2020 年 10 月 18 日

固定收益研究团队

# 人民币汇率：未来的可能趋势

## ——固收定期策略

**杨为敦（分析师）**
yangweixiao@kysec.cn
证书编号：S0790520050002

**● 中国的率先复苏成为了人民币近来的升值引擎**

1）人民币汇率大多取决于中国资产回报率相对于外围资产回报率的优势，而自 5 月末以来，人民币汇率持续升值的背景是中国经济增长明显回升、但外围经济受疫情影响而继续探底。

2）之前的人民币升值斜率比起基本面的变化甚至还要更缓一些，推动汇率快速变化的原因更多是基本面的快速变化，而汇率相对基本面升值幅度偏低的原因是市场正在为未来美国需求的复苏留出余量。人民币汇率目前的水平是合适的，并没有明显高估或低估。

**● 短期人民币升幅可能会缓下来，甚至略有贬值，但这种中止是暂时的**

1）市场可能会进入一个短时的外围复苏交易阶段，中国资产回报率的优势会出现阶段性减弱。

2）后续弹性及空间更足的美国复苏可能会推动中国资产回报率相对于美国的优势出现短时减弱，如果这一判断成真的话，人民币汇率的短期波动中枢可能会调到 6.9 左右。

3）历史上，当中国与发达国家面临同级别的全球性通胀膨胀时，中国在平减指数上的反应要比发达国家更加明显，其原因是基于中国的服务消费偏弱，出口力度偏强等状态，中上游价格在中国平减指数中的权重更大所致。

4）在外围经济需求弹性消失之后，中国相对美国的资产回报率可能继续维持在走高的通道之中，人民币依然存在偏强的吸引力。

**● 面对着快速升值的人民币，货币政策的韧性是依然存在的**

即使在人民币升值的压力之下，政策只是采取了非货币手段去稳定汇率水平，政府并没有意图去因升值的汇率而松动货币政策，利率债的阻力仍然偏大。

**● 当前利率债市场的风险依然高于收益**

汇率和利率仅仅是通过境内和境外两个维度对人民币资产的定价而已，当汇率还保持在升值通道时，利率仍然会保持着一定的上行压力。由此，利率债仍然宜保持警惕，建议维持短久期、低杠杆这一防御方案。

**● 风险提示：**人民币升值、货币政策紧缩。

**相关研究报告**

《投资策略专题-三季报预告：复苏交易的加速器》-2020.10.17

《投资策略点评-神秘的力量（二）：暗流再现，交易复苏》-2020.10.14

《投资策略点评-复苏交易的内涵和外延》-2020.10.12

# 目　录

1、 中国的率先复苏成为了人民币近来的升值引擎 ..... 3
1.1、 中国与美国之间的名义增长率差异明显走扩 ..... 3
1.2、 人民币未必是高估的，甚至升值斜率要更缓一些 ..... 3
2、 人民币的升幅可能会缓下来，甚至可能略有贬值 ..... 4
3、 人民币仍然处于大体升值的周期之中 ..... 5
3.1、 在外围经济充分修复后，中国资产回报率的优势会再度扩大 ..... 5
3.2、 在面临同样的成本上涨后，资金会继续回流中国。 ..... 5
4、 面对着快速升值的人民币，货币政策的韧性是依然存在的 ..... 6
5、 当前利率债市场的风险依然高于收益 ..... 6
6、 风险提示 ..... 6

# 图表目录

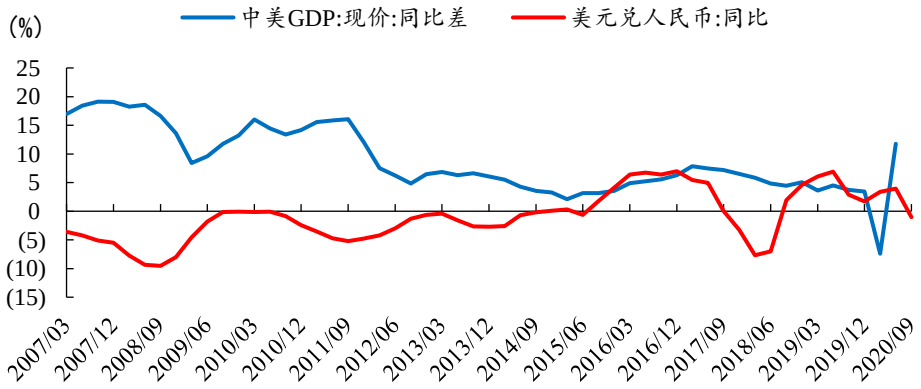
图 1: 人民币汇率大多取决于中美名义增长率之差 ..... 3
图 2: 近来美国需求的复苏已经在推动中美增长差的收窄 ..... 3
图 3: 人民币汇率目前处于偏合适的水平 ..... 4
图 4: 美国的几个先行指标显示出美国已经出现了比较明确的复苏 ..... 4
图 5: 短时美国复苏的空间及弹性更足 ..... 5
图 6: 中国在平减指数上的反应通常比发达国家更加明显 ..... 5
图 7: 中国的出口常年顺差，而美国则常年逆差 ..... 6
图 8: 当前的利率中枢仍然在向上的趋势中 ..... 6

