民生证券
MINSHENG SECURITIES

人民币汇率升值：动力机制与升值前景

守正出新 民生在勤

分析师： 解运亮

执业证号： S0100519040001

2020年10月9日

风险提示：

1、全球疫情传播持续恶化；

2、美国政治经济不确定性放大。



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1、人民币汇率波动的外因是美元波动。美元贬值的基础从3月份美联储大放水时已经具备。从货币政策对比看，美欧基准利率差缩小，美联储的QE最为激进，海量的美元供给将推动美元走弱。从美元信用基础看，美国巨大的财政赤字和贸易赤字可能会增加持有美元风险，导致美元吸引力下降。9月中下旬，受海外疫情变化影响，美元一度小幅走强，9月底以来重回贬值通道。

2、人民币汇率波动的内因是人民币国际化。中国经济优势凸显、中国货币政策定力较强、中美利差处于高位，理论上都有利于人民币升值。但升值成为现实，离不开央行态度。周小川曾经讲过，人民币国际化不要太高调，近来央行对人民币国际化宣传不多，但实际上人民币国际化已经重新启动。这决定了人民币汇率变动的大方向是升值。

3、人民币在主要货币中升值还算少的。考虑到3月23日美联储宣布无限量QE后，美元开始贬值，故将3月23日设为基准日。自基准日至今，美元指数贬值8.6%，英镑、欧元、日元对美元分别升值12.1%、9.7%、4.9%，人民币对美元仅升值4.2%。

4、人民币汇率何时达到均衡汇率？需要重点观测以下几个信号：第一，目前中国出口份额不断提高，显示中国出口商品价格竞争力很强，人民币具有继续升值基础，需等到中国出口份额趋于稳定，人民币才达到均衡汇率；第二，人民币国际化水平明显提高；第三，远期人民币贬值预期回归低位。

风险提示：全球疫情传播持续恶化，美国政治经济不确定性放大。

1. 升值分解：政策和市场力量轮番贡献

2. 升值原因：外部和内部原因共同驱动

3. 升向何处：需重点观测若干信号出现

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

1.1 本轮人民币升值始于6月初

- 4-5月，人民币总体贬值。5月28日，十三届全国人大三次会议表决通过了全国人民代表大会关于建立健全香港特别行政区维护国家安全的法律制度和执行机制的决定，人民币贬值到达顶点。
- 6月初至今，人民币总体上不断升值。

