧洲主要经济体的加息预期上升，支撑英镑、欧元等货币，导致美元指数重新跌至94以下。二是美国通胀压力较大，9月美国CPI当月同比增速5.4%，通胀水平居高难下，仍处在历史高位。
- 此外，人民币汇率的变化同国内因素也存在着一定的关系。一方面，**出口结汇需求旺盛，支撑人民币走强。**三季度以来，我国出口保持强劲，出口增速逐月上行，9月贸易顺差达667.6亿美元，处于较高位置，这导致出口企业的结汇需求增长，且国庆假期之后集中收结汇的现象比较明显，因此人民币升值动力较强。另一方面，**降准预期降温对人民币汇率形成支撑。**近期央行召开新闻发布会解读三季度经济形势和下一阶段货币政策，央行表示会灵活运用MLF、公开市场操作等工具对冲，但并没有提及降准。降准预期降温后，十年期国债收益率重上3%，人民币汇率也同步走强。
- **美联储政策转向，汇率仍将承压。**美联储年内宣布Taper几成定局，而近期美联储提前加息概率也在加大。因而，美联储货币政策的转向无疑将带动美元走强，由于我国人民币汇率主要跟随美元变动，后期人民币汇率依然存在着贬值压力。不过，在当前大宗商品价格高企的背景下，企业成本压力陡升，而一定程度的汇率贬值，事实上有助于增厚出口企业的利润，缓解外需拉动减弱后出口企业的经营压力，对于实体经济而言利大于弊。
- **一周扫描：**
- **疫情：俄疫情形势恶化，美国即将放宽入境限制。**近期俄罗斯日新增确诊以及新增死亡病例均创疫情以来新高。相较于前一周，本周全球新冠肺炎新增确诊上升1.3%，新增死亡下降0.6%。美国即将放宽入境限制，取消对已接种疫苗的外国旅客的入境限制，同时有望批准新冠疫苗混合接种。发达国家疫苗覆盖率放缓，部分发展中国家疫苗覆盖率快速上升。
- **海外：美联储宣布限制高级官员金融交易。**美联储主席鲍威尔涉嫌“炒股风波”，为重振市场对美联储的信心，美联储对高级官员金融交易做出限制。欧洲央行仍认为通胀暂时，日本金融体系总体稳定。美国当周初领失业金人数下降。欧洲10月制造业PMI多数回落。
- **物价：食品价格回升，国际油价上涨。**本周农业部农产品批发价格200指数环比上升。本周国际油价持续上涨，国内钢价下行。
- **流动性：资金利率下行，美元指数下降。**DR001周度均值环比下降14.2bp，DR007周度均值环比下降3.3bp。美元指数均值下降至93.7。
- **大类资产表现：港股增长强劲，债券收益率上行。**本周港股增长强劲，美股表现也相对较好，亚洲市场多数回调。国内权益方面，化工领涨。国内商品期货方面，生猪领涨。本周10年期国债收益率周度均值上行4.2bp，10年期国开债收益率周度均值上行6.2bp。
- **风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。**

内容目录

1. 专题思考：趋强的人民币汇率可否持续？	- 4 -
2. 疫情：俄疫情形势恶化，美国即将放宽入境限制	- 6 -
3. 海外：美联储宣布限制高级官员金融交易	- 7 -
4. 物价：食品价格回升，国际油价上涨	- 9 -
5. 流动性：资金利率下行，美元指数下降	- 11 -
6. 大类资产表现：港股增长强劲，债券收益率上行	- 12 -

