中航证券研究所
所长 董忠云
证券执业证书号：S0640515120001
证券分析师 成果，CFA
证券执业证书号：S0640520070001
电话：010-59219561
邮箱：chengg@avicsec.com

一季度后人民币单边升值或告一段落

宏观点评报告 2021 年 01 月 17 日

摘要

- 2020 年 6 月以来，三个因素共同推动了人民币的快速单边升值：中国经济复苏领先其他国家，中国货币发行相对克制，以及中美利差持续处于高位。
- 随着新冠疫苗的广泛接种和财政及货币政策持续的支持，世界各国经济可能进入到加速复苏的阶段。此前中国和世界经济修复节奏不匹配的情况有望逐步修正。
- 预计 2021 年中国的出口增速高点出现在一季度，此后逐季放缓。外汇储备增速也将同步放缓，一定程度上减缓人民币的升值压力。
- 美国新一轮庞大的 1.9 万亿刺激计划可能进一步打开美债收益率上行的空间。中国则在流动性合理充裕和信用收紧的背景下，利率上行幅度和速度较为温和。
- 综合基本面和利差的情况，人民币单边升值或告一段落。虽然外资流入 A 股的长逻辑没有变化，但是由人民币升值带动外资加速配置 A 股的逻辑或许受到冲击。

股市有风险入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

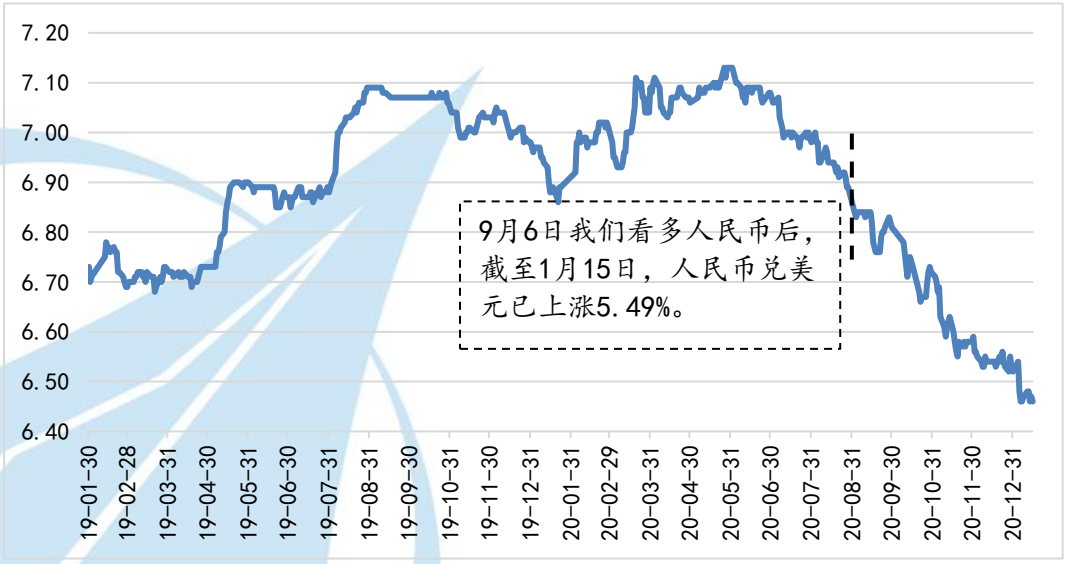
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

基于均衡汇率理论、购买力平价理论和利率平价理论，我们在 20 年 9 月 6 日发布了《多个维度指向中期人民币大概率升值》的报告。自发布至 21 年 1 月 15 日，人民币兑美元汇率已升值近 5.5%。中国经济复苏领先其他国家，中国货币发行相对克制，以及中美利差持续处于高位。这三个因素直接推动了人民币的快速单边升值。

随着新冠疫苗在全球范围内的推广以及世界各国政府继续不断提供财政和货币政策的支持，全球经济可能逐步走出疫情阴影，进入到加速复苏的阶段。此前中国和世界经济修复节奏不匹配的情况有望逐步修正。21 年 1 月 16 日，拜登宣布 1.9 万亿美元的经济刺激计划，虽然国会是否通过还存在不确定性，但新一轮庞大的刺激计划可能打开了美债收益率进一步上行的空间。综合基本面和利差的情况，我们认为后续人民币维持单边快速升值的可能性较小。

