

短期扰动不改人民币稳中有升趋势

报告摘要:

近日在中美摩擦升级的背景下，人民币汇率出现了一定幅度的贬值。但我们认为本次事件属于短期冲击，不改变人民币稳中有升的趋势。

从本次事件本身来看，美国关闭领事馆并没有可靠依据，实为“欲加之罪”。在美国民众对中国敌意不断加重的背景下，特朗普升级中美摩擦，既能讨好选民，也能通过“甩锅”转移矛盾。我们此前在多篇报告中不断提示中美摩擦升级的风险，应该说，中美摩擦的延续性事件，发生在特朗普身上，属于意料之外但是情理之中的事件。我们认为此事不必过分解读。对于特朗普而言，与中国发生小冲突以表明其“政治正确”的立场并转移矛盾就达到了目的。若与中国发生大冲突导致第一阶段协议作废，并不符合其利益。所以中美之间接下来大概率处于“小冲突不断，大冲突难有”的格局。总体而言，我们认为目前的中美摩擦属于短期冲击，不影响人民币汇率的中长期逻辑。

人民币具备升值的基本面条件。首先从疫情对比来看，中国疫情控制情况远远好于美国，为经济复苏打下坚实基础。其次，中国经济相对表现更强劲。尽管美国5月份以来经济恢复的速度超过预期，但恢复程度仍较中国有较大差距。且在疫情二次爆发的情况下，未来经济复苏的速度必然明显放缓。总体而言，中国经济的相对优势更加凸显，从基本面上支持人民币继续升值。再次，中国有克制的货币政策使得中美利差大幅扩大，人民币更具吸引力。

而美元指数则有较大的下行压力。疫情以来，美联储大水漫灌，但在全球避险情绪高涨的情况下美元指数不降反升。随着全球范围内总体疫情得到控制，避险情绪褪去，投资者对美元需求逐渐下降，美联储极度宽松的货币政策对美元汇率压力得到真正显现。Libor-OIS 利差与 Ted 利差从5月起均大幅下降，表明流动性危机得到化解。而且，相对于美国，欧洲新冠控制情况较好，且复工计划执行的较为顺利，经济表现相对更稳定，欧元区政策宽松力度也相对美国更小，这些原因促使欧元对美元持续升值。美元贬值压力较大。

综上所述，我们认为美元指数仍处于下行通道之中，而短期外部因素的冲击不会改变人民币长期升值的趋势。人民币资产的吸引力也将继续提升。

风险提示：未来中美摩擦持续升级

相关数据



相关报告

《人民币有望继续升值》

20200707

《新形势下特朗普连任概率大幅降低——海外宏观周度观察（2020年第28周）》

2020712

《美国非农数据再超预期但未来风险较大——海外宏观周度观察（2020年第27周）》

20200705

《美国疫情二次爆发冲击经济重启进程——海外宏观周度观察（2020年第26周）》

20200629

证券分析师：沈新风

执业证书编号：S0550518040001
18917252281 shenxf@nesc.cn

证券分析师：尤春野

执业证书编号：S0550520060001
13817489814 youcy@nesc.cn

目 录

1. 中美关系紧张导致人民币汇率出现波动	3
2. 短期冲击不会改变人民币汇率长期升值趋势	3
2.1. 中美摩擦升级实为特朗普大选前转移矛盾的手段	3
2.2. 基本面支持人民币升值	4
3. 美元指数进入下行通道	6
3.1. 流动性危机缓解，美元需求下降	6
3.2. 欧元兑美元汇率持续升值	8

图表目录

图 1: 人民币汇率持续升值	3
图 2: 2020 美国大选特朗普、拜登支持率（蓝色拜登、红色特朗普）	4
图 3: 中国当日新增病例维持维持在两位数	5
图 4: 美国当日新增病例大幅上升	5
图 5: 中美利差升至历史高点	6
图 6: 美元指数波动下行	7
图 7: 美联储资产负债表一度收缩	7
图 8: 美联储央行货币互换减少	7
图 9: Libor-OIS 利差回落至正常水平	7
图 10: Ted 利差回落至正常水平	7
图 11: 欧元兑美元汇率持续升值	8
图 12: 德国疫情持续保持平台期	9
图 13: 法国疫情小幅反弹后继续出于控制之中	9
图 14: 欧元区失业率小幅波动	9
图 15: 美国失业率 4 月达到 14.7% 高位	9
图 16: 欧元区央行扩表幅度不如美联储	10
图 17: 美欧 10 年期国债利差接近 7 年来最小值	10

