



人民币将迎来强势时间

对后续人民币走势的看法

11 月 5 日，人民币兑美元即期汇率收于 6.9975，历时 3 个月回到 7.0 上方。至少到 2020 年上半年，人民币对美元后续走势以偏强双向波动为主。

- 人民币汇率此前“破”7 更多是由于市场担忧中美贸易冲突升级而导致的一次情绪释放，基本面因素依然对人民币构成支撑。随着中美贸易冲突缓和，人民币对美元升值顺理成章。
- 从经常项目顺差、中美利差、中国扩大开放的政策倾向以及美国经济数据趋弱等因素考虑，人民币对美元走强的趋势将短期延续。
- 鉴于中美贸易冲突后续不确定性依然存在，汇率高估会给国内实体经济造成压力。人民币汇率弹性更为增强，预计后续人民币以偏强双向波动为主。

相关研究报告

《固收市场点评》 20191105

《11 月金股组合》 20191104

《A 股市场月报》 20191103

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

朱启兵

01066229359

qibing.zhu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

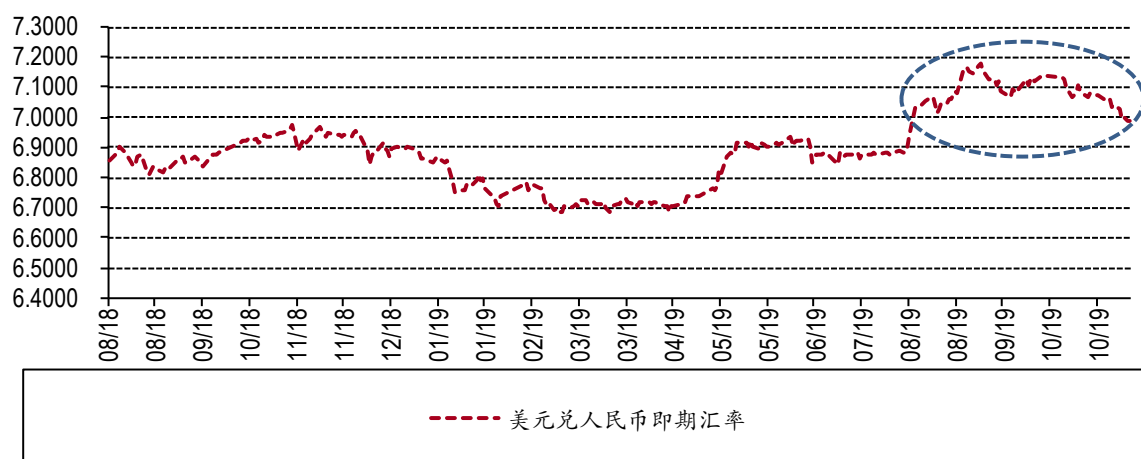
中美贸易冲突缓和，人民币迎来升值

11月5日，人民币兑美元即期汇率收于6.9975，历时3个月后回到7.0上方。

在此前8月5日人民币兑美元即期汇率跌破7.0时，我们曾经指出，人民币汇率“破7”更多是由于市场担忧中美贸易冲突升级而导致的一次情绪释放，基本面因素依然对人民币构成支撑，因此，破7并非新一轮贬值的开始，后续人民币仍以双向波动为主（见《“破7”之后，人民币何去何从？》）。当前人民币兑美元回到7.0上方，基本印证了我们的上述判断。

10月以来，中美双方历经多次磋商，目前有望达成第一阶段协议。11月7日，商务部新闻发布会称双方同意随协议进展分阶段取消加征关税。中美贸易冲突的缓和令市场风险偏好回升，正如此前人民币兑美元即期汇率跌破7.0是因为市场担忧中美贸易冲突升级，本轮人民币兑美元即期汇率回到7.0上方背后的驱动因素正是中美贸易谈判自10月以来进展较为顺利。