图 1：人民币兑美元汇率自 2019 年以来的走势



数据来源：Wind，中航证券研究所

一、经济基本面

中国经济在 2020 年的快速复苏一定程度上得益于外贸的强劲表现。中国疫情与全球疫情的不同步导致中国成为全球产业链上唯一可靠的主要中间节点并成为全球贸易活动的核心主体。全球对医疗用品和家用电子设备的强劲需求使中国在全球贸易中的份额大幅上升，中国贸易顺差也回升至近年来的高点。

表 1：2020 年主要经济体的出口同比趋势

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月
中国		-17.1%	-6.6%	3.4%	-3.2%	0.5%	7.2%	9.5%	9.9%	11.4%	21.1%	18.1%
美国	-0.5%	-0.6%	-12.4%	-28.8%	-32.4%	-24.7%	-19.2%	-17.4%	-14.9%	-13.5%	-12.5%	
印度	-2.1%	3.3%	-34.3%	-61.0%	-35.7%	-12.2%	-9.5%	-12.2%	6.0%	-5.1%	-8.7%	
韩国	-6.6%	3.6%	-1.7%	-25.6%	-23.8%	-10.9%	-7.1%	-10.3%	7.2%	-3.8%	4.1%	12.6%
日本	-2.6%	-1.0%	-11.7%	-21.9%	-28.3%	-26.2%	-19.2%	-14.8%	-4.9%	-0.2%	-4.2%	
英国	2.8%	-1.9%	-11.5%	-13.3%	-15.9%	-15.7%	-21.0%	-18.4%	-17.8%	-18.4%	-17.2%	
法国	-4.9%	-2.5%	-16.1%	-42.7%	-41.3%	-18.7%	-18.5%	-18.0%	-5.8%	-13.1%	-5.7%	
德国	-4.8%	-3.6%	-9.8%	-33.4%	-31.6%	-9.9%	-9.1%	-4.6%	3.1%	-0.3%		
墨西哥	2.9%	0.4%	-1.7%	-40.9%	-56.7%	-12.8%	-8.9%	-7.7%	3.7%	2.9%	2.3%	
巴西	-19.5%	-1.0%	5.3%	-8.7%	-14.8%	-4.8%	-3.4%	-11.1%	-10.1%	-9.3%	-1.2%	-0.7%

数据来源：Wind，中航证券研究所

图 2：中国医疗用品出口同比

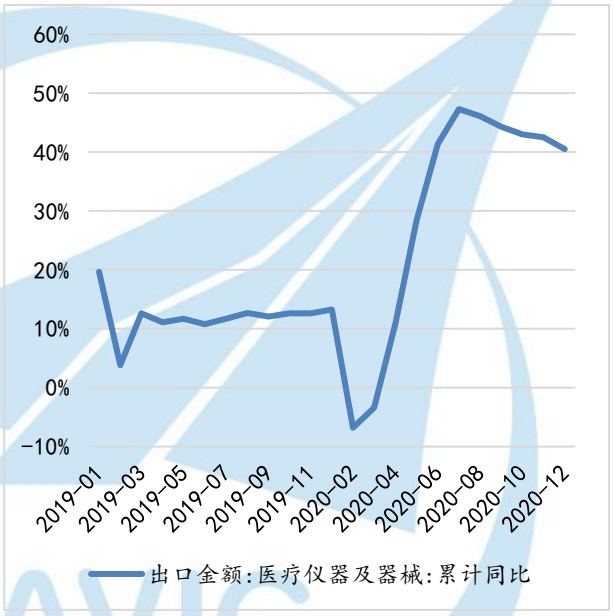
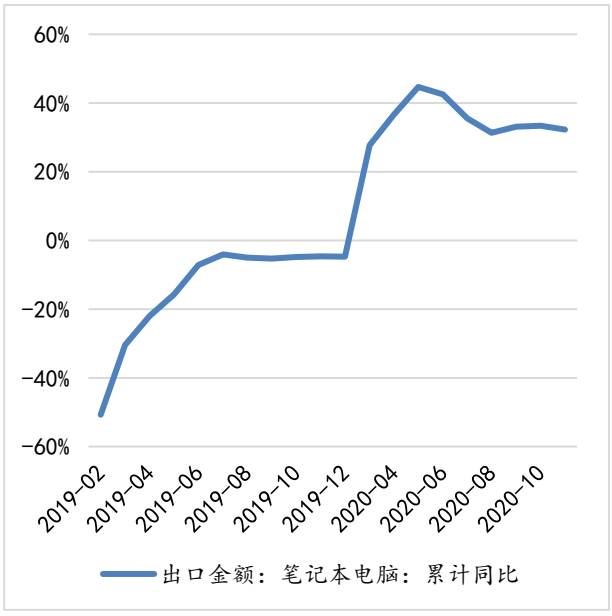
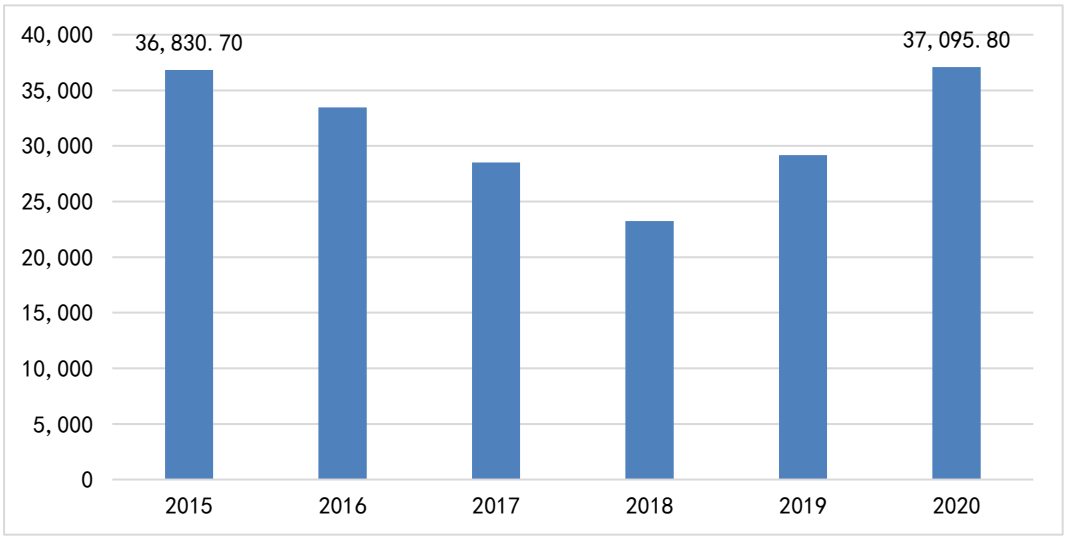


