中信期货
CITIC Futures

中信期货研究|宏观专题报告

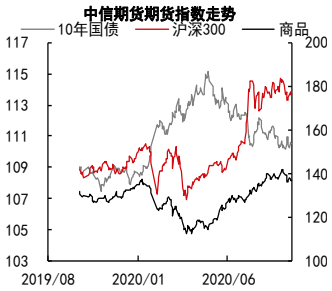
2020-09-18

人民币还有升值动力吗？

投资咨询业务资格：
证监许可【2012】669 号

报告要点

6 月份以来人民币升值有四大原因——美元贬值、贸易顺差扩大、外资加速流入、升值预期自我强化。未来 1 年人民币仍有升值动力。首先，我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来 1 年仍处于较高水平。其次，我国经济较好、利率较高，将继续吸引外资流入。再次，美元指数未必会大幅贬值，但未来人民币受美元影响可能降低。最后，人民币升值预期尚未充分释放，预期可能强化并推动人民币升值。



摘要：

6 月份以来人民币升值有四大原因。1）美元贬值。5 月下旬以来，美元指数贬值幅度达到 8%左右，给人民币带来了较强的升值动力。**2）贸易顺差扩大。**今年 4 月份以来，我国贸易差额较此前的月均水平扩大 250 亿美元左右，其中商品贸易贡献 150 亿美元，服务贸易贡献 100 亿美元。**3）外资加速流入。**疫情之后，我国经济率先修复，中美利差扩大 100BP 左右，这吸引外资流入。今年 5-8 月份，外资流入我国债券市场的规模月均增加 120 亿美元左右。今年 7-8 月份，外商直接投资同比增长 12%以上，增速显著高于过去几年 2%-4%的水平。**4）升值预期自我强化。**人民币的升值节奏与以上三个因素的节奏并非完全同步，这其中中美贸易摩擦和人民币升值预期变化的影响较大。人民币升值预期强化可能是 9 月份以来人民币快速升值的原因。

未来 1 年人民币仍有升值动力。1）我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来 1 年仍支持人民币升值。我国商品贸易顺差的扩大与服务贸易逆差的缩小均与海外疫情有关。海外疫情的完全控制可能要等到疫苗的广泛运用，这至少需要 1 年的时间。**2）我国经济较好的表现以及较高的利率水平将继续吸引外资流入。**我国疫情远好于美国，货币政策已经回归常态，而美联储预期在 2023 年前都不会加息，因此中美利差有望继续处于高位。我国加大国内市场开放的举措也将支持外资流入。**3）美元指数未必会继续大幅贬值，但未来人民币受美元影响可能降低。**美联储货币宽松对美元的贬值影响可能已经体现，欧元相对于美元也缺乏长期吸引力。近期人民币与美元的相关性已经显著减弱，未来人民币自身基本面对人民币的影响可能更大。**4）人民币升值预期尚未充分释放，预期可能强化并推动人民币升值。**最近 3 个月我国金融机构外汇存款明显扩大，反映部分市场参与者较多地留存了外汇。在人民币持续升值的背景下，他们对人民币的信心可能增强，那么人民币的升值动力有望进一步加强。

风险因子：1）中美贸易摩擦加剧

宏观研究团队

研究员：
刘宾
0755-83212741
liubin@citicsf.com
从业资格号：F0231268
投资咨询号：Z0000038

联系人：
刘道钰
021-60816784
liudaoyu@citicsf.com
从业资格号：F3061482

重要提示：本报告中发布的观点和信息仅供中信期货的专业投资者参考。若您并非中信期货客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本报告的任何信息。本报告难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。我司不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。

目 录

摘要：.....1
一、6 月份以来人民币升值的原因.....3
（一）美元大幅贬值是人民币升值的重要原因.....3
（二）贸易顺差扩大支持人民币升值.....4
（三）外资加速流入有利于人民币升值.....4
（四）升值预期的强化可能是 9 月份以来人民币升值的重要原因.....5
二、未来 1 年人民币仍有升值动力.....6
（一）我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来 1 年仍支持人民币升值.....6
（二）我国经济的较好表现以及较高的利率水平将继续吸引外资流入.....8
（三）美元指数未必会大幅贬值，但未来人民币受美元影响可能降低.....8
（四）人民币升值预期尚未充分释放，预期可能强化并推动人民币升值.....10
免责声明.....11

