人民币升值将明显放缓

报告摘要：

- **二季度以来美元与人民币的波动。**美元在 3 月份经历快速回落后自 5 月开始加速贬值，快速贬值主要受到三方面因素影响：（1）疫情的快速发展叠加社会问题爆发导致经济疲软；（2）美联储货币政策宽松预期，资产负债表一度增至逾 7 万亿元，并维持利率目标区间 0-0.1%不变，美联储高层亦多次表态传达明确的宽松态度；（3）疫情二次爆发的时间差，7 月下旬美国新增疫情数逐步得到控制，但欧洲包括法国、意大利、德国在内的国家新增确诊病例再度小幅上行，市场担忧欧洲疫情随后将进入二次爆发，引发市场对欧美经济预期上的差异，从而导致 6-7 月的快速贬值以及 7 月下旬开始美元的逐步止跌。
- **美元贬值与人民币升值存在时间差。**人民币在美元贬值引导下快速升值，但这一传导关系并不直接，在美元快速回落进入震荡的 3-4 月，人民币不升反贬。这一差别主要来自于美元贬值初期对新兴市场并未出现明显的下跌。产生这一时间差的原因在于 3-4 月中美双方在货币政策上的差别并没有明显扩大，在中美双方都在经历疫情对经济冲击的 3-4 月，中美关系问题的爆发导致人民币对美元缺乏升值基础。5 月份人行进入谨慎操作阶段，中美双方货币政策面上的差别开始体现，同时中国经济在需求方面的数据优势开始体现，人民币快速进入快速升值阶段。
- **人民币升值将明显放缓。**未来人民币对美元汇率的波动同样分为三个方面的影响因素：（1）美元对欧元的波动，美元指数 8 月份仅下跌 1.40%，但对人民币幅度超过 2%，同时人民币对欧元升值 1.62%，欧洲部分国家存在疫情二次爆发的可能，导致美元对人民币的贬值没有完全体现在美元指数上。鉴于欧洲当前部分国家存在二次爆发的可能，但新增数量上行较缓慢，对市场的影响仍然存在不确定性；（2）中美货币政策的预期差，中国货币政策大概率将继续维持紧平衡，在 9-10 月的宽松幅度较为有限；美联储仍然维持长期偏宽松环境，近期的利率回落主要受到回购需求的回落影响，短期市场波动难以影响长期政策；（3）中美基本面的预期差，国内的经济修复已经逐步放缓，经济依靠的投资增长仅有支撑作用。美国经济数据同样出现短期波动，但在疫情二次爆发的末端，经济缓慢修复仍然是大概率事件。综上，当前人民币对美元升值的因素相较于 6-8 月已有明显变化，预计在美国总统大选之前，中美关系问题仍有再度胶着，美国经济逐步修复过程中，人民币对美元升值趋势将明显放缓。

分析师：曾德谦（F3021262）

研究所

金融期货（期权）研究室

TEL： 010-82292833

Email： zengdeqian@swhysc.com

相关图表



相关研究

目录

一、二季度以来美元与人民币的波动 3
二、美元贬值与人民币升值存在时间差 4
三、未来汇率波动预期 5

图表

图 1：美元贬值引发人民币升值 3
图 2：欧美疫情差异 3
图 3：美元兑主要国家货币 3
图 4：美国经济数据在二季度快速回落 3
图 5：美联储资产负债表 4
图 6：欧美疫情二次爆发的时间差 4
图 7：美元对新兴市场经济体指数 5
图 8：国内货币环境的宽松与收紧 5
图 9：国内消费修复明显放缓 6
图 10：地产成交与土地购置明显回落 6
图 11：美国新建筑方销售回升较快 6
图 12：美国消费数据逐渐修复 6
宏源期货研究团队 7

一、二季度以来美元与人民币的波动

美元在 3 月份经历快速回落后自 5 月开始加速贬值，美元指数自高点 103.0108 迅速回落至当前 92.8217 附近，跌幅达到 9.89%，并因此引发人民币的快速升值，离岸人民币报价升值 4.99%至 6.8360 附近。美元的快速贬值主要受到三方面因素影响：（1）疫情的快速发展导致经济疲软；（2）美联储货币政策宽松预期；（3）疫情二次爆发的时间差。