图: 本轮人民币升值始于6月初

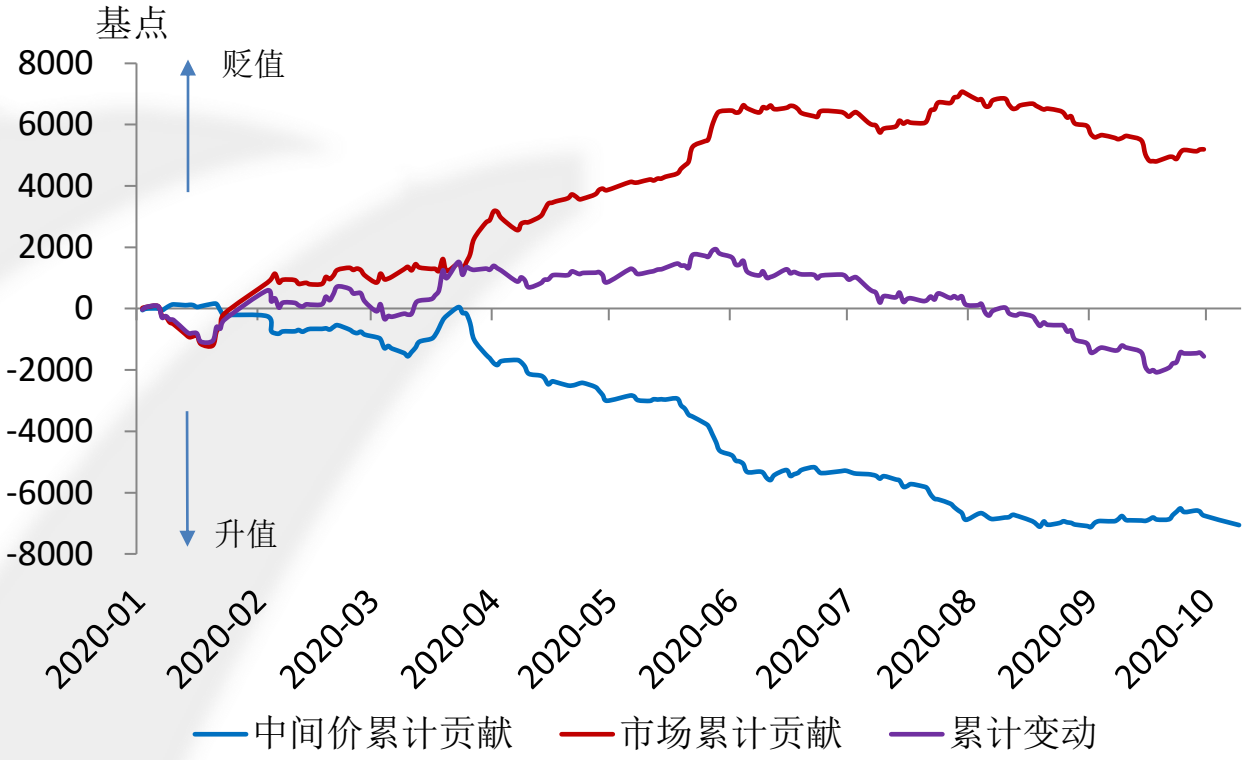


资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 今年以来人民币汇率变动的贡献因素分解

- 4-5月，市场贡献贬值，中间价贡献升值，人民币汇率总体平稳。
- 6-7月，市场贡献平稳，中间价贡献升值，人民币汇率不断升值。
- 8月初至9月中，市场贡献升值，中间价贡献平稳，人民币汇率继续升值。
- 9月21日至25日当周，汇率短暂休整，中间价贡献先贬后升。
- 9月底以来，中间价贡献升值。

图: 人民币汇率变动的贡献因素分解

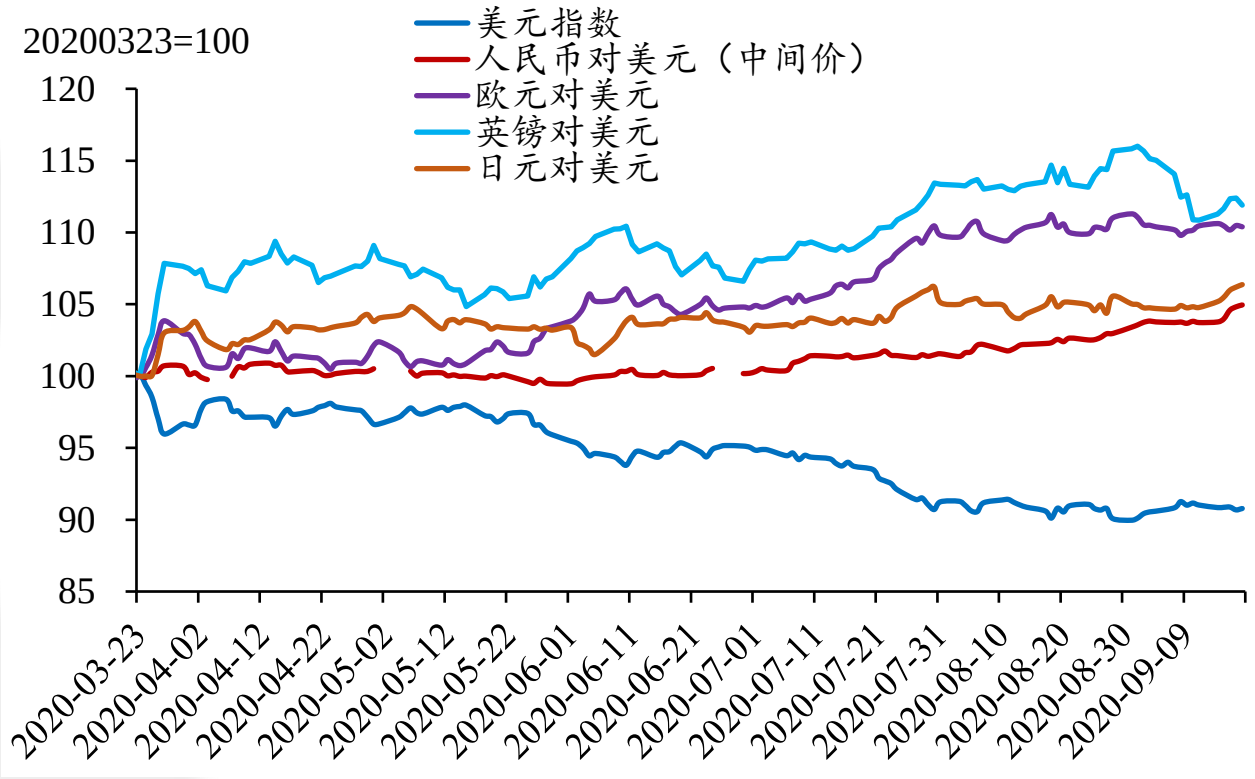


资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

1.3 人民币与其他主要货币对美元升值对比

- 考虑到3月23日美联储宣布无限量QE后，美元开始贬值，故将3月23日设为基准日。
- 自基准日至10月8日，美元指数贬值8.6%，英镑、欧元、日元对美元分别升值12.1%、9.7%、4.9%，人民币对美元仅升值4.2%。