图目录

图表 1： 美元兑人民币及美元指数走势.....3
图表 2： 国际收支口径的贸易差额：当月值.....4
图表 3： 中美国债利差与境外机构持有国内债券的月增量.....5
图表 4： 外商直接投资及其增速.....5
图表 5： 陆股通月度净买入金额.....5
图表 6： 我国出口与进口金额(美元)当月同比增速.....7
图表 7： 我国防疫相关物资出口金额(美元)当月同比增速.....7
图表 8： 我国国际服务贸易差额.....7
图表 9： 我国国际服务贸易差额的主要分项.....7
图表 10： 欧元兑美元走势与美欧利差.....9
图表 11： 美国和欧洲主要经济体每日新增确诊病例数.....9
图表 12： 美联储与欧央行总资产规模.....9
图表 13： 美国与欧元区 10 年国债收益率及其利差.....9
图表 14： 银行代客涉外收支差额与人民币年度升贬值幅度.....10
图表 15： 金融机构新增外汇各项存款.....10

一、6 月份以来人民币升值的原因

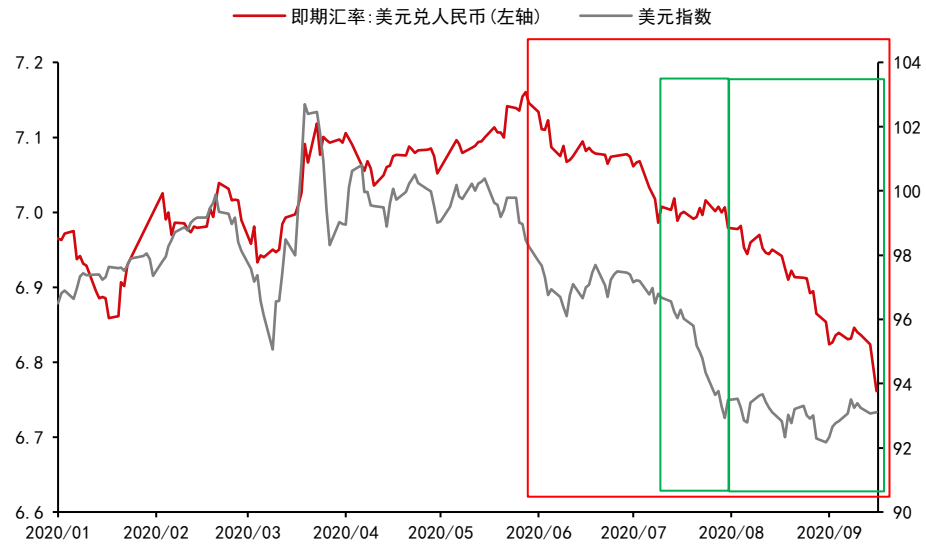
自 6 月初以来，人民币相对于美元趋势性升值 5.7%。**关于人民币升值的原因，有三种可能的解释**。一是美元贬值导致人民币升值；二是我国贸易顺差扩大推动人民币升值；三是外资加速流入推动人民币升值。**我们认为，这三个因素对人民币升值都有贡献。除此之外，市场对中美贸易摩擦担忧的缓解和人民币升值预期的强化可能是 8 月份以来尤其是 9 月份以来人民币快速升值的重要原因**。

（一）美元大幅贬值是人民币升值的重要原因

从走势上来看，6 月份以来，美元贬值与人民币升值大体同步，且美元贬值幅度更大，这说明美元贬值至少是人民币升值的一个重要原因。自 5 月下旬以来，美元指数贬值幅度达到 8%左右，并创过去 2 年的新低。美元的大幅度贬值给人民币带来了较强的升值动力。

更细致地看，美元贬值节奏与人民币升值节奏存在明显差异，那么这是否意味着人民币升值与美元贬值无关呢？ 7 月中下旬，美元指数从 96 快速贬值到 92，但人民币兑美元窄幅震荡。这段时间人民币并未跟随美元贬值有两个原因：1）人民币升值面临 7.0 这个关键阻力位；2）中美摩擦对人民币升值构成一定的压制。正是因为 7 月中下旬人民币并未跟随美元贬值，积累了较大的升值动力和空间，因此在 8 月份美元偏弱震荡的背景下，人民币升值幅度较大。再往前看，人民币即期汇率的高点是在 5 月 28 号，而美元指数在此之前已经明显贬值，美元贬值领先于人民币升值。**这些节奏的差异恰恰说明美元贬值领先于人民币升值，是人民币升值的重要原因**。