1. 中美关系紧张导致人民币汇率出现波动

近日人民币汇率短期扰动，离岸美元兑人民币进入7月6日以来一直在7左右波动，7月22日由于美国政府要求中国在72小时内关闭驻休斯顿总领馆的消息，当日人民币汇率贬值，收盘7.01，而今日早盘又重回7.00附近。短期中美关系继续紧张，造成人民币汇率急贬。但我们认为本次事件属于短期冲击，不改变人民币稳中有升的趋势。

图 1：人民币汇率持续升值



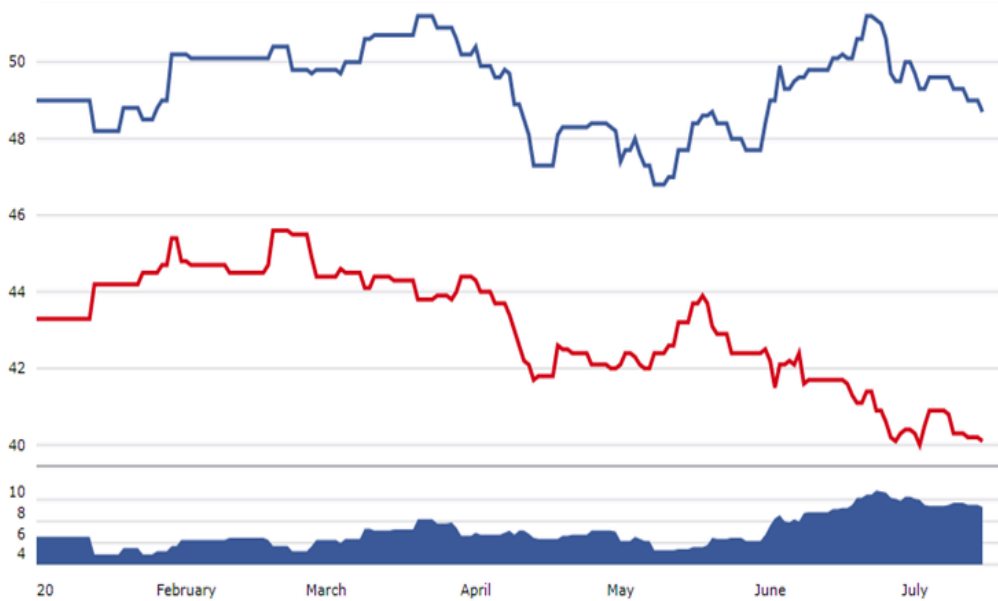
数据来源：东北证券，Wind

2. 短期冲击不会改变人民币汇率长期升值趋势

2.1. 中美摩擦升级实为特朗普大选前转移矛盾的手段

7月21日美国政府突然要求中国关闭驻得克萨斯州城市休斯敦的总领事馆，但做出该决定的原因却没有一个定论，美方的众多官员在接受采访时对关闭领事馆原因的表态不一。主要解释有两点，一是美国对重启驻武汉领事馆事件的“对等”制裁，二是美国国务院发言人摩根·奥塔古斯所说“为了保护美国的知识产权和美国公民的私人信息”。这两个原因事实上都是“欲加之罪”，中国也并没有关闭美驻武汉领事馆仅仅是对外交人员提出了建议要求，而第二点在7月22日晚间国会情报委员会民主党人Angus King在接受CNN采访时表示“中方最近并无明显情报活动”。所以总体而言，美国此次决定“师出无名”更多的是特朗普为最近大选继续造势，在国内疫情失控的大背景下，尽可能转移民众注意力。

图 2: 2020 美国大选特朗普、拜登支持率 (蓝色拜登、红色特朗普)