图: 人民币在主要非美货币中升值还算少的



资料来源：Wind，民生证券研究院

1. 升值分解：政策和市场力量轮番贡献

2. 升值原因：外部和内部原因共同驱动

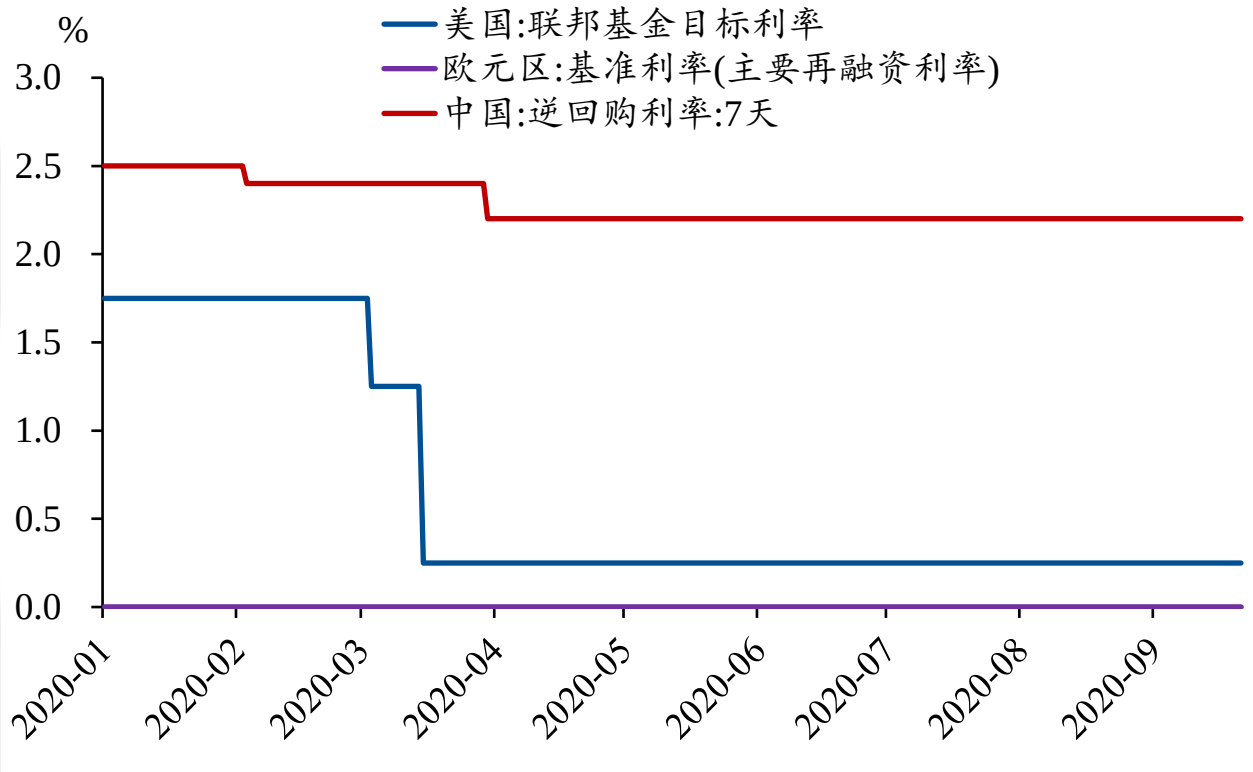
3. 升向何处：需重点观测若干信号出现

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

2.1 升值基础：美联储大水漫灌，中国货币政策定力较强

- 今年以来，美国联邦基金基准利率分两次累计下调了150个BP；
- 欧元区基准利率保持不变；