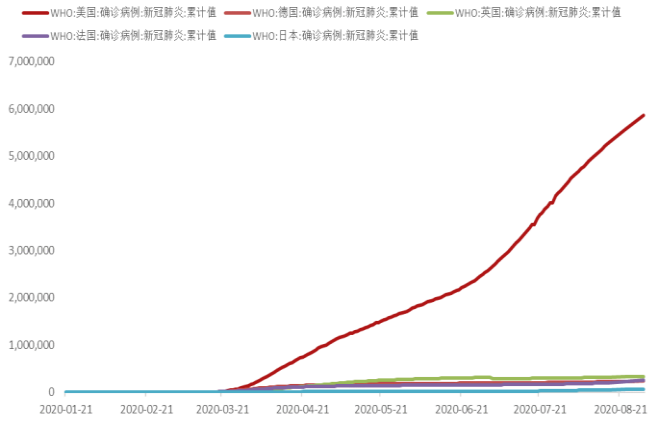
（1）疫情的快速发展导致经济疲软。美国 3 月份疫情迅速扩散，新增病例数在 3 月和 6 月份分别经历两轮快速增长，而同一时期欧盟、日本、英国在疫情控制上表现相对较强，疫情的预期差导致美元对欧元、日元、英镑均出现不同程度贬值。叠加 5 月份的社会问题，美国经济数据迅速回落。

图 1：美元贬值引发人民币升值



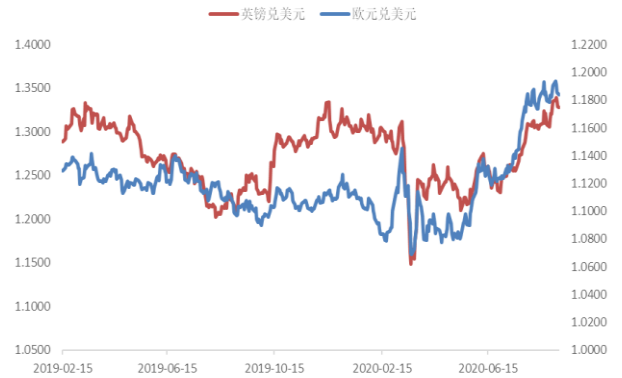
资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 2：欧美疫情差异



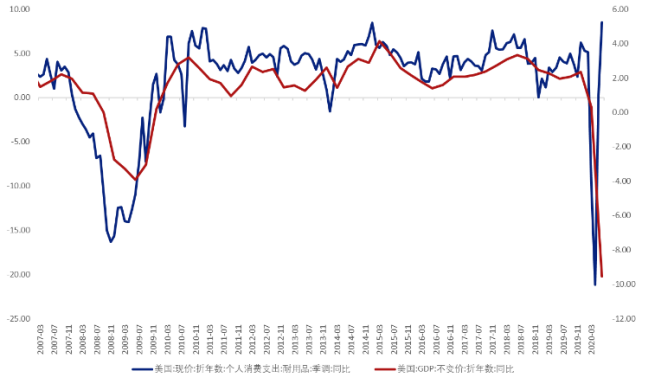
资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 3：美元兑主要国家货币