图 3：中国笔记本电脑出口同比



数据来源：Wind，中航证券研究所

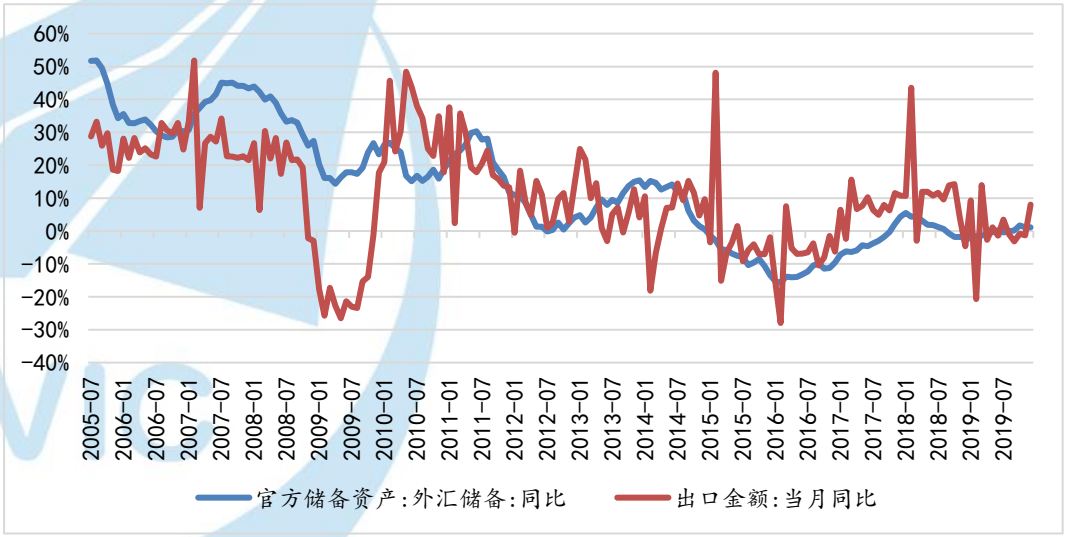
图 4：中国 2015-2020 年的贸易顺差金额（人民币，亿元）



数据来源：Wind，中航证券研究所

但随着全球经济的全面复苏，欧美制造业有可能加速修复，中国许多与疫情相关的特定行业出口的高增速可能难以持续，前期的出口替代效应也将减弱。预计 2021 年中国出口同比增速的高点出现在一季度，此后逐季放缓。外汇储备增速也将同步放缓，一定程度上缓解人民币的升值压力。