- 中国政策利率分两次累计下调了30个BP。

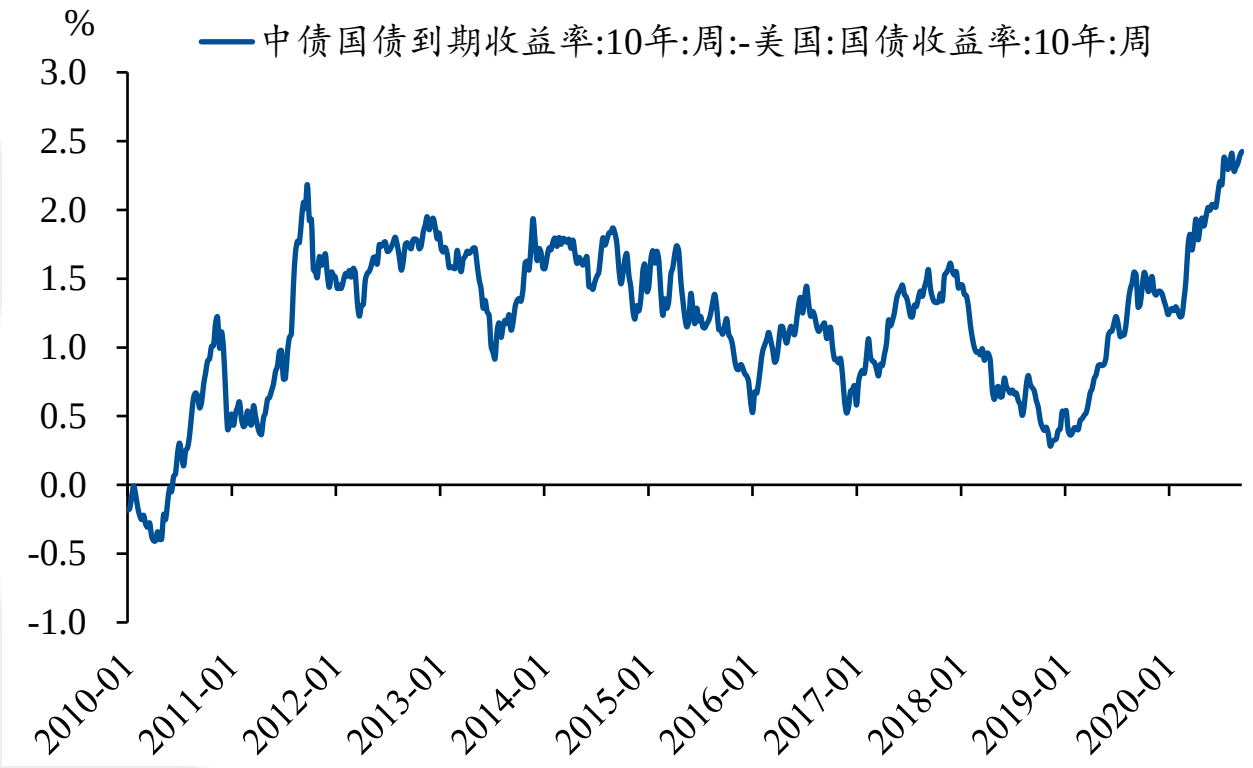
图: 疫情发生后美联储基准利率下降幅度最大



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

目前中美10年期国债利差高达240BP，为历史最高。

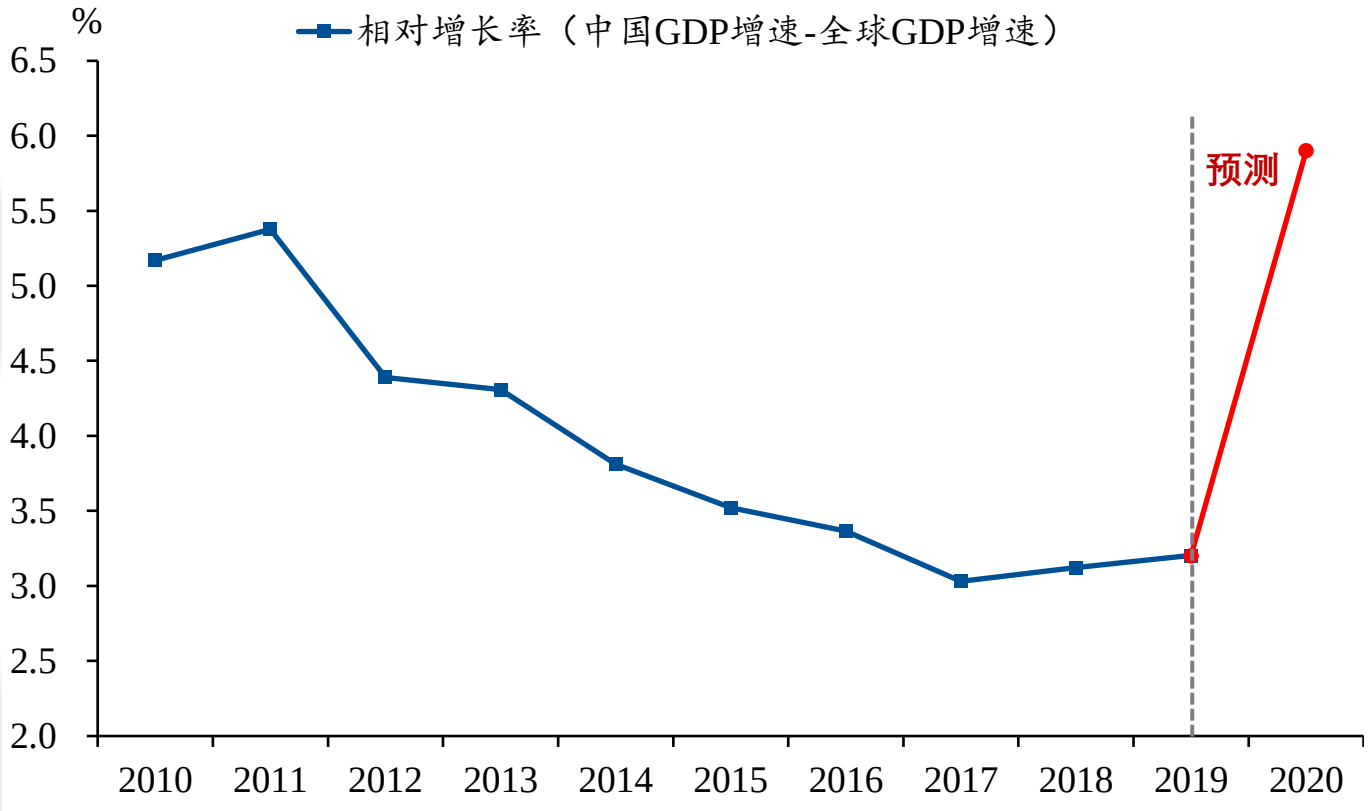
图: 目前中美利差处于历史最高水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