图表目录

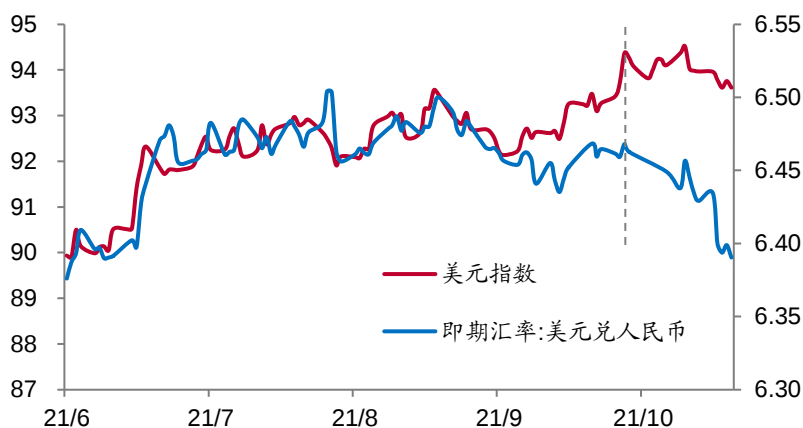
图表 1: 美元兑人民币即期汇率及美元指数走势	- 4 -
图表 2: 贸易差额当月值及出口金额同比增速	- 5 -
图表 3: 十年期国债收益率 (%)	- 5 -
图表 4: 各经济体每日新增病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 6 -
图表 5: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 7 -
图表 6: 各经济体疫苗覆盖率 (%)	- 7 -
图表 7: 美国初领和续领失业金情况 (万人)	- 8 -
图表 8: 各国制造业 PMI 指数	- 9 -
图表 9: 农产品批发价格 200 指数	- 9 -
图表 10: 食用农产品价格指数	- 9 -
图表 11: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 10 -
图表 12: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 10 -
图表 13: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 11 -
图表 14: 动力煤及焦煤价格 (元/吨)	- 11 -
图表 15: R001 和 DR001 利率 (%)	- 11 -
图表 16: R007 和 DR007 利率 (%)	- 11 -
图表 17: 央行公开市场操作 (亿元)	- 12 -
图表 18: CNH、CNY 即期和 NDF 远期汇率	- 12 -
图表 19: 美元指数	- 12 -
图表 20: 全球主要股指表现 (%)	- 13 -
图表 21: 申万行业表现 (%)	- 13 -
图表 22: 国外主要商品期货表现 (%)	- 14 -
图表 23: 国内主要商品期货表现 (%)	- 14 -
图表 24: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 15 -
图表 25: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 15 -

1. 专题思考：趋强的人民币汇率可否持续？

9月下旬以来，人民币兑美元汇率在震荡中走强。10月19日，离岸人民币汇率盘中更是突破6.4，日内升值近300点，在岸人民币汇率也是显著走强。国家外汇管理局表态人民币兑美元汇率突破6.4是市场行为，背后原因究竟为何？本文对此进行展开分析。

美元指数回落是主要触发因素。10月以来，美元指数开始持续下滑，而人民币有所走强。对比美元指数下滑和人民币升值的幅度，9月30日至今，美元指数累计下跌0.7%，回落的幅度略小于人民币升值的幅度。美元回落主要取决于两方面原因：一是英国央行行长释放了鹰派信号，英国及其他欧洲主要经济体的加息预期上升，支撑英镑、欧元等货币，导致美元指数重新跌至94以下。二是美国通胀压力较大，9月美国CPI当月同比增速5.4%，通胀水平居高难下，仍处在历史高位。

图表1：美元兑人民币即期汇率及美元指数走势



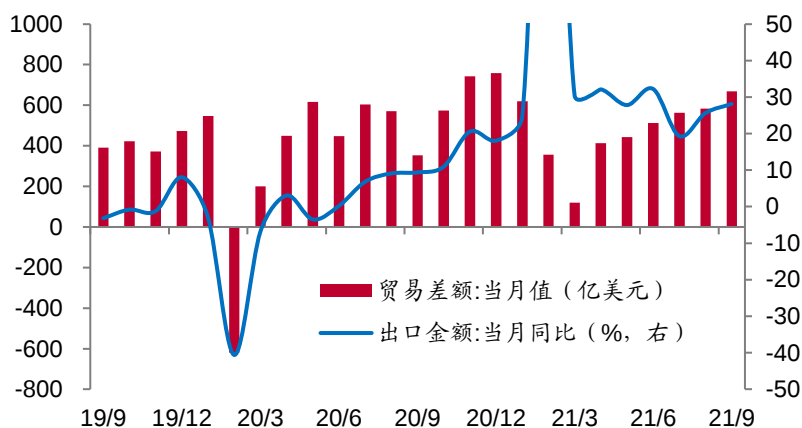
来源：WIND，中泰证券研究所

此外，人民币汇率的变化同国内因素也存在着一定的关系。

出口结汇需求旺盛，支撑人民币走强。三季度以来，我国出口增速保持强劲，出口增速逐月上行。海关总署的数据显示，8月和9月出口两年年均复合增速分别录得17%和18.4%，9月贸易顺差达667.6亿美元，处于较高位置，这导致出口企业的结汇需求增长，且国庆假期之后集中收结汇的现象比较明显，因此人民币升值动力较强。