图表1： 美元兑人民币及美元指数走势



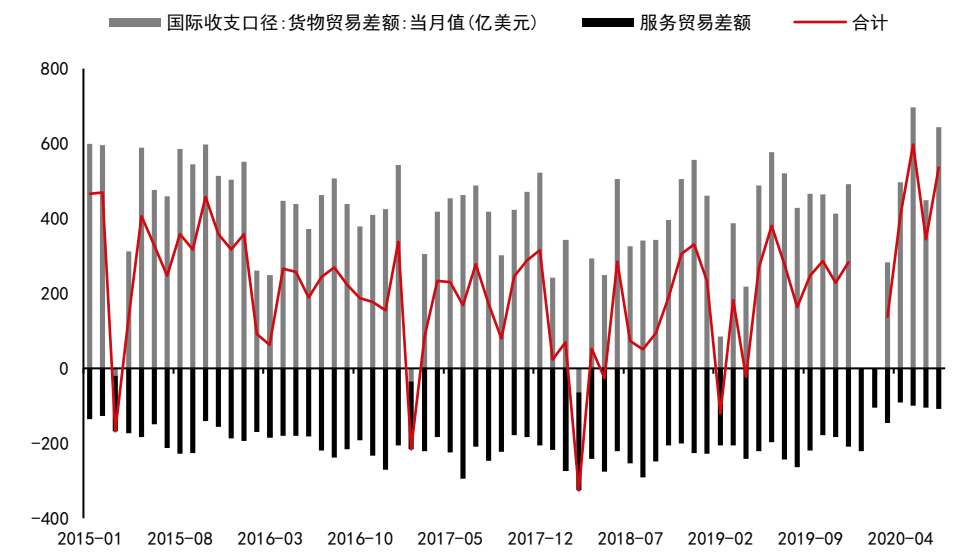
资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）贸易顺差扩大支持人民币升值

今年 4 月份以来，我国国际收支口径的贸易差额较此前的月均水平扩大 250 亿美元左右，这对人民币的升值构成有力的支持。一方面，我国货物贸易顺差扩大了 150 亿美元左右；另一方面，我国服务贸易逆差减小 100 亿美元左右。

值得注意的是，今年 4、5 月份我国贸易差额已经显著扩大，但人民币并未随之升值，这说明贸易差额的扩大在短期（1-3 个月）不一定会导致人民币升值。毕竟市场参与者的预期、情绪以及短期资金流动对人民币汇率的影响可能更大。

图表2： 国际收支口径的贸易差额：当月值



资料来源：Wind 中信期货研究部

（三）外资加速流入有利于人民币升值

今年新冠疫情对全球经济造成了巨大的冲击，但**我国对疫情控制很好，经济率先修复，这使得我国对外资的吸引力较强。**

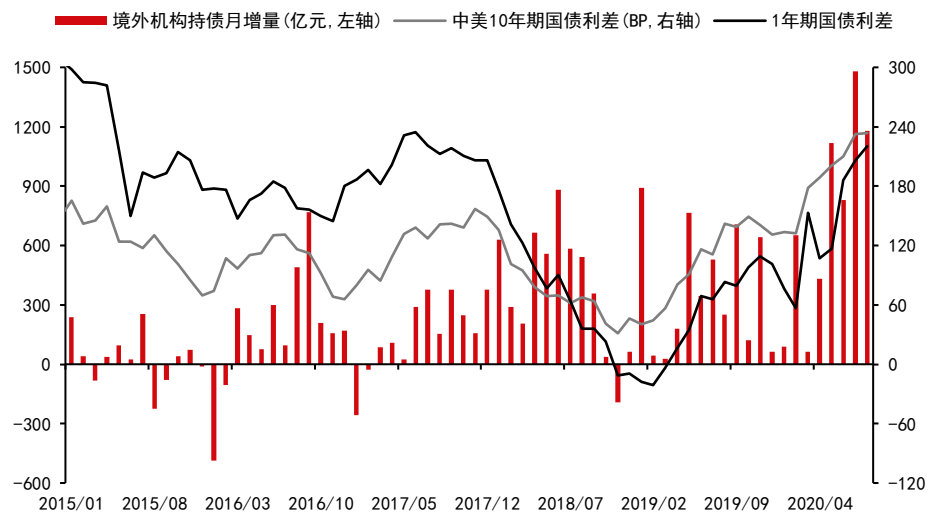
首先，我国货币政策定力和经济的较好表现使得中美利差扩大 100BP 左右，这吸引外资流入。今年疫情之后，美联储迅速将联邦基金目标利率降至 0%-0.25%的水平，累计降息幅度高达 150BP。相对而言，我国央行在降息上较为克制，7 天期 OMO 利率和 1 年期 MLF 利率仅下调 30BP。这使得**中美利差扩大 100BP 左右，吸引外资流入。**以我国债券市场为例，**今年 5-8 月份，由于中美利差扩大，外资流入我国债券市场的规模月均增加 120 亿美元左右。**今年 5-8 月份，境外机构持有的我国债券的月增量达到 1152 亿元，显著高于去年月均 380 亿元的水平，也高于今年 1-4 月份月均 309 亿元的水平。

