# 宏观点评 20210331

2021 年 03 月 31 日

# 人民币贬值，流动性会受波及吗？

■ **人民币汇率 3 月为何明显贬值？**截至 3 月 29 日人民币相对美元在 3 月已经贬值 1.6%，一改此前连续 8 个月的升值行情（2020 年 6 月至 2021 年 1 月）。为何贬值？从基本面上，得益于疫苗的推广和持续的财政刺激，美国经济加速复苏，但中国出现了放缓迹象（图 1）；中美外交“低开”以及由此带来的地缘政治紧张也放大了市场的避险情绪；从资产关系来看，美债收益率和美元指数的轮番大幅上涨是人民币走弱的直接原因（图 2）。

■ **人民币汇率还会继续贬值吗？会。**从国外因素看，美国财政政策继续积极、美国疫苗注射的顺利推进将继续支撑美债收益率和美元指数的强势，而欧洲磕磕绊绊的解封之路使得欧元很难在短期扭转颓势。美债收益率上升将吸引全球配置资金流入美国，例如日本的机构投资者很可能在第二季度增加美债购买（图 3），甚至导致新兴市场资本外流风险上升；从国内来看，长端中美利差（10 年）虽然仍高于“舒适水平”（80 至 100bp），但收敛压力会传到至人民币汇率市场（图 4），此外 5 至 7 月是 A 股上市公司分红较为集中的月份，近年来海外资金的涌入境内股市使得“分红季”购汇（人民币兑换成外币）需求上升，我们以外资青睐的茅指数成分股为例，每年派息主要集中在 5 月至 7 月，这会阶段性导致人民币贬值压力上升（图 5 和 6）。

■ **后续人民币汇率节奏怎么看？**上半年人民币汇率偏弱，大概率回到 6.60 上方。不过下半年随着以欧洲为代表的非美经济体开始加速复苏，美元指数将阶段性走弱，这可能出现在第三季度；但是第四季度随着美联储缩减资产购买等收紧货币政策预期升温，美元指数有可能再度走强。由此我们大致可以判断人民币汇率今年的节奏：上半年偏弱，第三季度转强，年末再度面临一定的贬值压力。

■ **汇率因素会影响第二季度流动性环境吗？**基准情形下我们认为不会，这一情形重要基础是**中美之间不会出现全面的摩擦升级**。我们的逻辑主要基于四个方面：第一，由于其他非美货币贬值更加严重，人民币有效汇率依旧在升值，已经突破 2019 年和 2020 年的高点，适当的贬值有利于缓解后续出口企业的压力（图 7）；第二，境内美元流动性依旧宽裕，且短期内不会改变，这将使得人民币贬值的幅度相较其他经济体会更加温和（图 8）；第三，人民银行货币政策委员会 2021 年第一季度例会增加了“增强人民币汇率弹性”的措辞，说明央行明显放宽对于汇率贬值的容忍度。第四，外汇占款对于基础流动性的影响已经越来越小（图 9）。

■ **风险提示：**中国信用收缩过快导致经济超预期下滑、信用风险上升，央行再度转向宽松。地缘政治形势超预期恶化，汇率超预期大幅贬值。美国经济过热，美联储提前收紧货币政策。

**证券分析师　陶川**
执业证号：S0600520050002
taoch@dwzq.com.cn
**研究助理　邵翔**
shaox@dwzq.com.cn

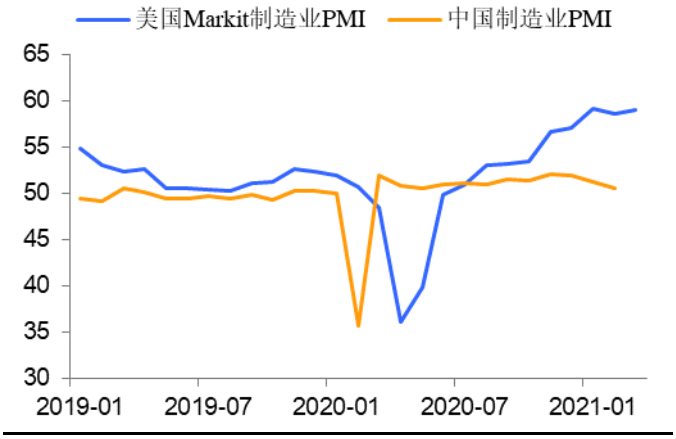
**相关研究**

**1、《宏观点评 20210327：拜登基建投资的新动向：《无尽前沿法案》》2021-03-27**
**2、《宏观点评 20210326：谁将阻挡美债收益率上涨的步伐？》2021-03-27**
**3、《宏观专题报告 20210325：大宗还能涨吗？——复盘本世纪三轮大宗上涨的启示》2021-03-26**
**4、《宏观点评 20210317：美联储会使用 YCC 吗？》2021-03-18**
**5、《宏观点评 20210316：史上最长大宗商品繁荣是如何炼成的？》2021-03-16**