数据来源: 东北证券, RealClearPolitics

特朗普为何要挑起“师出无名”的争端?当前美国疫情二次爆发,经济复苏之路受阻,特朗普难辞其咎。相比于中国,特朗普抗疫不力显而易见,即使与欧洲等其它发达国家相比,美国的疫情防控也相形见绌。加之最近黑人人权运动,特朗普的支持率一路走低,连任概率大幅降低。在美国民众对中国敌意不断加重的背景下,特朗普升级中美摩擦,既能讨好选民,也能通过“甩锅”转移矛盾。我们此前在多篇报告中不断提示中美摩擦升级的风险,应该说,中美摩擦的延续性事件,发生在特朗普身上,属于意料之外但是情理之中的事件。

我们认为此事不必过分解读。对于特朗普而言,与中国发生小冲突以表明其“政治正确”的立场并转移矛盾就达到了目的。若与中国发生大冲突导致第一阶段协议作废,并不符合其利益。所以中美之间接下来大概率处于“小冲突不断,大冲突难有”的格局。当然未来也有很小概率是特朗普在认为自己连任无望的情况下剑走偏锋而扩大冲突,后续仍需持续关注。

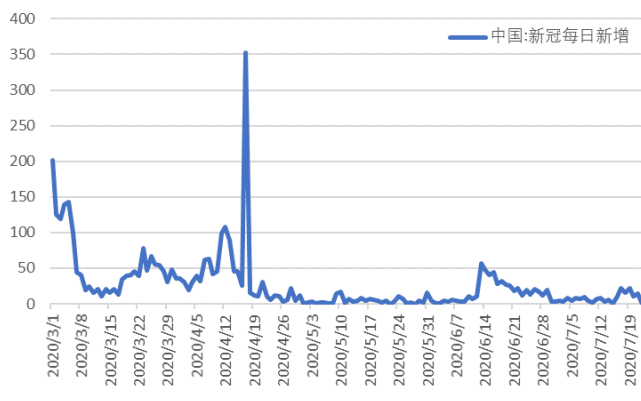
所以总体而言,我们认为目前的中美摩擦属于短期冲击,不影响人民币汇率的中长期逻辑。

2.2. 基本面支持人民币升值

首先从疫情对比来看,中国疫情控制情况远远好于美国,为经济复苏打下坚实基础。新冠疫情大流行以来,中国受到冲击最早,但也最快、最有效地控制了疫情,经济从3月份开始稳步修复。截止今日,中国现存确诊仅余233例,且从4月17日以来连续96天新增确诊维持在两位数。相比之下,海外其它各国疫情防控效果相对滞后,均远不及中国恢复速度,尤其是美国疫情二次爆发势头迅猛,频繁突破7万人/日,经济受疫情的冲击更大。

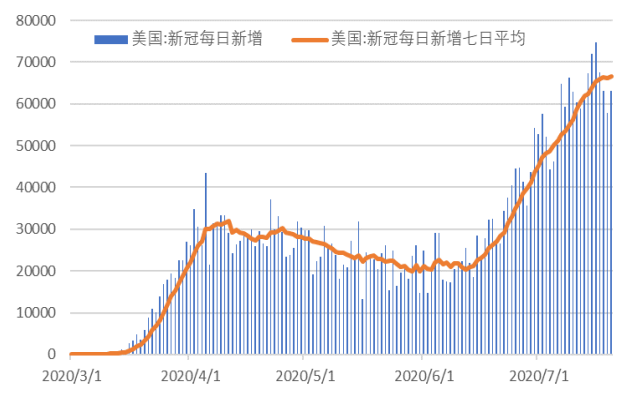
5 月份美国疫情进入平台期，各州逐步重启经济、开始复工复产，但 6 月中下旬以来美国疫情二次爆发，经济前景再度蒙尘。上周美国新增病例加速增长。7 月 15、16 日单日新增确诊人数更是超过 7 万人，7 月 7 日以来平均超过 6 万人/日。疫情在夏季的二次爆发意味着秋冬季节可能面临的风险更大，此外，两党的政治博弈也可能导致一些地区出现较严格的二次封锁。7 月以来有 8 个州宣布回退复工计划，15 个州宣布暂停或推迟执行原有复工计划，仅有 16 个州已经处于完全复工的状态。因此，中国疫情控制更加有效，复工速度与病情控制更匹配，相比美国给未来经济复苏提供了更好的修复环境。