图表1.人民币兑美元即期汇率回到7.0上方



资料来源：万得，中银国际证券

基本面因素对人民币构成支撑

需要指出的是，2019年以来，基本面因素始终对人民币构成支撑。

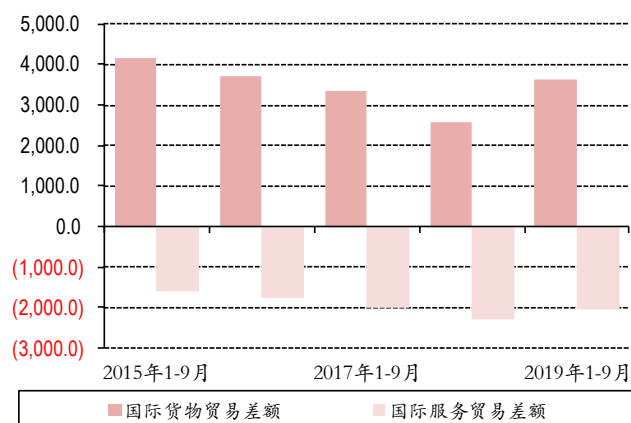
尽管全球经济增速下行导致外需较弱，同时中美贸易冲突的不确定性更增加了贸易走势的不确定性。但从经常项目看，2019年经常项目整体较2018年明显好转。前三季度，商品贸易顺差扩大，同时服务贸易顺差收窄，国际收支口径的国际货物与服务贸易差额为1,610亿美元，高于2018年同期的296.4亿美元，也高于2017年同期的1367亿美元。

从中美利差看，8月以来，随着美联储9月和10月再度降息，而中国货币政策总体维持中性。中美利差继续扩大，9月中美10年期国债收益率之差平均已接近150BP，为2018年以来的新高；中美3个月期国债利差也从此前的倒挂升至10月的67个BP。

在经常项目顺差和中美利差均有所扩大的同时，中国进一步扩大开放。11月8日，国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》，明确提出支持外资投资新开放领域、加快金融业开放进程、优化汽车领域外资政策、着力营造公平经营环境等二十条措施。从年内数据看，前三季度，直接投资顺差277亿美元，证券投资顺差400亿美元，海外资金继续流入中国，也对人民币汇率构成支持。

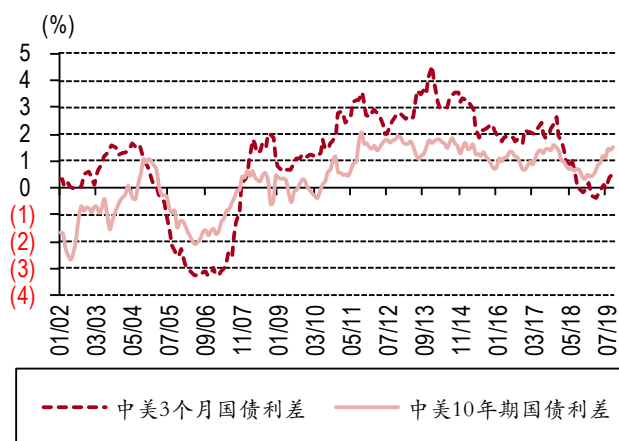
在基本面因素持续向好背景下，一旦中美贸易冲突缓和，市场风险偏好回升，人民币对美元升值则顺理成章。