其次，我国经济的较好表现使得外商直接投资有所增加。过去几年，我国外

伤直接投资年增速在 2%-4%之间。今年 4 月份以来，我国外商直接投资增速明显偏高，尤其是 7、8 月份增速高达 12%以上。

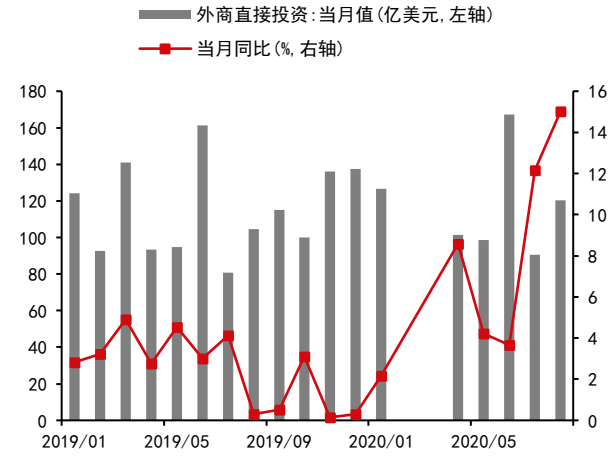
最后，今年以来，陆股通流入规模也处于较高水平。虽然今年以来陆股通净流入规模并未超过去年水平，但仍处于较高水平，显示我国资产对外资仍有较大的吸引力。

图表3： 中美国债利差与境外机构持有国内债券的月增量



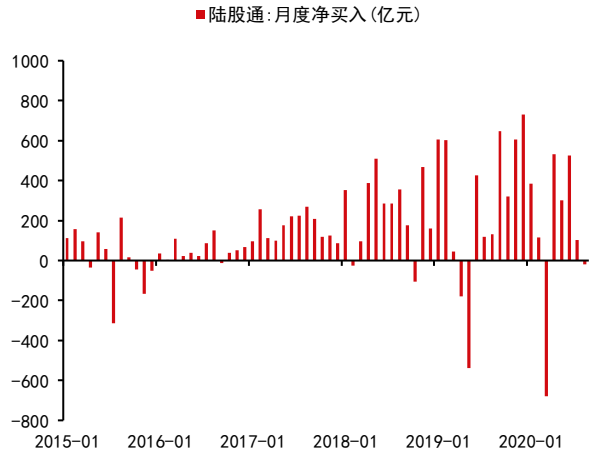
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表4： 外商直接投资及其增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表5： 陆股通月度净买入金额



资料来源：Wind 中信期货研究部

（四）升值预期的强化可能是 9 月份以来人民币升值的重要原因

尽管美元贬值、我国贸易顺差扩大和中美利差扩大是人民币对美元升值的基本原因，但是人民币的升值节奏与这三个因素并非完全同步。比如前面我们指出

美元贬值节奏与人民币升值节奏并不完全同步，这其中中美贸易摩擦和人民币升值预期的变化影响较大。

9 月份以来，市场关于人民币升值的讨论愈来愈多，而人民币的升值又强化了人民币的升值预期。预期的自我强化可能是 9 月份以来人民币快速升值的重要原因。

二、未来 1 年人民币仍有升值动力

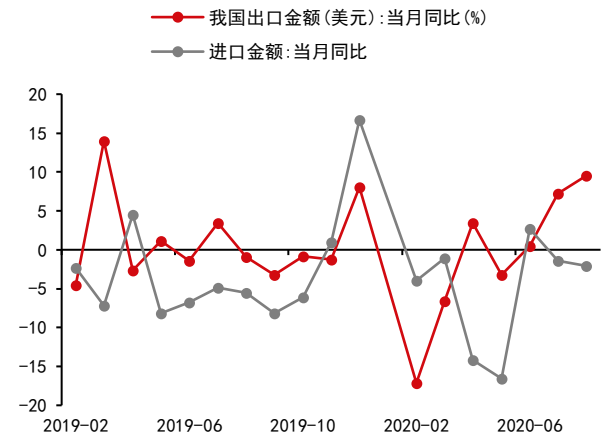
前面我们指出 6 月份以来人民币升值的 3 个原因。未来这 3 个逻辑如何演变将在很大程度上决定人民币的走势。下面我们分别予以讨论。