# 1、 中国的率先复苏成为了人民币近来的升值引擎

## 1.1、 中国与美国之间的名义增长率差异明显走扩

人民币汇率大多取决于中国资产回报率相对于外围资产回报率的优势（中美名义增长率之差），而自 5 月末以来，人民币汇率持续升值的背景是中国经济增长明显回升、但外围经济受疫情影响而继续探底。在此分裂的格局下，中国与美国之间的名义增长率差异明显走扩。

**图1：人民币汇率大多取决于中美名义增长率之差**

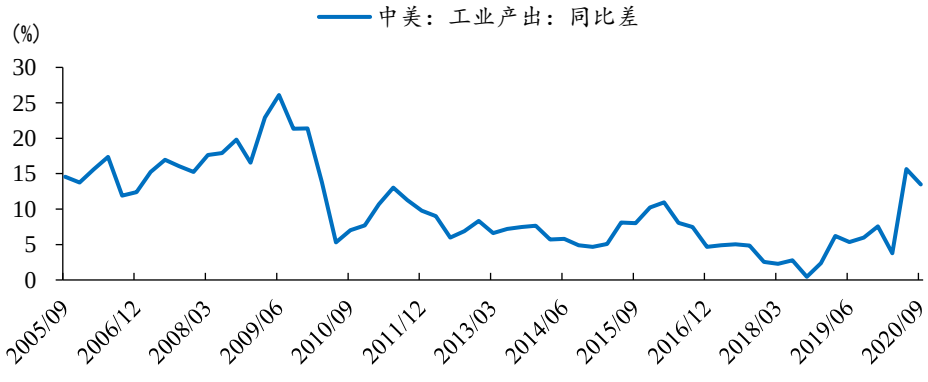



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 1.2、 人民币未必是高估的，甚至升值斜率要更缓一些

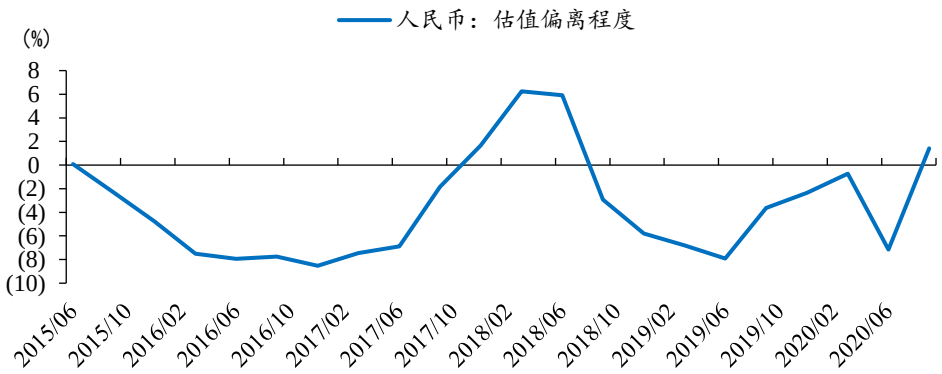
推动汇率快速变化的原因更多是基本面的快速变化，而汇率相对基本面升值幅度偏低的原因是市场正在为未来美国需求的复苏留出余量。的确，近来美国需求的复苏已经在推动中美增长差的收窄。综合下来，人民币汇率目前处于偏合适的水平，后续不太可能因高估或低估而出现剧烈变化。

