华泰证券 HUATAI SECURITIES

宏观研究/动态点评

2020年07月13日

张继强 执业证书编号：S0570518110002
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 执业证书编号：S0570518120004
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

1《宏观：盈利改善趋势确定，力度有限》2020.06
2《宏观：防疫物资拉动出口，顺差格局延续》2020.06
3《宏观：中美摩擦短期扰动人民币汇率》2020.05

人民币汇率仍有稳的基础

核心观点

7月7日-13日，离岸和在岸人民币兑美元汇率多次升破并有望站稳7.0的重要关口，为3月12日以来首次。在股市行情重燃的背景下，强劲的股市资金流入与人民币汇率形成正向加强。我们认为，本次升值的直接原因依然是美元指数的走弱，而中国疫情控制及经济修复速度快于美国是人民币币值稳定的基础，国际收支改善也对汇率稳定形成重要支撑，海外公司分红等影响有限。中长期，人民币稳中有升仍具有坚实的基本面、中美利差、资金流动基础，中美摩擦仍是主要的不确定性因素。美联储货币政策仍宽松，人民币稳中偏强，全球流动性环境对人民币资产表现有利。

美元指数走弱支持人民币汇率走强

人民币汇率多数情况下和美元指数呈负相关。自3月以来，美联储为应对金融市场危机和实体经济下滑，大幅推进扩张型政策，根据美联储数据，其资产负债表扩张约3万亿美元，构成了美元指数走弱的基础。我们认为，5月由于疫情在全球范围扩大造成了全球范围的risk off，叠加中美摩擦升温，造成短时间内人民币汇率与美元锚发生背离，即在美元指数高位震荡的同时人民币汇率却出现较大幅度贬值。但是当前疫情防控常态化，市场信心回升，全球重新risk on，避险情绪减弱将缓解市场对美元流动性需求。叠加美国财政货币双刺激，美元指数走低构成了本次人民币升值的基础。

经济修复速度、央行货币政策更早常态回归是人民币币值稳中有升的基础

疫情以来，全球采取空前的宽松政策以对冲疫情冲击，我国在维持货币宽松基调的同时则保持着更大的定力。5月以来，我国央行边际宽松力度有所收敛，刺激经济的同时兼顾打击资金空转套利，常规型工具力度放缓的同时通过创设直达实体经济的新型货币政策工具，降低实体经济融资成本。因此，经济修复速度更快，货币政策较美联储更早常态回归，都是支撑人民币稳中偏强的基本面基础。

国际收支改善支撑人民币汇率稳定

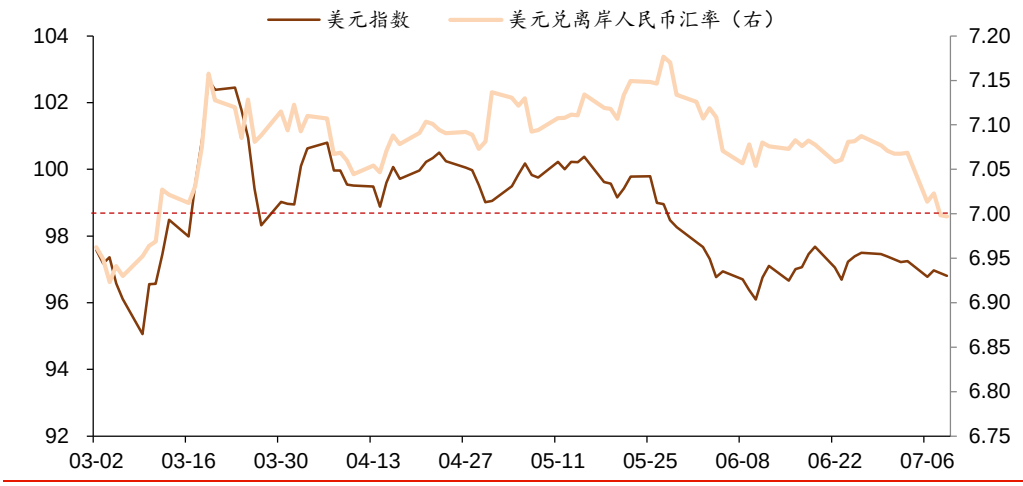
4月以来随着国内疫情基本得到全面控制，复产复工持续加速推进，出口并未出现断崖式下降，且持续好于预期。5月起，海外国家也进入了经济重启的提速期，预计后续的货物贸易顺差将继续扩大。此外，旅游等服务贸易逆差将受疫情影响而大幅减少，更多对经常项目顺差形成支撑。资本和金融账户层面，虽然未来来自美国的直接投资或将由于中美一定程度的脱钩而有所减少，但是中国在本次疫情过程中显示出来的国家管理能力、经济韧性、资产回报率（中枢利率等）等方面的优势，预计也会吸引更多国际资本，两相抵消后，未来国际收支平衡将得到支撑。