而疫情过后国内出口持续强劲，贸易顺差的扩大，也导致境内银行体系内美元不断增长。此外，近年来央行逐渐降低对外汇市场的主动干预程度，让人民币汇率更多地由外汇市场买卖力量决定，因此国内充裕的美元流动性也支撑人民币汇率的走高。

图表2：贸易差额当月值及出口金额同比增速



来源：WIND，中泰证券研究所

降准预期降温对人民币汇率形成支撑。近期央行召开新闻发布会解读三季度经济形势和下一阶段货币政策，央行表示从整个四季度来看，流动性供求的形势基本平衡；会灵活运用 MLF、公开市场操作等工具对冲，而并没有提及降准。降准预期降温后，十年期国债收益率时隔三个月后重上 3%，人民币汇率也随之趋于走强。

图表3：十年期国债收益率 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

美联储政策转向，汇率仍将承压。8月 Jackson Hole 会议上，鲍威尔已暗示年内或将开启缩减购债计划。美联储9月 FOMC 会议继续释放鹰派信号，taper 预期进一步增强。美联储年内宣布 Taper 几成定局，而近期美联储提前加息概率也在加大。因而，美联储货币政策的转向无疑将带动美元走强，由于我国人民币汇率主要跟随美元变动，后期人民币汇率依然存在着贬值压力。

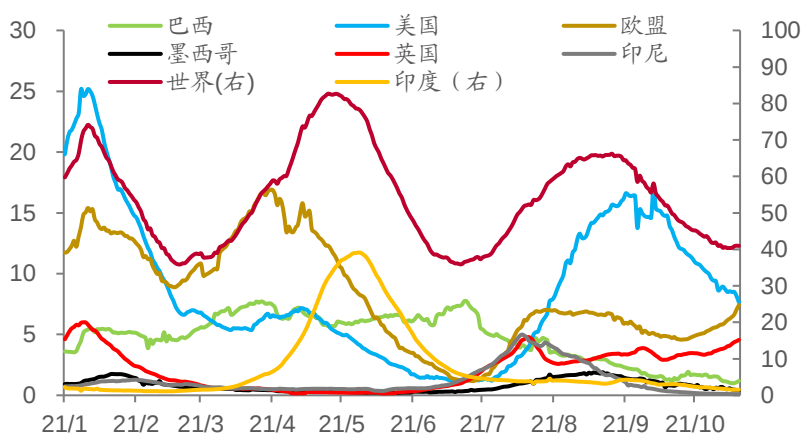
不过，在当前大宗商品价格高企的背景下，企业成本压力陡升，而一定程度的汇率贬值，事实上有助于增厚出口企业的利润，缓解外需拉动减弱后出口企业的经营压力，对于实体经济而言利大于弊。

2. 疫情：俄疫情形势恶化，美国即将放宽入境限制

俄罗斯疫情形势急剧恶化。最新一周，全球新冠肺炎新增确诊与死亡病例录得约 286.6 万与 4.8 万，相较于前一周，新增确诊上升 1.3%，新增死亡下降 0.6%。数据显示，美国（8 万）、英国（5.1 万）、土耳其（3.6 万）是单日新增确诊病例数最多的三个国家。美国单日新增确诊病例仍保持下行趋势，新增确诊病例 7 日均值下降 14.5%。俄罗斯疫情形势急剧恶化，据俄防疫指挥部近期发布的疫情数据显示，该国近期日新增确诊病例以及新增死亡病例均创疫情以来新高。本周国内出现“旅行团传播链”，据不完全统计，在不到一周时间里，本轮疫情已经波及山西、宁夏、北京等十省市，新增确诊累计超 50 人。