图 3：中国当日新增病例维持维持在两位数



数据来源：东北证券，Wind

图 4：美国当日新增病例大幅上升



数据来源：东北证券，美国 CDC

其次，中国经济相对表现更强劲。根据国家统计局公布的 6 月、及今年上半年中国经济数据来看，尽管中国经济复苏增速有所放缓，但总体修复趋势不变，二季度 GDP 同比增长 3.2%。预计三季度增长中枢会进一步抬升。

尽管美国 5 月份以来经济恢复的速度超过预期，但恢复程度仍较中国有较大差距。且在疫情二次爆发的情况下，未来经济复苏的速度必然明显放缓。总体而言，中国经济的相对优势更加凸显，从基本上支持人民币继续升值。

再次，中国有克制的货币政策使得中美利差大幅扩大，人民币更具吸引力。与海外各国极度宽松的货币政策相比，中国的货币政策始终较为克制，未有“大水漫灌”。央行货币政策委员会第二季度例会于 6 月 24 日在北京召开。会议指出，稳健的货币政策要更加灵活适度，把支持实体经济恢复与可持续发展放到更加突出的位置。坚持总量政策适度，促进金融与实体经济良性循环，全力支持做好“六稳”“六保”工作。整体态度来看中国央行不会仿效欧美做新一轮的大水漫灌，人民币利率也相对较高。

至今，中国 10 年期国债收益率一度上破 3%，而美国 10 年期国债收益率已跌至 0.6%，中美利差达到有可比数据以来最高水平。人民币的吸引力大幅提升。

图 5: 中美利差升至历史高点



数据来源: 东北证券, Wind

3. 美元指数进入下行通道

美元贬值是此前人民币升值的间接因素。我们认为美元指数的下行仍将继续。

3.1. 流动性危机缓解，美元需求下降

疫情以来，美联储大水漫灌，实行了一系列的救市政策，资产负债表规模由疫情爆发前的 4.2 万亿美元扩张至超过 7 万亿美元。但由于避险情绪高涨，疫情在全球范围内的大流行造成了全球范围内的 risk-off，各类资产的无差别抛售引发了美元流动性危机，因而美元指数不降反升。但随着全球范围内总体疫情得到控制，避险情绪褪去，投资者对美元需求逐渐下降，美联储极度宽松的货币政策对美元汇率压力得到真正显现，在 3 月 19 日达到峰值 103 后，美元指数开始波动下降，7 月 22 日美元指数更是跌至 95 以下。

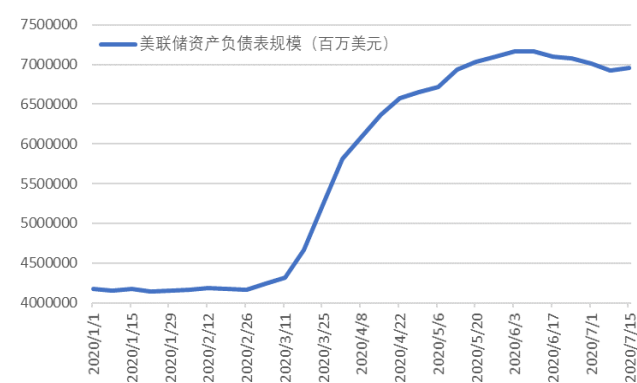
今年 3 月起的三个月时间内，美联储资产负债表规模增加 3 万亿美元后，6 月 10 日开始连续 4 个礼拜美联储资产负债表规模缩小，**美联储资产负债表规模缩小不意味着货币政策态度发生转向，大水漫灌依然是美联储基本态度。**缩表的主要原因是美联储央行货币互换和回购协议的减少，且本周美联储扩表步伐继续。而回购协议和央行货币互换协议的减少正表明了市场对美元的需求量在减少。

