

上调人民币兑美元汇率至新中枢 6.75

核心观点

经济基本面占优、中美利差走阔及外储上行支撑近期人民币汇率升值，我们认为在中美宏观政策协调、第一阶段经贸协议有望进一步落实的情况下，我们此前基于中美博弈逻辑给出的人民币汇率波动区间 6.85-7.2 将会失效，预计人民币兑美元汇率可能形成一个新的中枢，新中枢在 6.75 附近，上限为 6.6，下限为 6.9。

□ 近期人民币升值幅度较大来自三方面逻辑支撑

6月以来，随着美国疫情反复、国内局势不确定性加剧及美联储持续鸽派，美元指数大幅回落，人民币汇率随之强势升值，先后突破 7 和 6.9 关口，截至 8 月 28 日，人民币兑美元汇率收于 6.8646，较 7 月末升值 1.64%，高于美元指数 8 月以来的下行幅度 1.28%，而 7 月美元指数回落幅度 4%，人民币汇率升值幅度仅 1.34%。我们认为近期人民币汇率快速升值有以下几方面逻辑支撑：1、疫情后我国经济率先复苏，中国基本面相对美国占优；2、我国货币政策边际收紧短端流动性，市场利率上行，中美利差走阔。3、4 月以来我国外汇储备连续四个月上行，国际收支与汇率相互加强。

□ 人民币升值逻辑 1：疫情后经济率先复苏，中国基本面相对美国占优

我国宏观数据 2 月触底，3 月进入确定性修复进程，二季度 GDP 增速+3.2%，实现稳健回升；截至 7 月，PMI 已连续 5 个月位于荣枯线上方，固定资产投资累计同比增速-1.6%，较 2 月回升 22.9 个百分点，消费累计同比增速-9.9%，较 2 月回升 10.6 个百分点，贸易端维持 5 个月贸易顺差，成为今年经济最大亮点，另外，7 月大学生毕业季调查失业率仅 5.7%，总体看，我国不仅控制疫情成效显著，疫后经济修复也大幅领先全球其他经济体，预计三、四季度 GDP 增速有望回升至 6% 附近的合理水平。反观美国的疫情反复，我国基本面明显优于美国，支撑人民币汇率升值。

□ 人民币升值逻辑 2：我国货币政策边际收紧短端流动性，中美利差扩大

5 月以来我国央行从抑制资金空转的角度出发，边际收紧短端流动性，DR007 逐步回升至 7 天逆回购利率附近波动，其他市场利率同样走出上行趋势，截至 8 月 28 日，10 年期国债收益率收于 3.07%，较 4 月末大幅上行 53BP，在美联储持续鸽派的货币政策基调下，中美 10 年期国债利差继续上行，4 月底为 190BP，截至 8 月 28 日已经达到 233BP，中美利差走阔也是支撑人民币汇率升值的核心原因之一。我们在 8 月 18 日报告《货币乘数破 7 后的货币政策路径选择》中给出了未来我国货币政策收紧节奏和观测指标的判断，预计未来我国货币政策进一步收紧仍将有利于人民币升值。

□ 人民币升值逻辑 3：持续贸易顺差及外汇储备增长，形成人民币内生升值动力

在“两个大循环”逻辑下，我国供给填补海外供给缺口、医疗物资加大出口使得我国维持了 5 个月贸易顺差，资本金融项目仅 3 月美元流动性危机期间出现一定流出压力，此后维持稳定，叠加估值因素的正面影响，我国外汇储备已连续 4 个月上行，

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

分析师：孙欧

执业证书编号：S1230520070006

邮箱：sunou@stocke.com.cn

相关报告

国际收支与人民币汇率形成正向加强，也有利于人民币汇率升值。

□ 预计人民币兑美元汇率新中枢在 6.75 附近，上限为 6.6，下限为 6.9

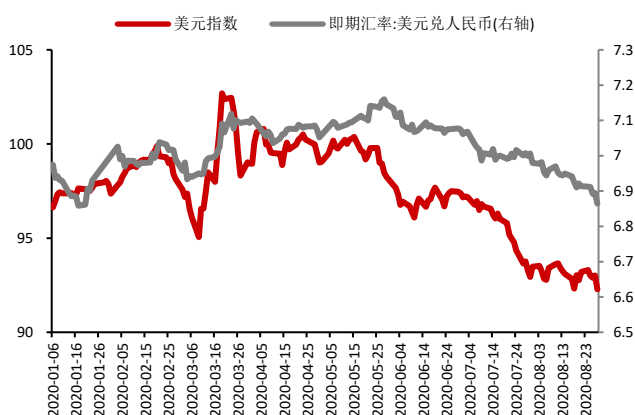
以上逻辑未来大概率将延续，且 8 月 25 日，刘鹤同志应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话，双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话。基于此，我们认为在中美宏观政策协调、第一阶段经贸协议有望进一步落实的情况下，我们此前基于中美博弈逻辑给出的人民币汇率波动区间 6.85-7.2 将会失效，预计人民币兑美元汇率可能形成一个新的中枢，新中枢在 6.75 附近，上限为 6.6，下限为 6.9。