资料来源：WIND,宏源期货研究所

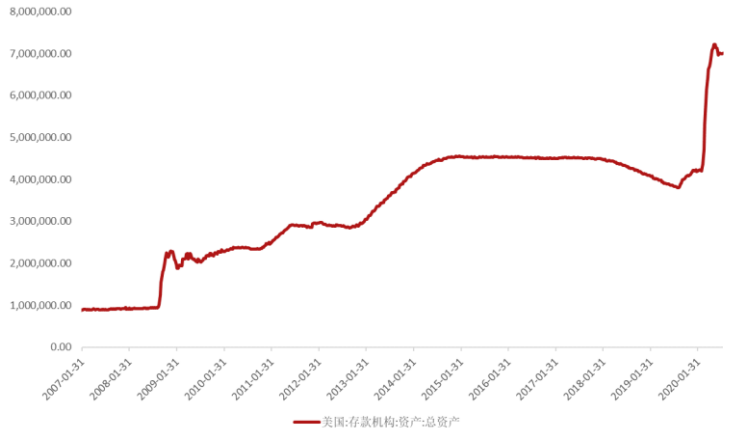
图 4：美国经济数据在二季度快速回落



资料来源：WIND,宏源期货研究所

（2）美联储货币政策宽松预期。受到基本面走弱影响，美联储自 3 月以来快速扩表，资产负债表一度增至逾 7 万亿元，并维持利率目标区间 0-0.1%不变，美联储高层亦多次表态传达明确的宽松态度。这一数据在 8 月份出现小幅回落，主因美国国内回购需求下降、海外“美元荒”逐步缓和，但美联储在 7 月 FOMC 会议的表态表明较大规模的资产负债表仍将延续。

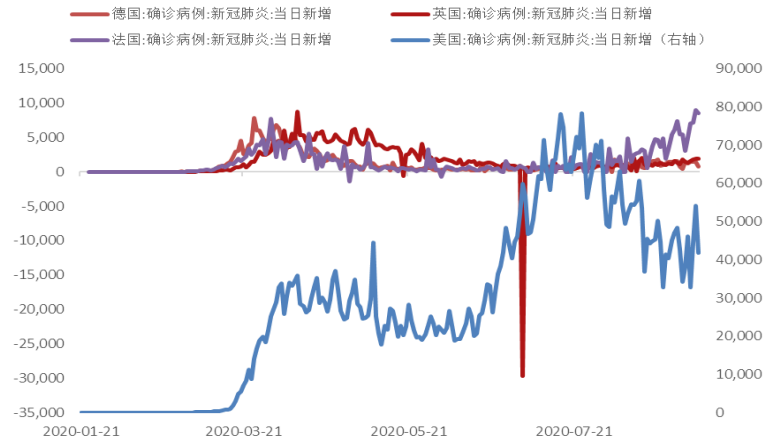
图 5：美联储资产负债表



资料来源：WIND,宏源期货研究所

（3）疫情二次爆发的时间差。6 月份美国新增病例数进入二次爆发，单日新增确诊病例迅速突破 7 万人，这一期间欧洲主要国家新增病例数保持低位；7 月下旬美国新增疫情数逐步得到控制，但欧洲包括法国、意大利、德国在内的国家新增确诊病例再度小幅上行，市场担忧欧洲疫情随后将进入二次爆发。二次爆发的时间差引发市场对欧美经济预期上的差异，从而导致 6-7 月的快速贬值以及 7 月下旬开始美元的逐步止跌。

图 6：欧美疫情二次爆发的时间差



资料来源：WIND,宏源期货研究所

二、美元贬值与人民币升值存在时间差

人民币在美元贬值引导下快速升值，但这一传导关系并不直接，人民币的升值主要体现在 6-8 月，但在美元快速回落进入震荡的 3-4 月，人民币不升反贬。这一传导的差别主要来自于美元贬值初期对新兴市场并未出现明显的下跌——美元指数的回落反映的是美元对一揽子货币的汇率变化程度，其包含的六种成分货币中并未包括人民币，事实上 3-4 月美元对新兴市场经济体指数持续高位震荡并未明显回落。但在随后的 5-7 月，美元的贬值进入对全球性货币贬值，