美国即将放宽入境限制。美白宫新闻发言人称，新的旅行政策将于 11 月 8 日开始实施，该政策将取消对已接种新冠疫苗的外国旅客的入境限制。据日本共同社报道，东京、大阪将于 25 日解除对餐饮业营业时间的管控，其他地区也将逐步解除限制，酒类服务将恢复正常。菲律宾首都大马尼拉地区的防疫管制级别已从最严格的第四级下调到第三级。柬埔寨疫情近来日益改善，当局宣布缩短完成接种疫苗的旅客隔离时间。马来西亚正积极与泰国及印度尼西亚商讨放宽入境管制，希望马国民众入境这两个国家后不必隔离或缩短隔离期。

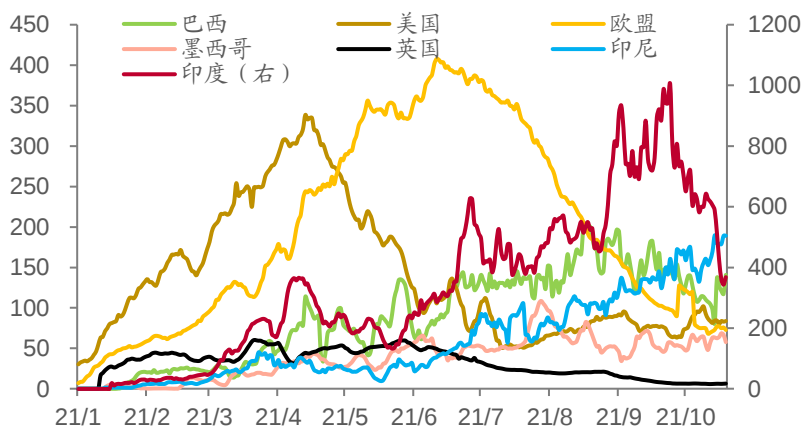
图表 4：各经济体每日新增病例数量（七日移动平均，万例）



来源：Our World in Data，中泰证券研究所

美国有望批准新冠疫苗混合接种。若本周 CDC 同意，美国就将正式批准莫德纳和强生的加强针，加之前获批的辉瑞，共三种加强针疫苗可选，白宫正寻求下月初让 5 到 11 岁儿童接种。美 FDA 或推迟批准莫德纳 mRNA 疫苗用于青少年接种，因为该机构正在评估该疫苗是否会提高患罕见炎症性心脏病风险。马国政府发出最后通牒，所有公务员必须在 11 月初前完成疫苗接种，否则将会受到处分或被解雇。本周多数国家新增疫苗接种量趋于平稳，印度有所下滑。

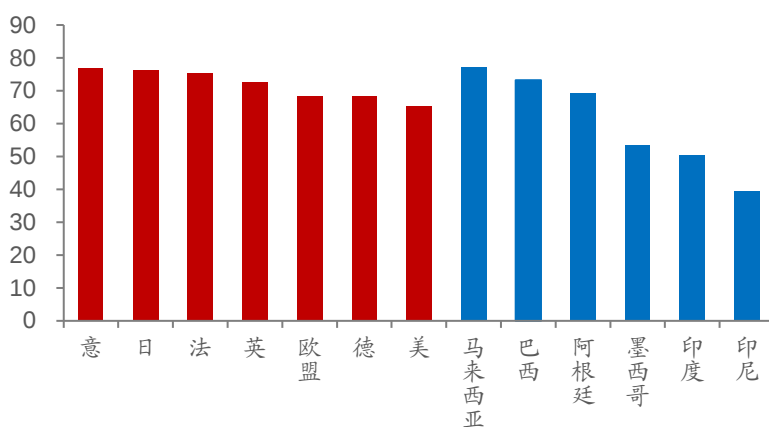
图表 5: 各国每日疫苗接种量 (七日移动平均, 万剂)



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所

发展中国家疫苗覆盖率快速上升。根据 Our world in data 的最新数据, 全球已注射了 67.6 亿剂疫苗, 48.1% 的世界人口至少接种了一剂 COVID-19 疫苗, 低收入国家中只有 2.9% 的人注射了至少一剂。发达国家疫苗覆盖率放缓, 意大利、日本、法国仍然维持在 75% 左右, 而马来西亚、阿根廷等部分发展中国家疫苗覆盖率快速上升, 分别达到 77%、69%, 印尼疫苗覆盖率同样快速上升, 但目前仍不足 40%。