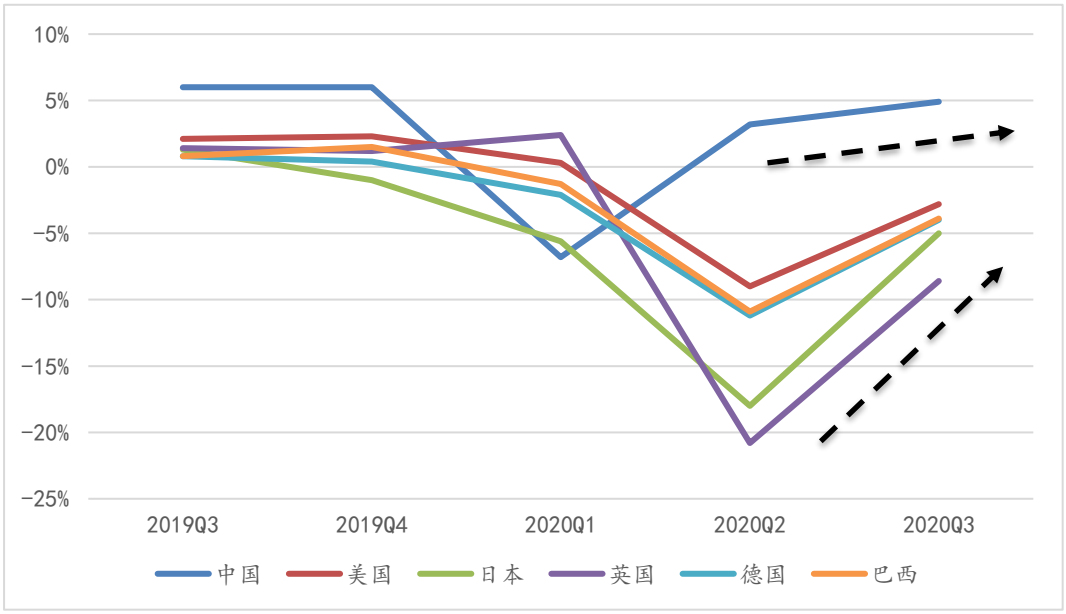
图 5：外汇储备增速与出口增速高度相关



数据来源：Wind，中航证券研究所

由于控制疫情方面的杰出表现，中国经济自 2020 年第二季度起开始率先修复。这就导致了中国和世界经济增长出现了错位的情况—我国经济已经逐步企稳而欧美仍未走出疫情。随着海外疫情逐步得到控制，在低基数效应的影响下，未来海外经济的修复斜率要大于国内。海外经济基本面的改善将带动实际利率和通胀水平的上升，并推升资产收益率。