（一）我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来 1 年仍支持人民币升值

我国贸易顺差的扩大是支持人民币升值的重要原因。那么**当前较高的贸易顺差在未来能否维持呢？我们认为我国贸易顺差扩大与海外疫情有关，预计未来 1 年我国贸易顺差仍处于较高水平，继续支持人民币升值。**

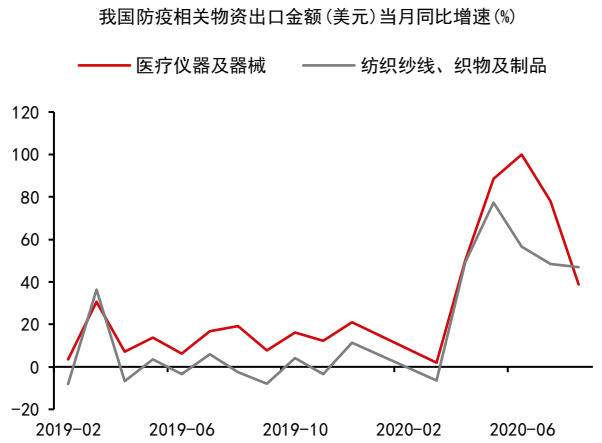
首先，在海外疫情消退之前，我国商品贸易顺差有望维持较高水平。从时间点来看，我国商品贸易顺差的扩大始于今年 4 月份，恰好是我国疫情基本得到控制而海外疫情逐步扩散的阶段。这并非偶然。事实上，**我国商品贸易顺差的扩大与海外疫情有较大关系。这有两个传导途径。一是海外疫情对海外经济体的供应造成了负面影响，需要通过增加进口来满足需求，而我国由于疫情控制很好供应基本恢复能够满足这种需求**。从逻辑上讲，疫情对供应和需求均有影响。在疫情较为严重的时候，疫情对供应的影响可能显著大于对需求的影响。以我国为例，今年 1-2 月份是我国疫情最严重而海外疫情较为轻微的阶段。由于海外疫情较为轻微，因此我国商品的出口需求相对稳定。但是，今年 1-2 月份是我国出口表现最差的阶段，同比大幅减少 17.1%，原因在于疫情导致的停工停业使得我国出口供应受限；相对而言，我国进口的降幅就小很多，仅 4 个百分点。**二是海外疫情使得相关国家对我国防疫物资的需求大幅增加**。今年 4 月份之后，我国医疗仪器及器械、纺织纱线及制品(包含口罩)等防疫物资出口增速大幅提高。**中美贸易协定的执行可能对我国商品贸易顺差有一定的负面影响，但不改变我国商品贸易差额较高的格局。**根据中美第一阶段贸易协定，中国将在 2020 和 2021 年增加购买 2000 亿美元的美国商品。今年上半年由于疫情的影响，我国从美国的采购受到一定的影响，预计未来有所加快。按未来每个月增加 100 亿美元的美国商品进口估算，这一体量也低于我国贸易顺差月均扩大 150 亿美元的规模。更关键的是，中国从美国的进口增加将部分被从其它国家的进口减少所抵消。综上所述，我们认为在海外疫情消退之前，我国商品贸易顺差有望维持较高水平。