这一期间人民币进入明显升值通道。

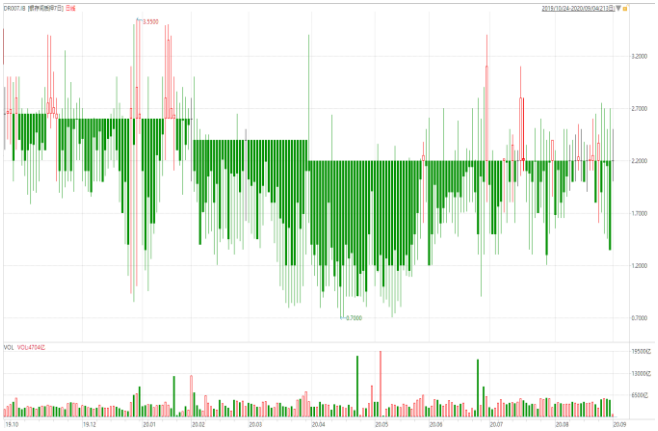
产生这一时间差的原因在于 3-4 月中美双方在货币政策上的差别并没有明显扩大，尽管中国没有全面性地宽松，但人行公开市场上连续的宽松操作以及 2 月初、4 月初的定向降准导致货币市场事实上迎来宽松，银行间货币利率明显下移，在中美双方都在经历疫情对经济冲击的 3-4 月，中美关系问题的爆发导致人民币对美元缺乏升值基础。

图 7：美元对新兴市场经济体指数



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 8：国内货币环境的宽松与收紧



资料来源：WIND,宏源期货研究所

5 月份人行进入谨慎操作阶段，强调维持全球少数货币政策正常的国家地位，货币市场利率开始回升，带动中美利差再度收窄，同时中美问题逐步反映在市场定价中，才为人民币在 6-8 月的提供基础环境。这一阶段，中美双方货币政策面上的差别开始体现，同时中国经济在需求方面的数据优势开始体现，人民币快速进入快速升值阶段。

三、未来汇率波动预期

未来人民币对美元汇率的波动不完全取决于美元指数的走势，而是同样分为三个方面的影响因素：（1）美元对欧元的波动，（2）中美货币政策的预期差，（3）中美基本面的预期差。

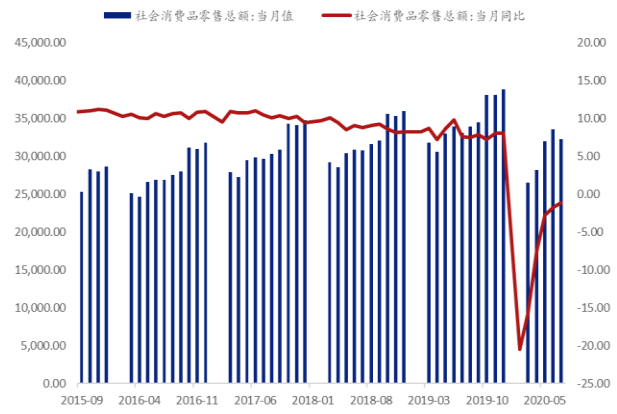
（1）美元对欧元的波动。8 月以来美元指数逐步显现出止跌迹象，但人民币对美元升值幅度较大，原因在于欧元的表现同样偏弱。美元指数 8 月份仅下跌 1.40%，但对人民币幅度超过 2%，同时人民币对欧元升值 1.62%，欧洲部分国家存在疫情二次爆发的可能，导致美元对人民币的贬值没有完全体现在美元指数上。鉴于欧洲当前部分国家存在二次爆发的可能，但新增数量上行较缓慢，对市场的影响仍然存在不确定性。

（2）中美货币政策的预期差。中美货币政策的预期差仍然较大，中国货币政策大概率将继续维持紧平衡，在 9-10 月的宽松幅度较为有限；美联储仍然维持长期偏宽松环境，近期的利率回落主要受到回购需求的回落影响，短期市场波动难以影响长期政策。

（3）中美基本面预期差。从经济数据上看，国内的经济修复已经逐步放缓，尤其必需与非必需消费数据的回落表明疫情后消费意愿的修复已经结束，经济依靠的投资增长仅有支撑作用，而终端消费如商品房成交面积涨幅回落表明终端需求对投资意愿的拉动有限。美国经济数据同