**图2：近来美国需求的复苏已经在推动中美增长差的收窄**




数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：人民币汇率目前处于偏合适的水平

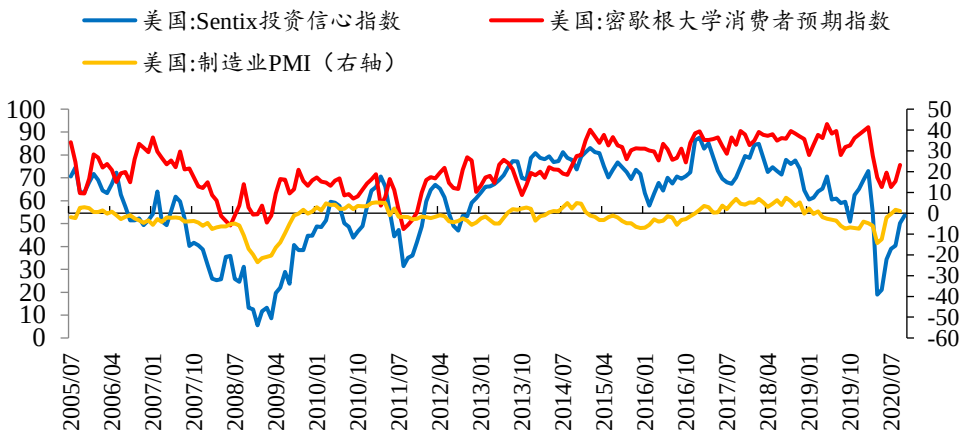



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、 人民币的升幅可能会缓下来，甚至可能略有贬值

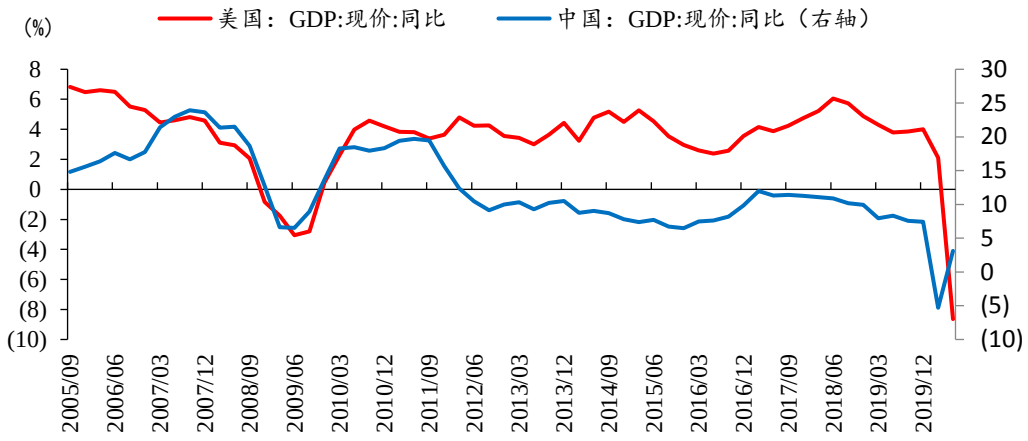
经历了中国复苏交易的阶段后，市场可能会进入一个短暂的外围复苏交易阶段。譬如：美国的几个先行指标显示出美国已经出现了比较明确的复苏，且因疫苗预期及新冠死亡率下降的干系，这种美国复苏的延续性是可以相信的。后续弹性及空间更足的美国复苏可能会推动中国资产回报率相对于美国的优势出现短时减弱，如果这一判断成真的话，人民币汇率的短期波动中枢可能会调到 6.9 左右。

图4：美国的几个先行指标显示出美国已经出现了比较明确的复苏




数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：短时美国复苏的空间及弹性更足




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 3、 人民币仍然处于大体升值的周期之中

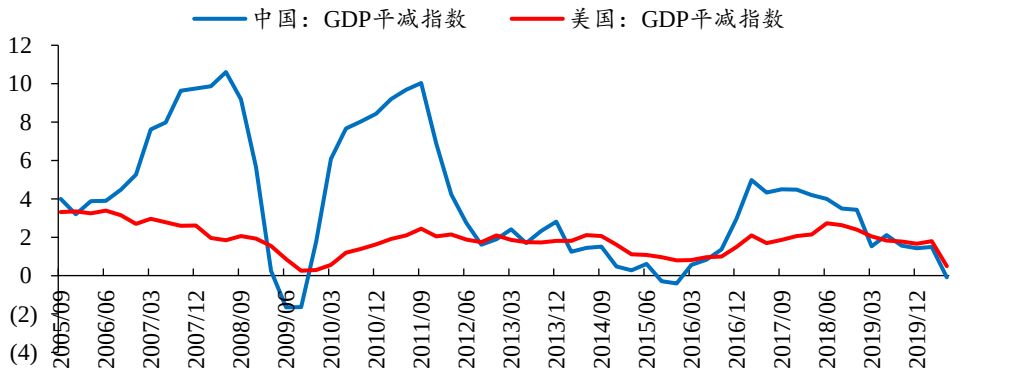
### 3.1、 在外围经济充分修复后，中国资产回报率的优势会再度扩大

历史上，当中国与发达国家面临同级别的全球性通胀膨胀时，中国在平减指数上的反应要比发达国家更加明显，其原因是基于中国的服务消费偏弱，出口力度偏强等状态，中上游价格在中国平减指数中的权重更大所致。