图表6： 我国出口与进口金额(美元)当月同比增速



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表7： 我国防疫相关物资出口金额(美元)当月同比增速

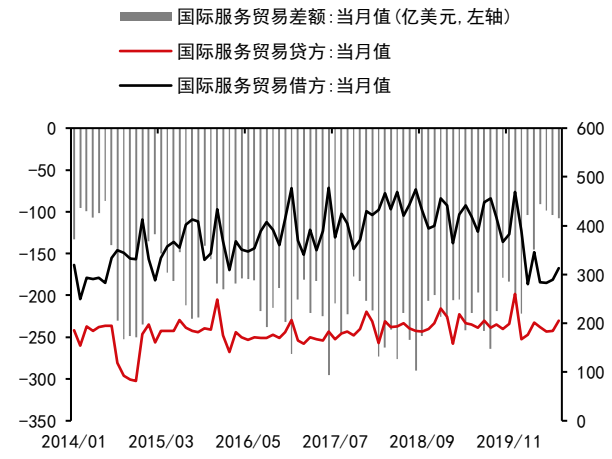


资料来源：Wind 中信期货研究部

其次，在海外疫情消退之前，我国服务贸易逆差将持续处于较低水平。今年疫情爆发之后，我国服务贸易逆差每月减小 100 亿美元左右，主要是因为服务贸易的支出减少，而收入相对稳定。从分项数据来看，旅行是我国服务贸易逆差的主要来源。疫情之后，由于海外疫情爆发，我国出国旅行大量减少，这导致旅行支出大幅减少。运输也是我国服务贸易逆差的一个重要来源，疫情之后也有所减少。由于中美第一阶段贸易协定的签订，今年以来我国加大了知识产权保护力度，但这对我国知识产权使用费的贸易差额影响甚小。综上所述，在海外疫情基本消退之前，预计我国服务贸易逆差仍将处于较低水平。

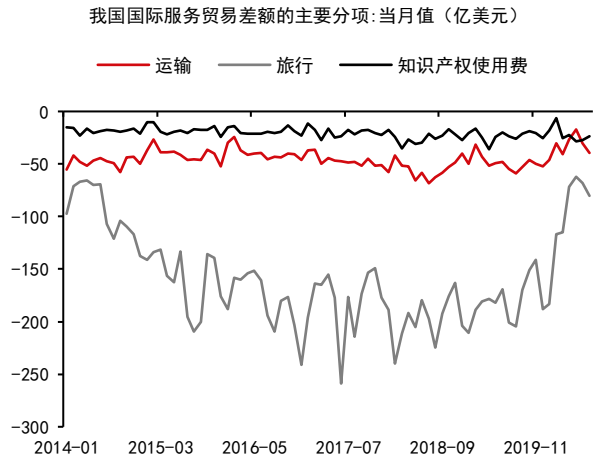
海外疫情的完全控制可能要等到疫苗的广泛运用，至少需要 1 年的时间。基于这一判断，我们预计未来 1 年我国贸易顺差都有望维持较高水平。

图表8： 我国国际服务贸易差额



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表9： 我国国际服务贸易差额的主要分项



资料来源：Wind 中信期货研究部

（二）我国经济的较好表现以及较高的利率水平将继续吸引外资流入

从中美疫情和经济背景来看，中美利差有望继续处于高位。首先，我国疫情在主要经济体中是控制得最好的，已经连续 1 个月没有新增本土病例。这很好地支持了我国经济的修复。我国货币政策也回归常态。在我国专项债和国债密集发行结束之后，我国利率水平可能会有阶段性回落，但在经济修复、货币政策不松的背景下不太可能大幅下降。其次，美国疫情虽然逐步好转，但离消退尚远。根据 9 月 17 号最新的美联储预期基准利率的点阵图，美联储在 2023 年之前都不会加息。这使得美国资金利率将持续处于低位，而美国中长期国债收益率可能也难以大幅度回升。综上所述，我们预计中美利差有望在较长时间内都处于较高水平。

中美利差处于高位以及我国逐步放开国内市场将吸引外资继续流入我国。近一两年我国采取了一系列扩大国内市场开放的举措。比如，为了进一步推动银行间债券市场开放发展，便利境内外投资者交易银行间债券，我国自 2020 年 9 月 21 日起延长银行间现券买卖交易时段至 20:00。这些举措将增强我国对外资的吸引力。再考虑到中美利差持续处于高位，预计外资将持续流入，继续支持人民币的升值。

（三）美元指数未必会大幅贬值，但未来人民币受美元影响可能降低

尽管 6 月份以来人民币升值与美元贬值有较大关系，但我们认为美元指数未必会继续大幅贬值。不过，未来人民币受美元影响也可能降低。

美元指数走势在很大程度上取决于欧元兑美元的走势。美元指数由 6 种货币构成，权重分别为欧元 57.6%、日元 13.6%、英镑 11.9%、加拿大元 9.1%、瑞典克朗 4.2%、瑞士法郎 3.6%。其中，欧元的权重占大部分。