图 6: 美元指数波动下行



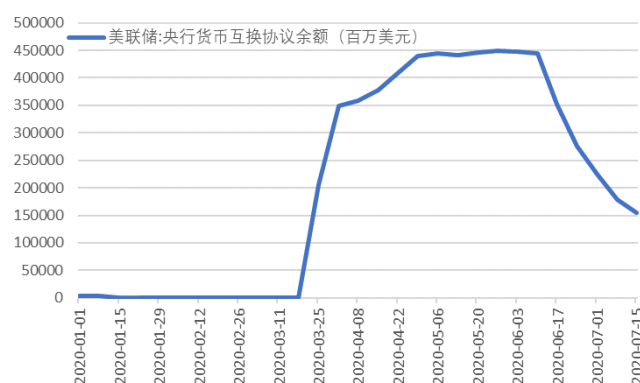
数据来源: 东北证券, Wind

图 7: 美联储资产负债表一度收缩



数据来源: 东北证券, FED

图 8: 美联储央行货币互换减少



数据来源: 东北证券, FED

在美联储采取了一系列救市措施后, Libor-OIS 利差与 Ted 利差从 5 月起均大幅下降, 且 6 月开始一直处于低位。表明流动性危机得到化解, 各级市场流动性均出现好转。疫情之初发生的“美元荒”局面已经退出。

图 9: Libor-OIS 利差回落至正常水平

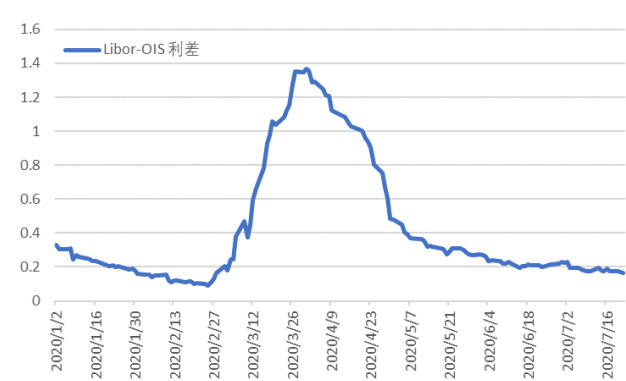
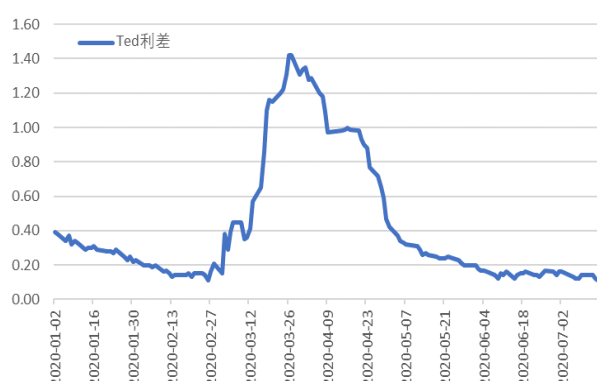


图 10: Ted 利差回落至正常水平



数据来源：东北证券，Wind

数据来源：东北证券，Wind

3.2. 欧元兑美元汇率持续升值

欧元兑美元汇率作为美元指数中权重最大的币种，欧元持续升值对美元指数下行、美元贬值产生了重要影响。自5月下旬以来欧元兑美元从1.08左右持续上行，近期收盘价格超过1.15，涨幅超过7%。

图 11: 欧元兑美元汇率持续升值



数据来源：东北证券，Wind

欧元兑美元持续升值地主要原因也同样是因疫情控制、经济基本面以及货币政策宽松幅度。欧洲总体疫情在5月复工后反弹虽有发生，如西班牙、法国等，但未见大规模二次爆发征兆，新增病情在小幅反弹后重新进入下降趋势，相对而言欧洲新冠控制情况较好，且复工计划执行的较为顺利，并没有出现如美国各州出现回滚、暂停复工计划的情况。

高盛最新报告表示，美国许多州已经明确暂停复工或采取针对性措施预防疫情，而这些州的人口占到美国人口的80%。而欧洲地复工计划都在疫情控制下得到了有效

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_3700