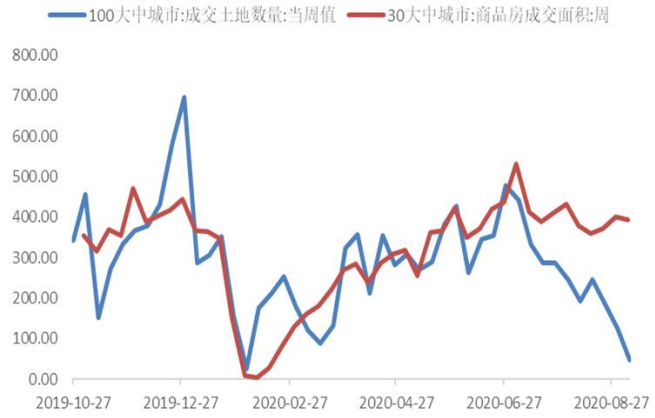
样出现短期波动，但在二次爆发的末端，经济缓慢修复仍然是大概率事件。

图 9：国内消费修复明显放缓



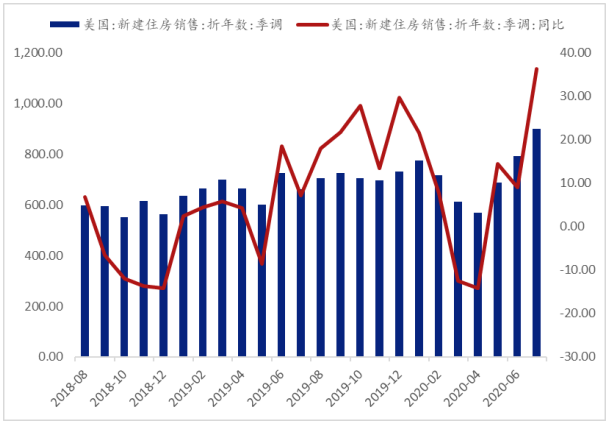
资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 10：地产成交与土地购置明显回落



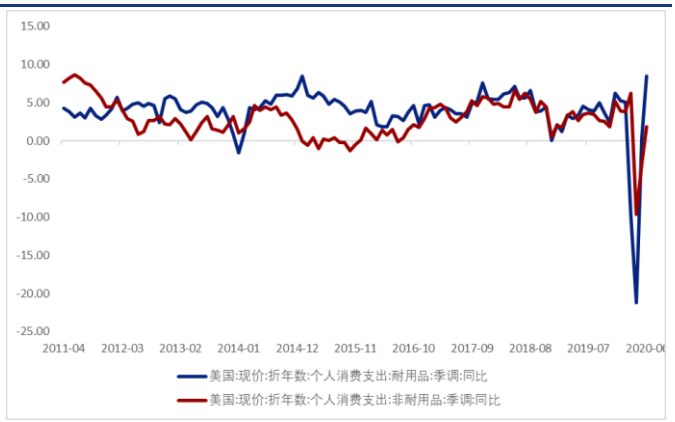
资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 11：美国新建筑方销售回升较快



资料来源：WIND,宏源期货研究所

图 12：美国消费数据逐渐修复



资料来源：WIND,宏源期货研究所

综上，当前人民币对美元升值的因素相较于 6-8 月已有明显变化，预计在美国总统大选之前，中美关系问题仍有再度胶着，美国经济逐步修复过程中，人民币对美元升值趋势将明显放缓。

分析师简介：

曾德谦，（美国）东北大学金融学硕士，现任宏源期货研究所金融期货分析师。

宏源期货研究团队

金融期货（期权）研究	金属研究
曾德谦 010-82292833 zengdeqian@swhysc.com	王淼 010-82292669 wanglian@swhysc.com
曹自力 010-82292665 caozili@swhysc.com	孙佳兴 010-82292663 sunjiaxing@swhysc.com
黄小洲 010—82292826 huangxiaozhou@swhysc.com	朱善颖 010-82295516 zhushanying@swhysc.com
能源化工研究	**农产品研究**
詹建平 010—82292685 zhanjianping@swhysc.com	肖锋波 010-82292680 xiaofengbo@swhysc.com
朱子悦 010-82292661 zhuziyue@swhysc.com	熊梓敬 0871—68072126 xiongzijing@swhysc.com
杨首樟 010-82292599 yangshouzhang@swhysc.com 田震昊 010-82292099 tianzhenhao@swhysc.com	黄小洲 010—82292826 huangxiaozhou@swhysc.com
策略研究	
吴守祥 010-82292860 wushouxiang@swhysc.com	

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行期货投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。