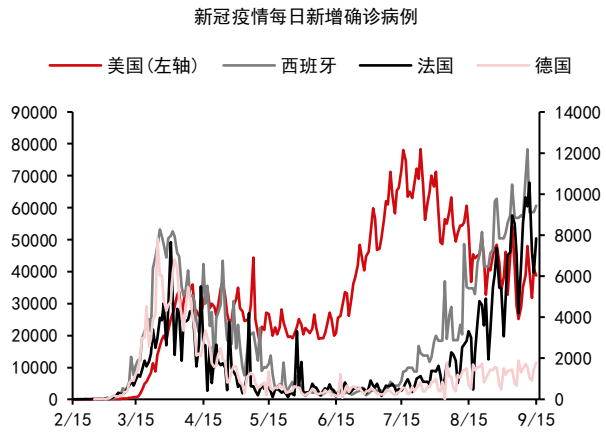
回顾今年以来欧元兑美元的走势。2 月 20 号至 3 月 9 号，美元相对于欧元的贬值主要由美联储降息预期以及降息行动（3 月 3 号降息 50BP）驱动，同期 LIBOR3 个月美元与欧元利差出现了显著下降。但是，3 月 10 号至 20 号，由于美股暴跌导致美国出现流动性危机，大量美元不得不回流美国救急，这使得美元快速升值。到 5 月中旬时，美元流动性危机解决，充裕的美元流动性开始外溢，随后美元对欧元有所贬值。6 月中旬开始美联储基本停止扩表，美元指数震荡整理。7 月份之后，美国疫情二次爆发，而欧洲疫情相对较好，这推动美元再次贬值。8 月份之后，美国疫情逐步得到控制，而欧元区疫情趋于严重，美元贬值动力不再。

图表10： 欧元兑美元走势与美欧利差



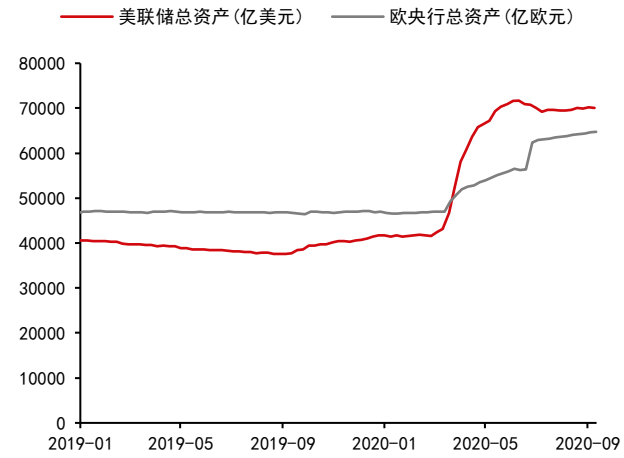
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表11： 美国和欧洲主要经济体每日新增确诊病例数



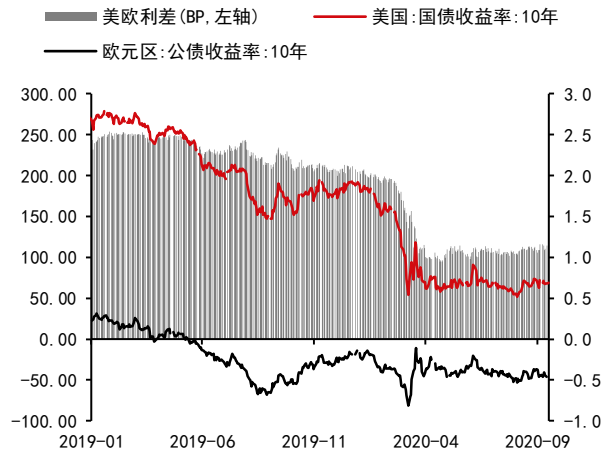
资料来源：Wind 中信期货研究部

图表12： 美联储与欧央行总资产规模



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表13： 美国与欧元区 10 年国债收益率及其利差



资料来源：Wind 中信期货研究部

展望未来，我们认为美元相对于欧元未必会继续贬值。首先，美元贬值的最大逻辑是美联储货币宽松。但是，从美联储货币投放量来看，6 月中旬之后美联储就已经停止扩表。美联储流动性投放对美元贬值的推动作用可能已经释放。其次，从美国和欧元区利率的绝对水平来看，美元无风险利率为正，仍可获得利息收益，而欧元区无风险利率为负，美元资产的吸引力更大。比如，目前美国 10 年国债收益率处于 0.7%的水平，而欧元区为-0.65%；美元 LIBOR3 个月利率约为 0.25%，而欧元 LIBOR3 个月利率约为-0.5%。最后，从美国和欧元区利率的边际变化来看，美欧利差早在 5 月份就已经降至低位，近几个月并未进一步下行，美欧利差缩小的边际影响基本已经释放。因此，我们认为美联储货币宽松对欧元兑美元的影响已经基本体现。目前，美国经济逐步修复，美联储也不太可能采取进一步的宽松措施。欧元区利率水平在未来 1-2 年也不太可能显著上升。基于这样的判断，我们认为美元相对于欧元未必会继续大幅贬值。