- 中国最早遭受疫情冲击，也将最早摆脱疫情影响。
- 从相对增长率（中国GDP增速-全球GDP增速）看，过去四年都维持在3.1%-3.4%之间，2020年有望大幅提高至5%以上。

图: 中国经济相对增长率有望明显提高

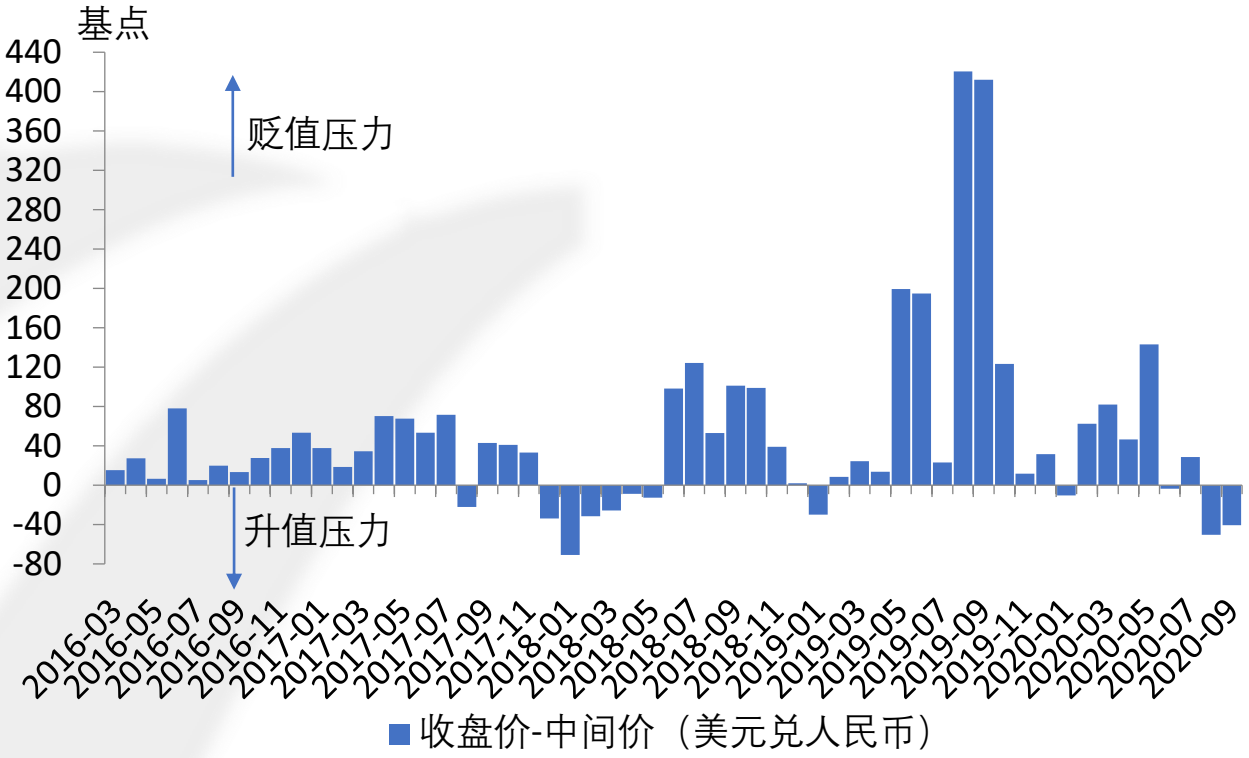


资料来源：Wind，民生证券研究院

2.4 具备升值基础不代表必然升值，人民币贬值压力直到8月才消除

- 具备升值基础不代表必然升值，3月份美联储大放水时，人民币升值基础就已经具备。
- 但5月人民币贬值压力一度较大，7月仍有一定贬值压力，8月后才转为升值压力。

图: 人民币贬值压力直到8月才消除