图 6：疫情导致我国和世界经济增长出现错位（各国 GDP 同比增长）

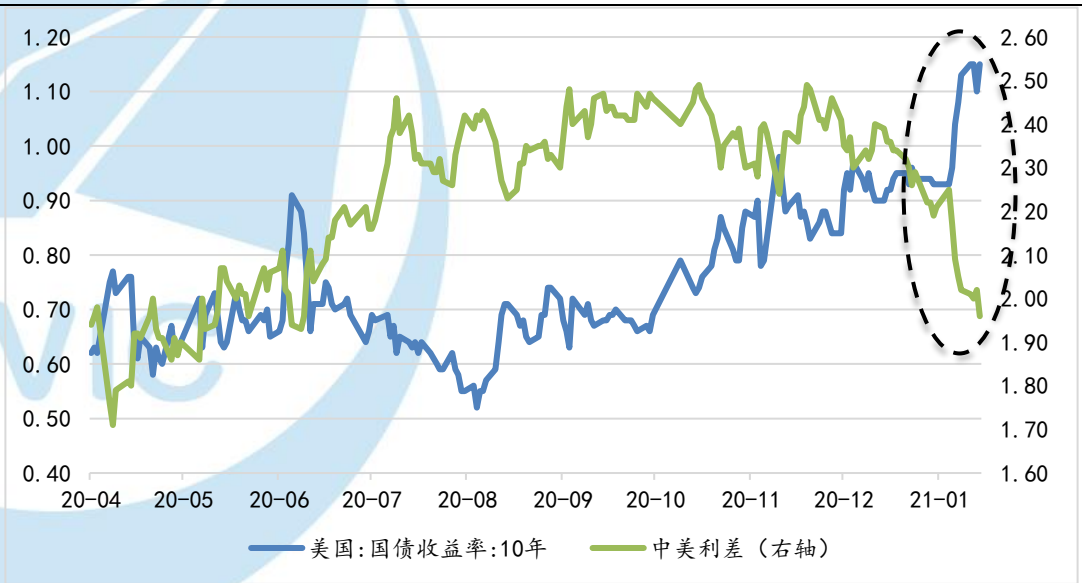


数据来源：OECD，中航证券研究所

二、利率平价理论

从利率平价的角度出发，人民币对美元汇率与中美利差高度相关。随着 10 年期美国国债收益率迅速回升，中美利差较历史高点悄然跌去约 20%。

图 7：美国国债收益率和中美利差（%）

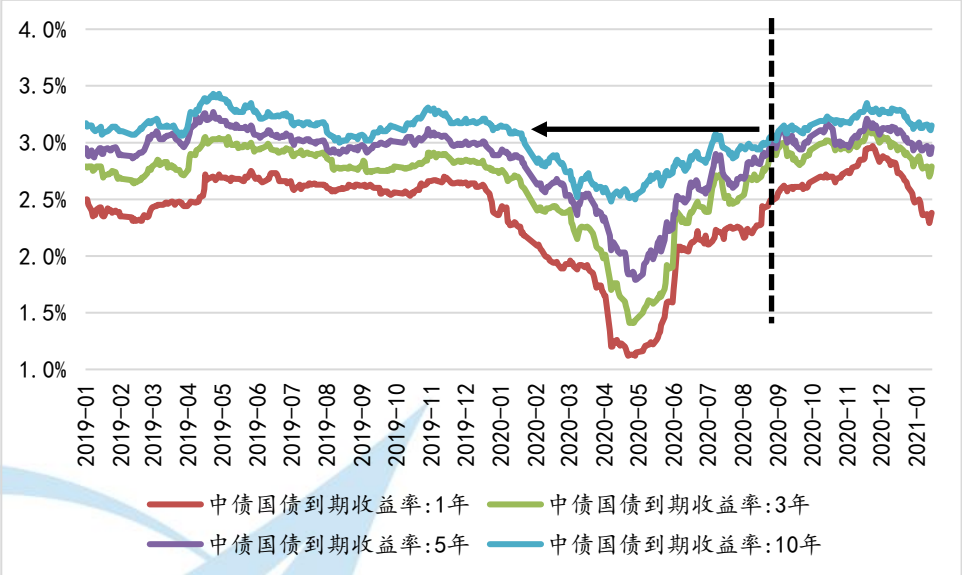


数据来源：Wind，中航证券研究所

未来一段时间，中美利差有望进一步收窄。中国方面，经济的稳定复苏导致货币政策已逐渐回归常态化，顶层一再强调政策“不急转弯”，保持流动性合理充裕，10 年期国债收益率自 2020 年 9 月已恢复到

了疫情前水平后上升趋势逐渐放缓。2020 年 11 月和 12 月公布的金融数据表明社融增速顶点已经确认，社融增速拐点也将会向利率拐点进行传导。在流动性合理充裕和信用收紧的背景下，利率上涨或将较为温和，甚至不排除在经济上升动能放缓的情况下，利率再次边际走低。

图 8：2019-2020 年中国各期限国债收益率



数据来源：Wind，中航证券研究所

美国方面，民主党候选人拜登当选总统，并且民主党也横扫参众两院。在“Blue Sweep”的情景下，美国推出大规模财政刺激计划的预期开始升温。财政刺激政策将有助于推高通胀预期，从而带动美债收益率的上升。受此影响，美国 10 年期国债收益率自去年三月以来首次升破 1%，中美利差迅速收窄。

随着新冠疫苗大规模的接种，叠加美联储在新冠疫情期间非常规货币的超发，通胀仍然存在超预期上升的可能性。如果美债收益率继续上升，中美利差持续收窄，海外投资者加仓人民币债券的规模也可能会短期回落。

从中国与其他国家经济增速差以及中美利差来看，人民币单边升值或告一段落。虽然外资流入 A 股的长逻辑没有变化，但是由人民币升值带动外资加速配置 A 股的逻辑或许短期内受到冲击。

风险提示：疫情反复、全球经济复苏不及预期。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
卖出 ：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持 ：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性 ：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持 ：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，中国人民大学管理学学士，波士顿大学工商管理硕士，中航证券研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。