中美关系仍将是影响人民币汇率的不确定因素

7月人民币升值得益于美元指数回落，5月人民币贬值主因中美关系短期恶化。预计下半年中美摩擦的不确定性仍是主导汇率走势的核心因素，预计人民币汇率大概率维持7附近的窄幅震荡。近期美国疫情有所反复，特朗普支持率大幅下滑，随着美国大选临近，民主党和共和党都采取施压中国博取国内选民支持的政策，因此需提防下半年人民币因此而波动的可能性。中美在科技、金融、产业链等领域的竞争也将走向常态化，持续对汇率构成扰动。传统的美元循环以及国内大循环构想都可能直接或间接冲击汇率，值得后续持续观察。

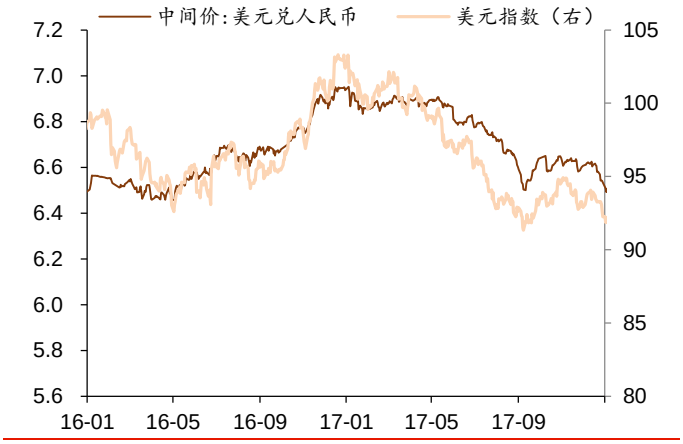
风险提示：中美关系出现超预期摩擦；全球疫情发展反扑中国和欧洲等防控较好的国家；中国经济数据不及预期。

图表1： 美元指数和人民币汇率走势



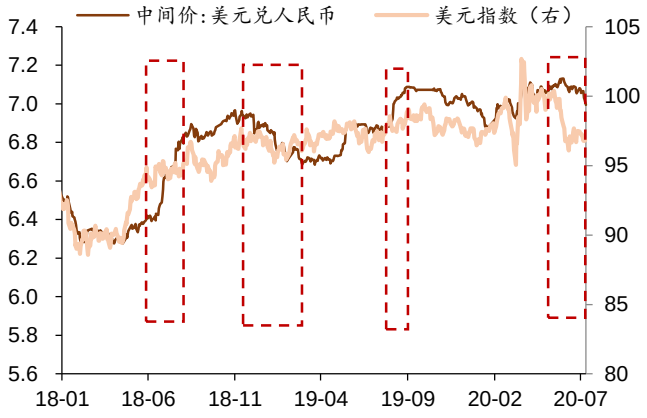
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 2016-2017 年美元指数与人民币汇率高度正相关



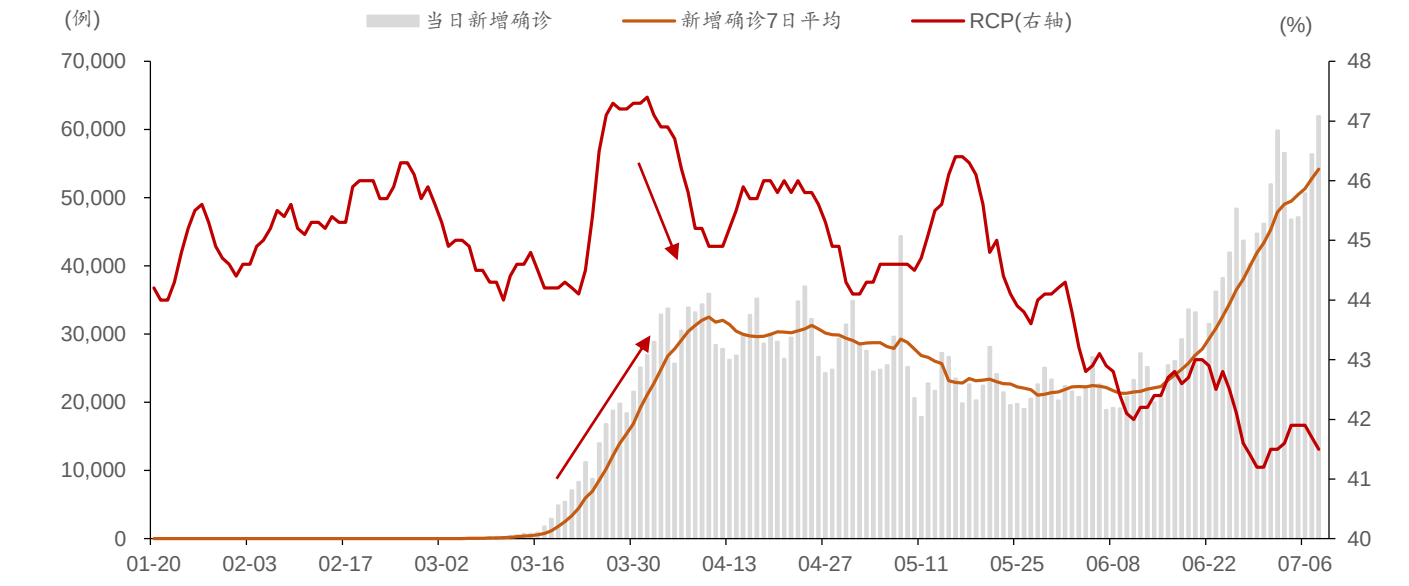
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3： 2018 年至今美元指数与人民币汇率存在若干特殊的背离时期