图表 2. 前三季度经常项目顺差改善



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 3. 中美利差持续扩大



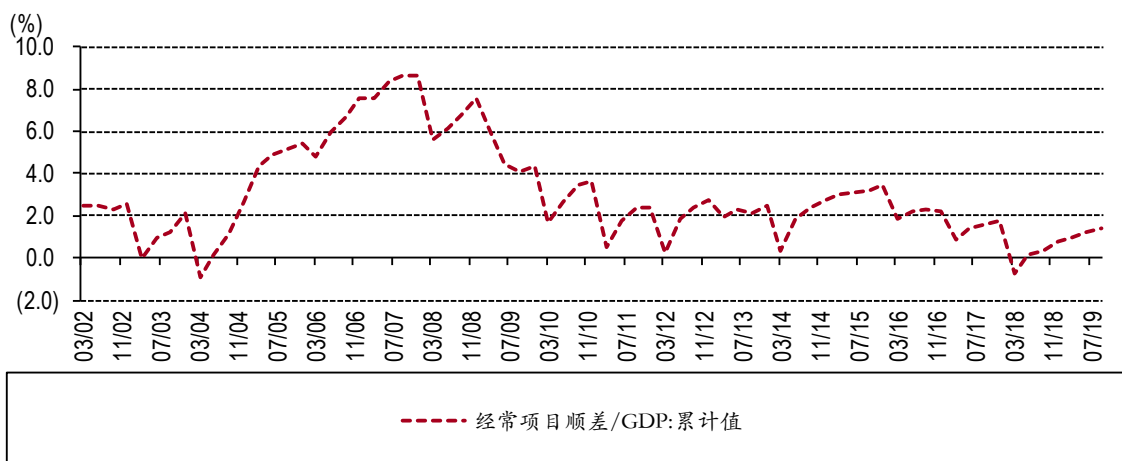
资料来源: 万得, 中银国际证券

人民币后续走势以偏强双向波动为主

展望未来, 我们认为, 人民币对美元后续走势以偏强双向波动为主。

第一, 经常项目顺差对人民币不会构成拖累。前三季度, 中国经常项目顺差占 GDP 比例回升至 1.4%, 而 2018 年全年仅为 0.8%。随着中美贸易有望达成第一阶段协议, 中国将加大自美进口, 对经常项目顺差短期可能造成一定影响。但我们此前一直强调, 对于中国而言, 更为重要的是贸易规模而非单纯的顺差。在贸易冲突缓和, 贸易规模扩大的前提下, 考虑到出口和进口对国内经济的间接带动作用, 我们认为, 经常项目顺差占 GDP 比例大致在 1%-2%之间波动。

图表 4. 前三季度经常项目顺差占 GDP 比例回升



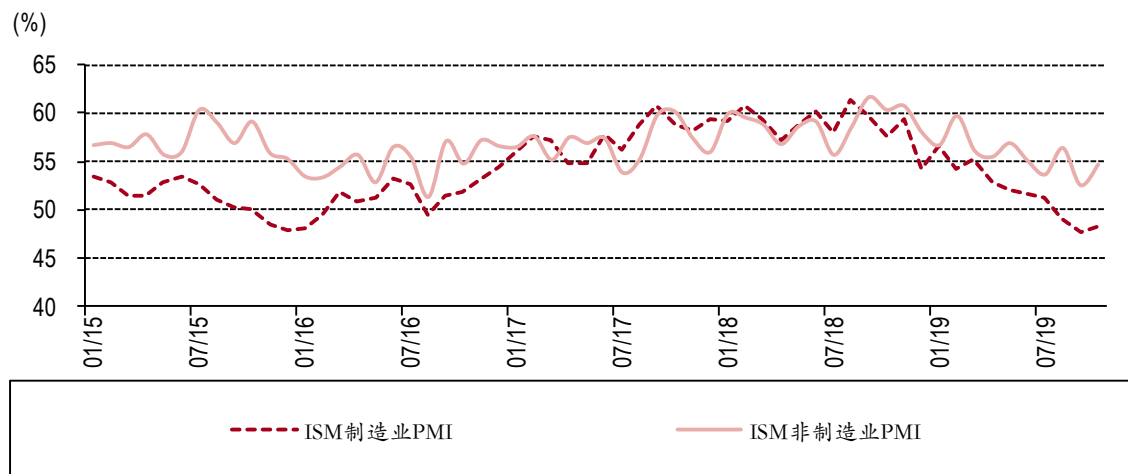
资料来源: 万得, 中银国际证券

第二, 中美利差难以收窄。随着美联储的三次降息, 美国货币政策转向宽松已是事实。而中国目前通胀维持高位, 货币政策仍然维持中性, 倾向通过 LPR 利率的下行来引导实体经济融资成本下降。近期央行 MLF 利率下调 5BP, 正是这一政策倾向的体现。在此背景下, 中美利差更倾向于继续扩大而非收窄。

第三, 中国扩大开放的政策倾向不变。在全球宽松, 而中国经济增长相对强劲, 货币政策维持中性背景下, 全球资金流入中国的趋势将在 2020 年延续。

第四，近期美国经济数据趋弱迹象已经越来越多，美国 ISM 制造业 PMI 已连续三个月位于收缩区间。美国经济走弱叠加美联储降息，后续美元指数大概率趋弱，带动人民币被动走强。

图表 5. 美国制造业 PMI 连续 3 个月位于收缩区间



资料来源：万得，中银国际证券

当然，人民币的单边大幅升值同样不太可能。一方面，中美贸易冲突虽短期缓和，后续不确定性依然存在，仍可能对人民币造成冲击。另一方面，人民币的单边升值导致汇率高估，同样会给国内实体经济造成压力。而在人民币对美元汇率跌破 7.0 之后，人民币汇率弹性更为增强，波动幅度有望较此前扩大。我们预计，至少在 2020 年上半年，人民币以偏强双向波动为主。



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

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_9140