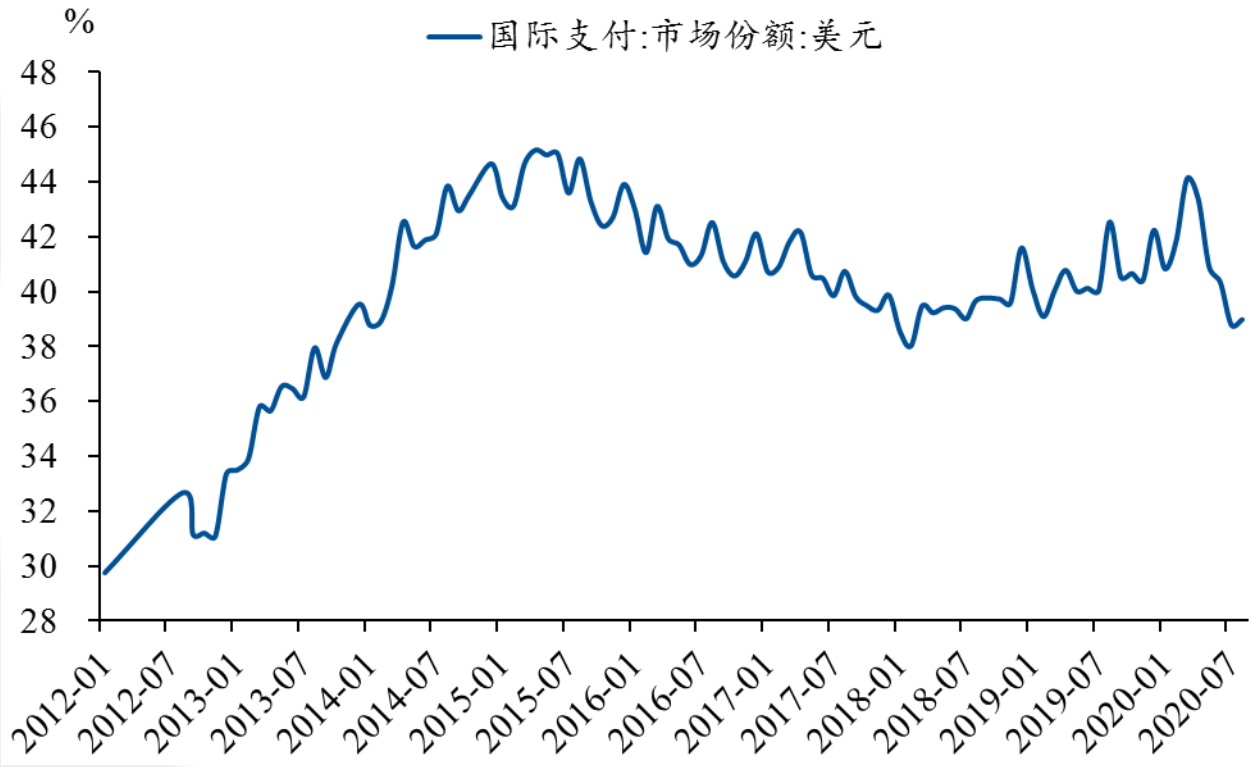


资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

2.5 人民币进入升值通道的真正原因是人民币国际化重启

- 2018年8月，周小川曾表示，人民币国际化有不错的前景，但不要太高调。近来央行对人民币国际化宣传不多。
- 重启人民币国际化的时机已经成熟。美联储3月大放水后，美元在国际支付中市场份额不断下降，截至8月已降低了5.1个百分点，从44.1%降至39%。5月两会时，中央提出“双循环”发展战略。
- 8月17日央行发布2020年人民币国际化报告，提出稳步推进人民币国际化。