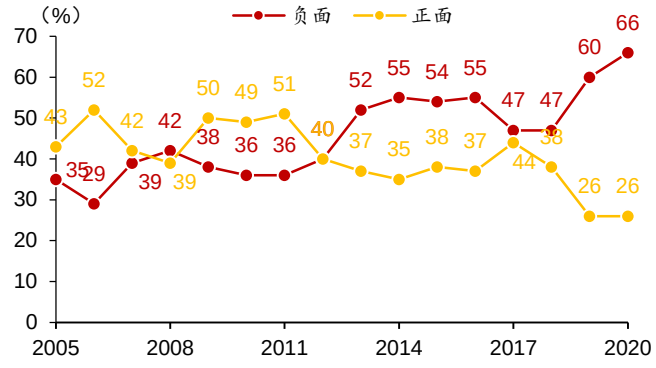
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 美国新增确诊病例与特朗普工作支持率



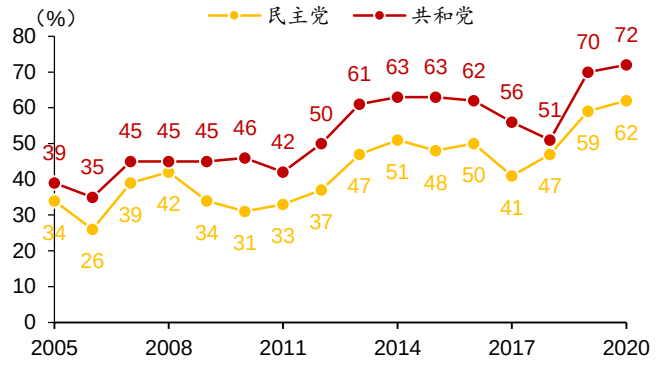
资料来源：Wind、RCP、Gallup，华泰证券研究所

图表5： 近年来美国居民对中国负面情绪上升



资料来源：Pew Research Center，华泰证券研究所

图表6： 民主党及共和党内对中国持负面情绪的比例都过半



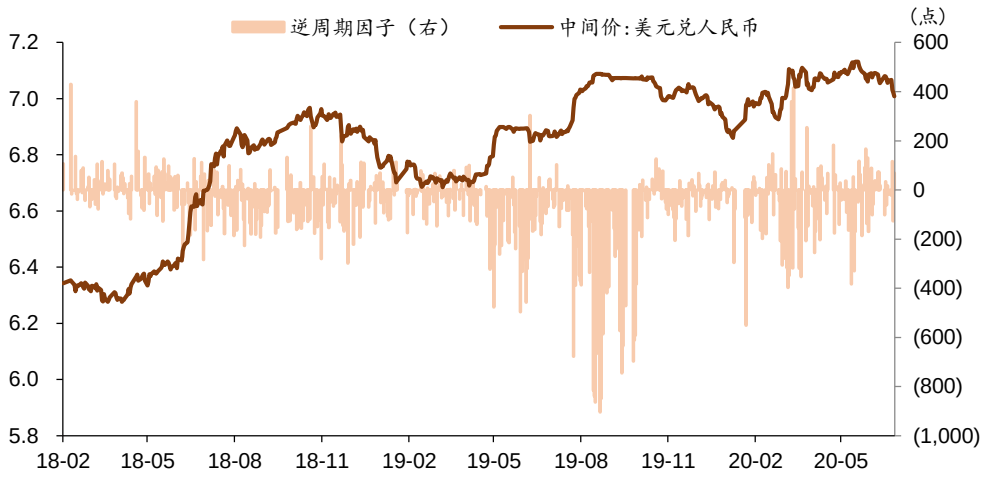
资料来源：Pew Research Center，华泰证券研究所

图表7： 央行调控汇率工具

调控工具	作用原理
传统的数量型和价格型货币政策	货币供应量（影响利率，通过利率平价理论发挥作用或者影响价格，通过购买力平价理论发挥作用）和利差水平可以决定均衡利率水平
主动运用外汇储备来投放或收回美元	买卖外汇，通过交易直接影响汇率
调控离岸拆借利率	提高做空成本，降低套利动机
调整外汇风险准备金	直接提高外汇做空成本
发行离岸央票	提高做空成本
宏观审慎管制跨境资本流动	控制汇率超调和羊群效应引发的资本外流
开启或关闭逆周期因子	传递央行对人民币的态度，有效管理汇率预期。
通过远期合约做空掉期点	通过远期合约做空掉期点，既不会消耗外汇储备，又能够压缩掉期点，从而能够稳定对人民币汇率的预期
口头引导预期	管理汇率预期

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 逆周期因子测算（假设一篮子汇率变化稳定）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

风险提示

中美关系出现超预期摩擦；全球疫情发展反扑中国和欧洲等防控较好的国家；中国经济数据不及预期。

免责声明

分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间迟延。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的

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_3938