尽管美元指数未必会继续大幅贬值，但人民币贬值预期可能已经扭转，近期

人民币走势与美元的相关性已经显著减弱，未来人民币自身基本面对人民币走势的影响可能更大。

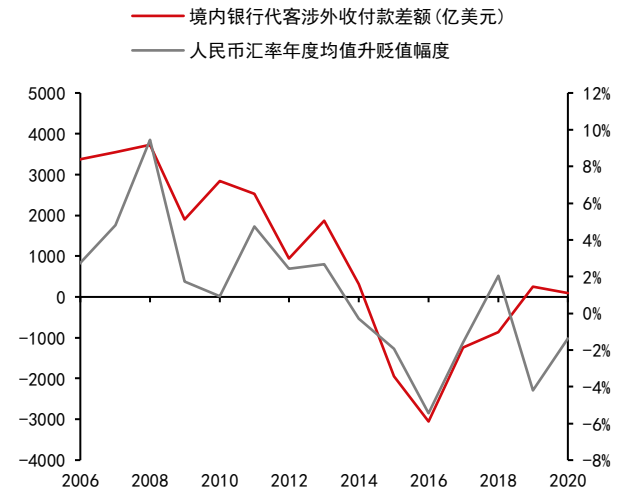
（四）人民币升值预期尚未充分释放，预期可能强化并推动人民币升值

从年度走势来看，人民币升贬值与银行代客涉外收支差额的相关性较强。2017-2018 年，银行代客涉外收支逆差逐步缩小，2019 年转为顺差。根据我们前面对贸易差额与资本流动的分析，**今年银行代客涉外收支差额顺差有望进一步扩大。从这一趋势来看，人民币升值趋势可能已经形成。**

尽管近期人民币的持续升值使得升值预期强化，但人民币升值预期尚未充分释放，未来预期强化可能促进人民币升值。最近 3 个月我国金融机构外汇存款明显扩大，这说明部分市场参与者可能因为中美贸易摩擦对人民币升值存有疑虑，较多地留存了外汇。在人民币持续升值的背景下，他们对人民币升值的信心可能增强，并将持有和未来创收的外汇结汇，那么人民币的升值动力有望进一步加强。

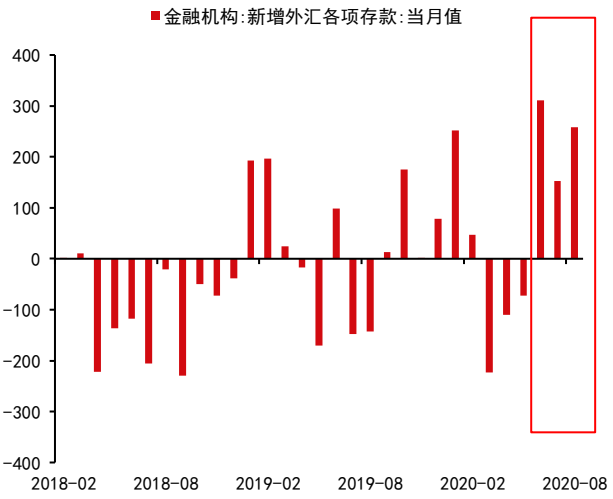
综上所述，我们认为全球疫情的基本消退至少需要 1 年时间。在此之前，我国贸易顺差有望维持高位，外资有望持续流入。这构成了未来 1 年人民币升值的主要动力。目前人民币升值预期尚未充分释放，预期强化也支持人民币升值。

图表14： 银行代客涉外收支差额与人民币年度升贬值幅度



资料来源：Wind 中信期货研究部

图表15： 金融机构新增外汇各项存款



资料来源：Wind 中信期货研究部

免责声明

除非另有说明，本报告的著作权属中信期货有限公司。未经中信期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，此报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司的商标、服务标记及标记。中信期货有限公司不会故意或有针对性的将此报告提供给对研究报告传播有任何限制或有可能导致中信期货有限公司违法的任何国家、地区或其它法律管辖区域。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不因接收人收到此报告而视其为客户。

中信期货有限公司认为此报告所载资料的来源和观点的出处客观可靠，但中信期货有限公司不担保其准确性或完整性。中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。此报告不应取代个人的独立判断。本报告和上述报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成给予阁下的私人咨询建议。

中信期货有限公司 2020 版权所有并保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路 8 号卓越时代广场（二期）北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：http://www.citicsf.com