□ 未来人民币超预期升值可能来自实体部门集中结汇、美元超预期下行；超预期贬值可能来自中美剧烈博弈超预期

未来人民币超预期升值破 6.6 的情形可能来自于企业大规模结汇、美元指数超预期下行。截至 7 月，企业、个人等主体境内外汇存款余额为 5408 亿美元，较去年末增 15.8 亿美元，7 月企业收汇结汇率为 54%，仍处于较为中性稳健的水平，但一旦随着人民币汇率升值幅度的加大，市场主体预期可能发生变化，若出现大规模集中结汇行为，可能进一步推动人民币汇率升值，加剧内生性升值强度（类似 2018 年初的情形），使得人民币汇率升值破 6.6；美元指数也是一项不确定性来源，美国国内经济、政治形势均不稳定，7 月欧洲财政刺激政策率先出台、欧日经济前景强于美国，若美元超预期下行，也将大幅推升人民币。未来人民币超预期贬值破 6.9 最可能来自中美博弈的加剧，随着美国大选临近，特朗普存在将内部矛盾对外转移的可能性，中美摩擦可能表现在贸易、科技、金融等多个领域，成为短期扰动人民币汇率的事件性因素。

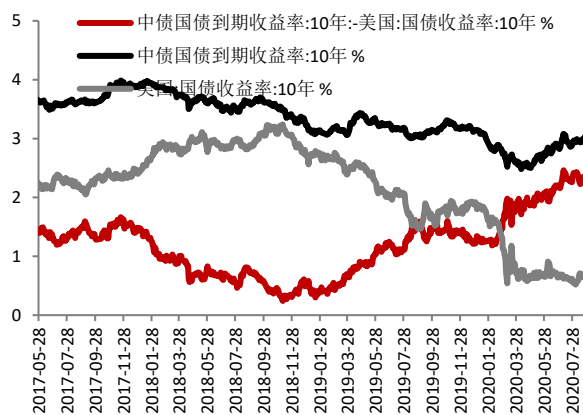
风险提示：企业、居民集中结汇；美元超预期下行；中美博弈再次加剧超预期。

图 1：人民币汇率近期升值幅度较大



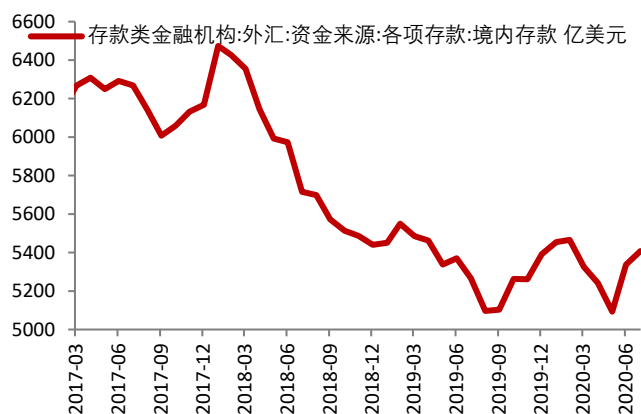
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：中美利差继续上行



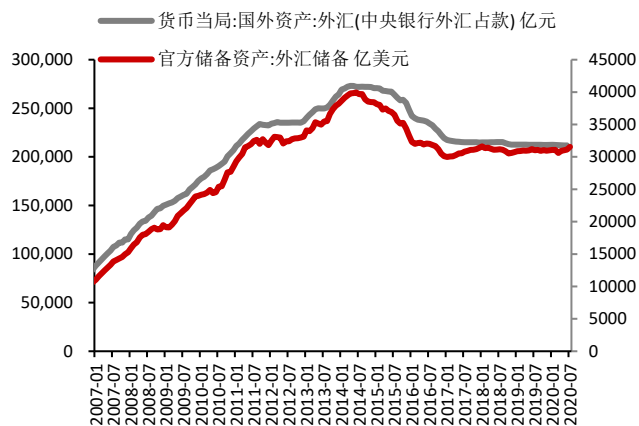
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：实体部门外汇存款规模



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 4：外汇储备连续 4 个月正增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

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_2846