图: 美元在国际支付市场份额下降，重启人民币国际化时机成熟



资料来源：Wind，中国人民银行，民生证券研究院

1. 升值分解：政策和市场力量轮番贡献

2. 升值原因：外部和内部原因共同驱动

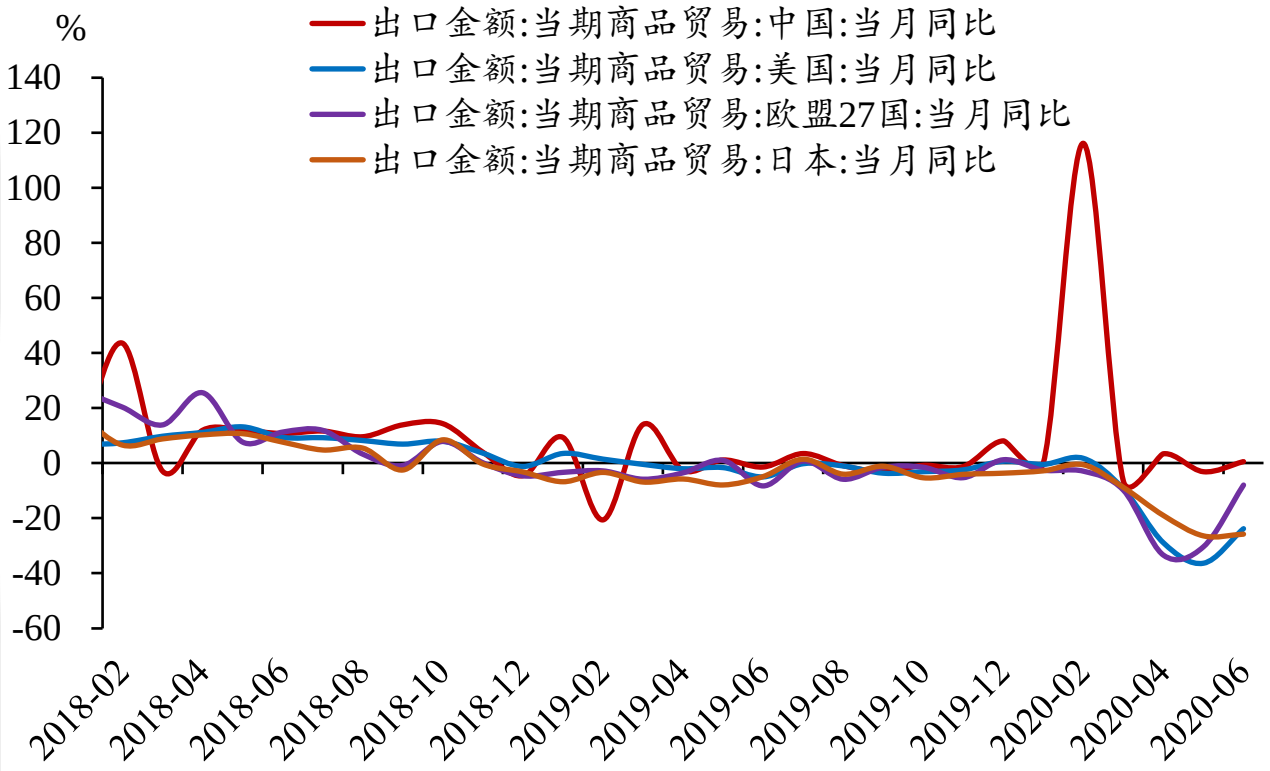
3. 升向何处：需重点观测若干信号出现

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格
请务必阅读最后一页免责声明

3.1 观测信号：中国出口份额趋于稳定

目前中国出口份额不断提高，显示中国出口商品价格竞争力很强，人民币具有继续升值基础，需等到中国出口份额趋于稳定，人民币才达到均衡汇率。

图: 中国出口份额不断提高，人民币具有继续升值基础

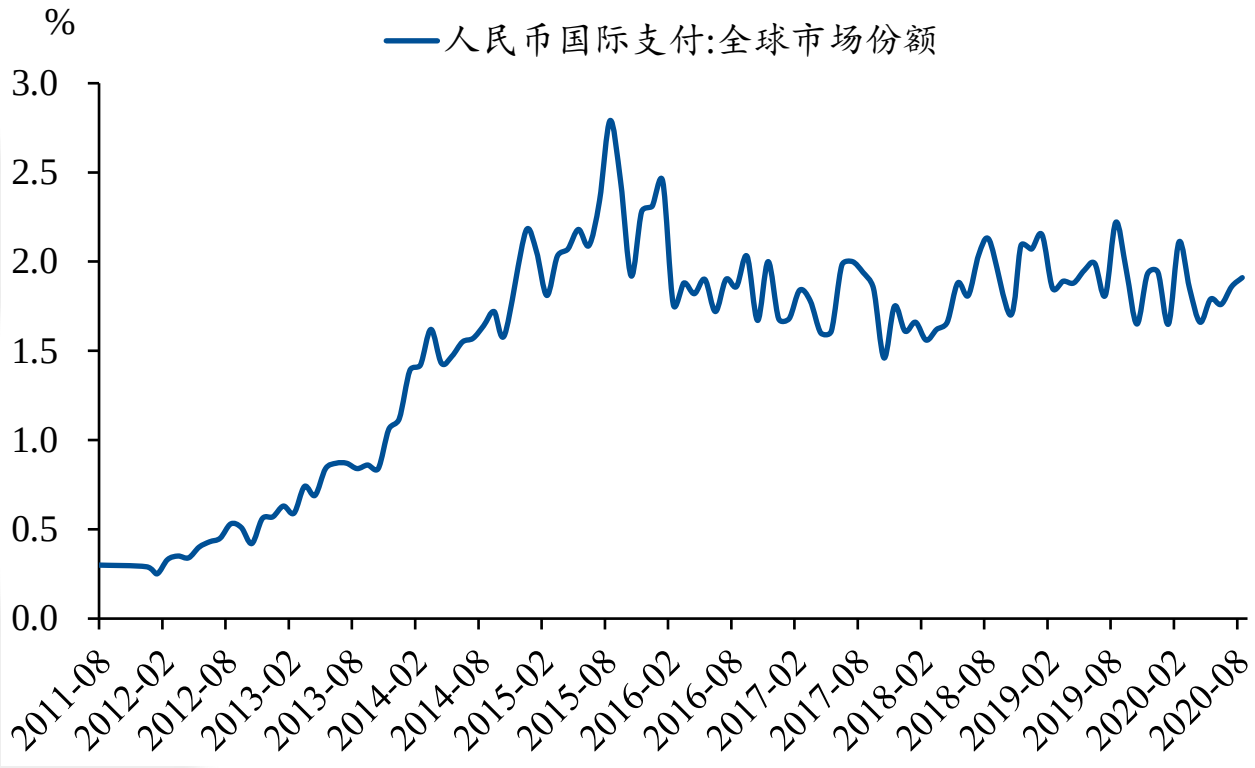


资料来源：WTO，民生证券研究院

3.2 观测信号：人民币国际化水平明显提高

- 2015年8月之前，在人民币持续升值背景下，人民币国际化水平不断提高。2015年8月，人民币在全球国际支付中份额达到2.8%。