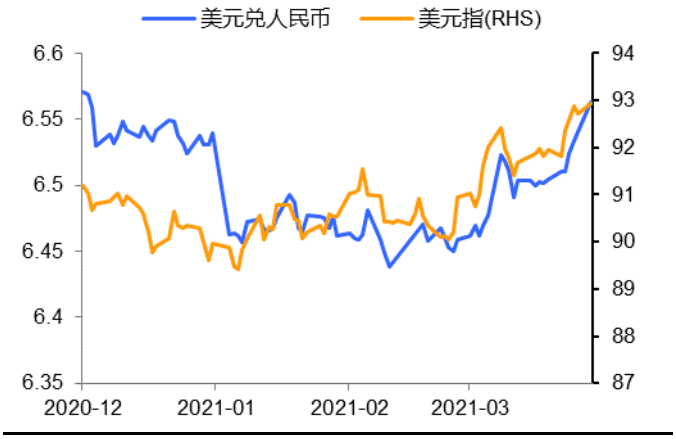
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：中美制造业 PMI 出现分化



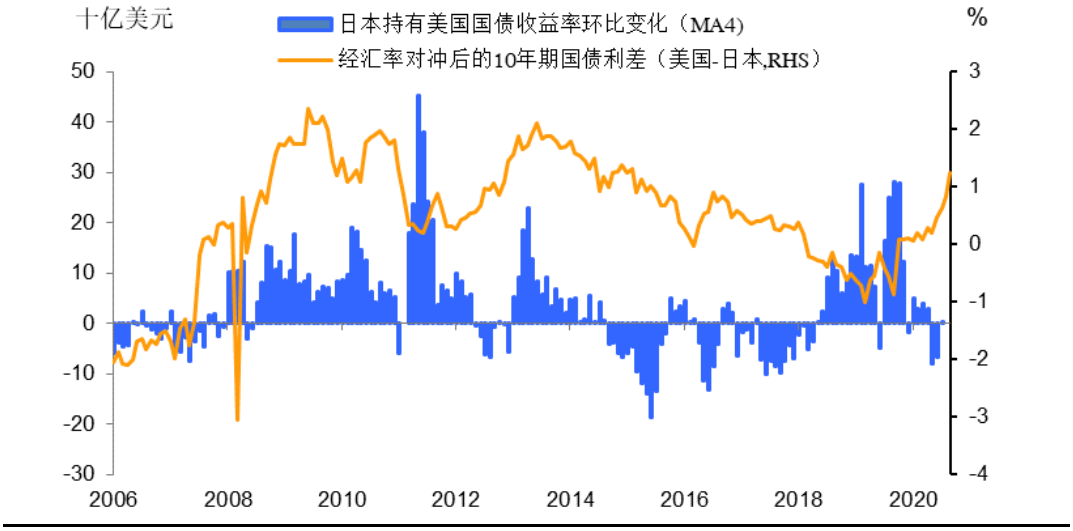

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：美元兑人民币和美元指数




数据来源：Wind，东吴证券研究所

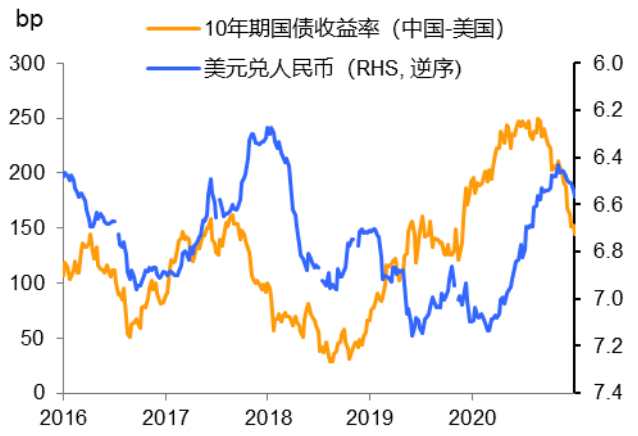
图 3：美国和日本经对冲国债收益率之差和日本持有美国国债变化




数据来源：Bloomberg，东吴证券研究所

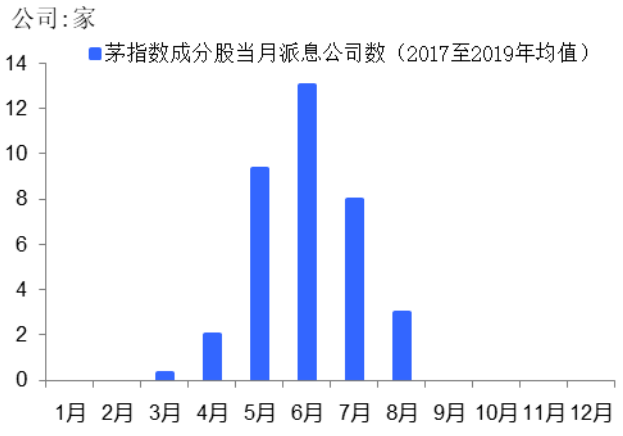

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 4：中美利差和人民币汇率



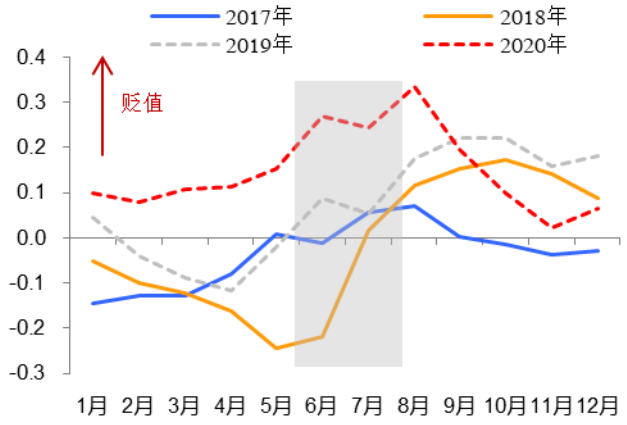

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：茅指数成分公司分红季在 5 至 7 月（2017-2019）