图表 6: 各经济体疫苗覆盖率 (%)



来源: Our World in Data, 中泰证券研究所, 红色为发达国家或地区, 蓝色为发展中国家

3. 海外: 美联储宣布限制高级官员金融交易

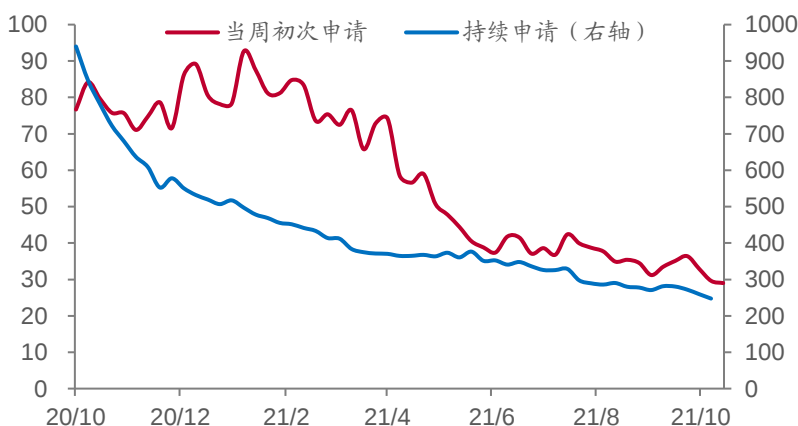
美联储宣布限制官员进行金融交易, 供应瓶颈或为长期化。本周媒体曝出美联储主席鲍威尔于道指大跌前抛售了价值数百万的基金。先前波士顿、达拉斯联储主席以及美联储副主席先后被曝出进行个股交易。为重振市场对美联储的信心, 美联储新规规定禁止政策制定者和高级官员购买股票、持有债券以及参与衍生品市场。财政部长耶伦呼吁国会采取行动, 就债务限额问题作出决定, 她表示, 目前的短期政府支出法案只是暂时措施, 债务限额无法维持政府支出到 12 月。参议院多数党领袖舒默表示, 两党距离预算支出法案达成协议越来越近。美联储副主席克拉里达表示瓶颈问题是一个很大的

未知数，需要更长的时间才能渡过瓶颈危机。美联储理事鲍曼也称供应方面的价格压力可能具有持续更长时间的风险。

欧洲央行仍认为通胀暂时，日本金融体系总体稳定。欧洲央行管委皮埃尔·文施表示，通胀飙升是暂时的，经济正朝着正确方向发展，还没有达到通胀目标。欧洲央行行长拉加德表示，相信通胀在很大程度上是暂时的，正关注薪资谈判对通胀第二轮影响。欧洲央行管委维勒鲁瓦也觉得通胀上行是暂时的，法国和欧洲的经济复苏“非常强劲”，欧洲央行的政策必须保持警惕，但可以保持耐心。同时日本央行表示即使在疫情再次爆发、全球金融市场调整的情况下，日本金融体系仍可能保持高度稳健。

美国当周初领失业金人数下降。美国上周初请失业金人数为 29 万，创去年 3 月 14 日当周以来新低，前值 29.3 万。10 月 9 日当周续请失业金人数为 248.1 万，前值 259.3 万。此前一个月，大多数与新冠疫情相关的救济补助均已结束。当周初请失业金人数逐渐下降，表现超出前值和预期，反映就业市场有所好转。美国 9 月工业产出指数环比意外下滑到 1.3%，为 2 月以来首次录得负值。9 月制造业产出意外下滑，环比下降到 0.7%，创 2 月份以来最大降幅。美国 10 年期盈亏平衡通胀率升至 2.62%，创 2012 年 9 月以来新高，5 年期盈亏平衡通胀率则升至 2.86%，创 2005 年 3 月以来新高。

图表 7：美国初领和续领失业金情况（万人）



来源：WIND，中泰证券研究所

欧洲 10 月制造业 PMI 多数回落。欧元区 10 月制造业 PMI 初值为 58.5，

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_28113