- 811汇改后，人民币出现较大贬值，人民币国际化进程出现倒退。2020年8月，人民币在国际支付中份额为1.9%。

图: 人民币在国际支付中份额有待进一步提高

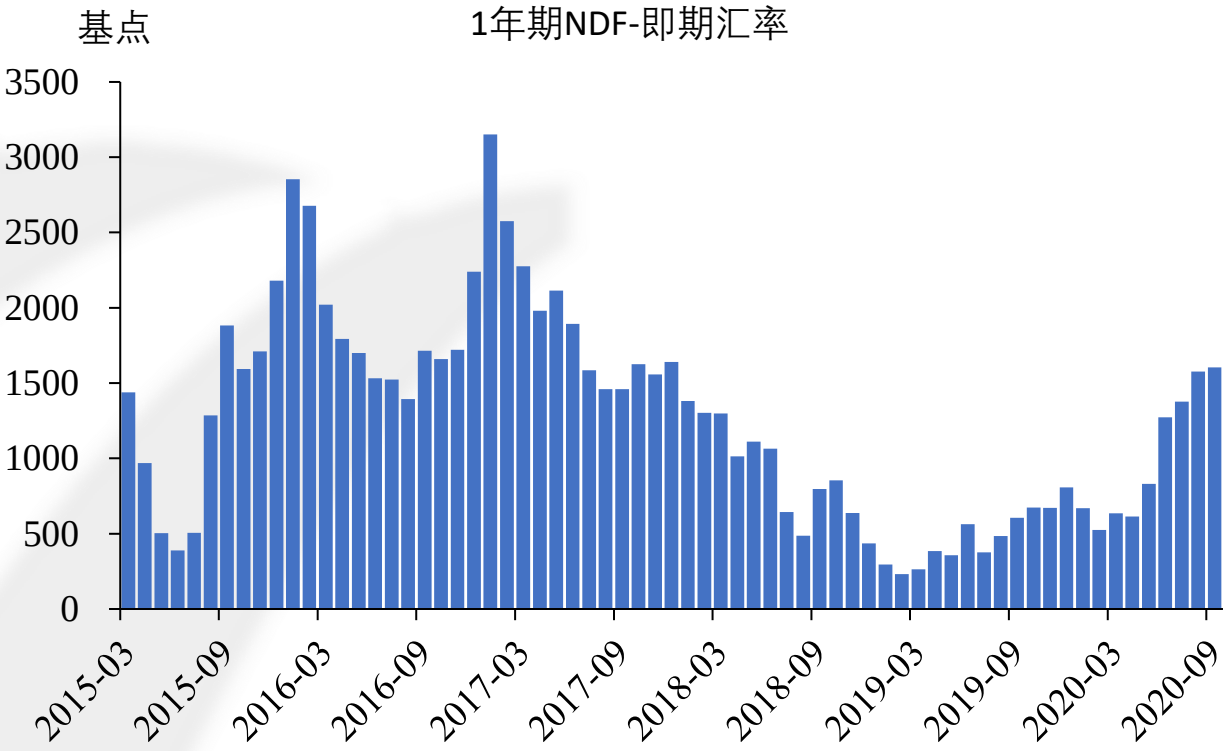


资料来源：SWIFT，民生证券研究院

3.3 观测信号：远期人民币贬值预期回归低位

- 目前即期市场上人民币已转为升值压力，但远期市场上仍存在贬值预期。
- 为实现人民币企稳的目的，需待远期人民币贬值预期回归低位后，本轮升值才适宜结束。

图: 目前人民币远期市场上仍存在贬值预期



资料来源：Wind，民生证券研究院

- **解运亮，首席宏观分析师，中国人民大学经济学博士。**

曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。曾获中国人民银行重点研究课题一等奖。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。