数据来源：Wind，东吴证券研究所

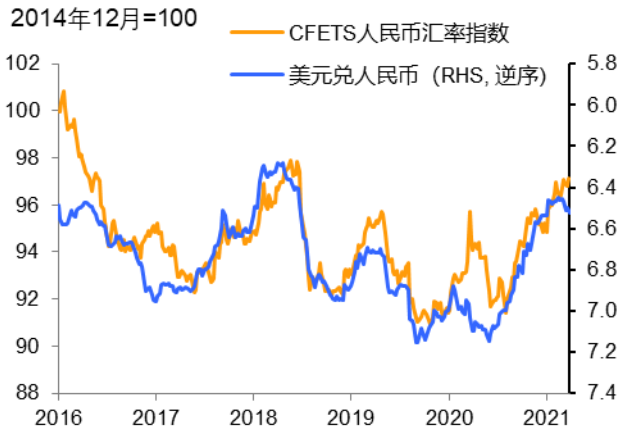
图 6：剔除美元因素后人民币在 5 至 7 月倾向于贬值




注：以上我们使用回归将美元指数的影响剔除后得到的人民币汇率变化部分。

来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：人民币有效汇率依旧坚挺



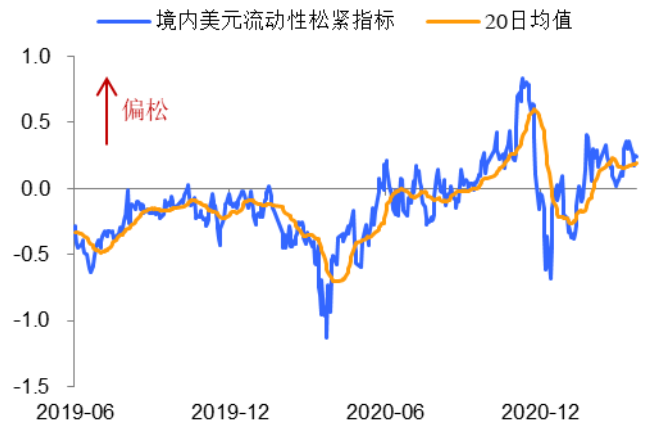

数据来源：Wind，东吴证券研究所





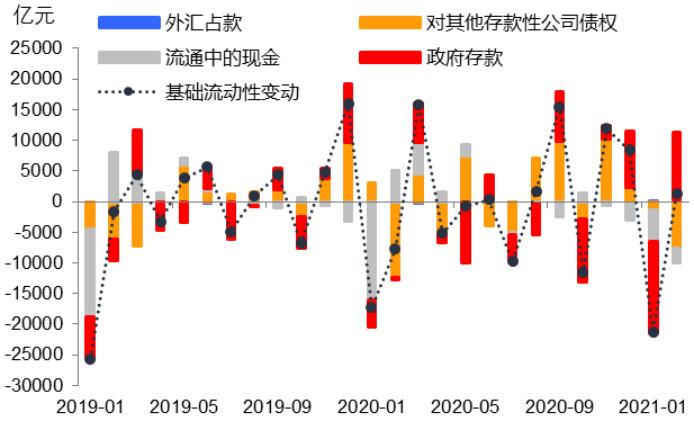
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：境内美元流动性依旧充裕




数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：外汇占款变动对流动性的影响不大




数据来源：Wind，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