### 3.2、 在面临同样的成本上涨后，资金会继续回流中国。

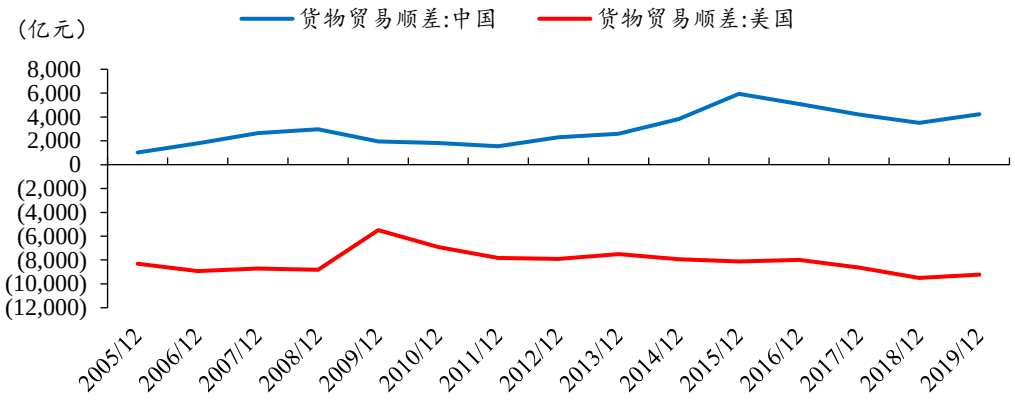
在外围经济需求弹性消失之后，外围经济体的名义增长率上升的斜率至少会明显变缓，而中国的名义增长率可能会因全球性的通胀而变得相对陡峭。中国相对美国的资产回报率可能继续维持在走高的通道之中，人民币依然存在偏强的吸引力。

图6：中国在平减指数上的反应通常比发达国家更加明显




数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：中国的出口常年顺差，而美国则常年逆差

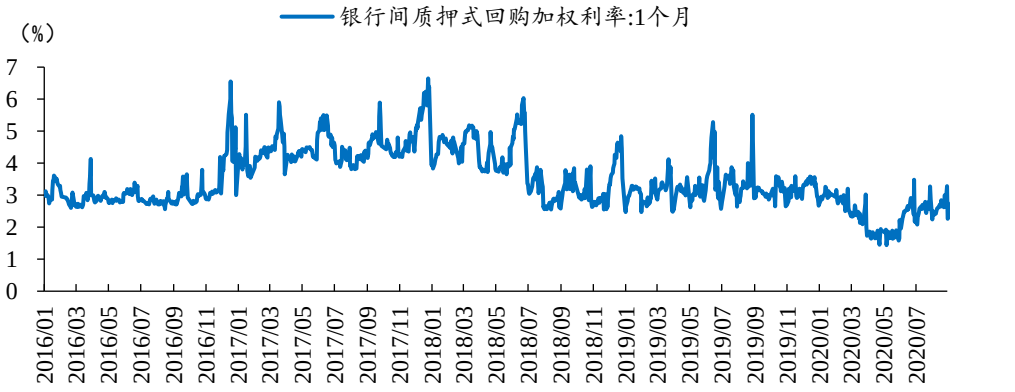



数据来源：Wind、开源证券研究所

## 4、 面对着快速升值的人民币，货币政策的韧性是依然存在的

即使在人民币升值的压力之下，政策只是采取了非货币手段去稳定汇率水平，譬如通过下调远期售汇准备金率去鼓励售汇的方式去控制人民币的升值速度。自该迹象可以看出，政府并没有意图去因升值的汇率而松动货币政策，利率债的阻力仍然偏大。

图8：当前的利率中枢仍然在向上的趋势中




数据来源：Wind、开源证券研究所

## 5、 当前利率债市场的风险依然高于收益

汇率和利率仅仅是通过境内和境外两个维度对人民币资产的定价而已，当汇率还保持在升值通道时，利率仍然会保持着一定的上行压力。由此，利率债仍然宜保持警惕，建议维持短久期、低杠杆这一防御方案。

## 6、 风险提示

人民币升值、货币政策紧缩。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R2（中低风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C2、C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

| | 评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 证券评级 | 买入（Buy） | 预计相对强于市场表现 20%以上； |
| | 增持（outperform） | 预计相对强于市场表现 5%～20%； |
| | 中性（Neutral） | 预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动； |
| | 减持 | 预计相对弱于市场表现 5%以下。 |
| 行业评级 | 看好（overweight） | 预计行业超越整体市场表现； |
| | 中性（Neutral） | 预计行业与整体市场表现基本持平； |
| | 看淡 | 预计行业弱于整体市场表现。 |
| 备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。 | | |

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

**上海**
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

**深圳**
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

**北京**
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

**西安**
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn