日期：2020 年 09 月 10 日

国际货币格局不变　人民币延续波动升

分析师：　胡月晓
Tel：　021-53686171
E-mail：　huyuexiao@shzq.com
SAC 证书编号：　S0870510120021

报告编号：

相关报告：

《欧美资本市场将分化》（2020 年 8 月 5 日）

《后疫情时代的国际金融秩序大变局》（2020 年 6 月 29 日）

《中国货币变革现状和调控变化》（2020 年 6 月 4 日）

《大宗商品价格决定当前汇率走势》（2020 年 3 月 24 日）

《海外“新冠”疫情对中国经济、市场影响》（2020 年 3 月 15 日）

《期限结构波动中缓降趋势明了》（2020 年 1 月 13 日）

■　主要观点

国际货币市场风云起

美联储大放水之际引发的强美元态势并没有持续多久，3 月下旬起，美元指数即进入下跌态势，并且至今未有扭转迹象。6 月以来的人民币持续升值态势，增加了市场对人民币汇率变动前景的预期分歧，与以往相比，升跌双方均对自身判断更有信心。按照人民币汇率的市场价值和历史价格，以及人民币国际化的发展方向，稳中偏升是未来人民币汇率的不可逆转长期趋势，未来快速升值态势不会持续，节奏会放缓，但稳中偏升的方向不变！

人民币升值前景：方向未变，节奏改变

最新市场预期表明，市场对人民币汇率呈现了典型的中性看法——当前的快速升值有“J”形调整成分，未来将会略贬恢复至中枢基准线后走平，整体看，市场主流对汇率市场的预期相当趋向稳定，6.90 成为明显的市场认识中枢。伴随中国经济在世界经济格局中位置改变，人民币在国际经济和金融格局中重要性提升，人民币逐渐升值是个大方向；基于人民币国际化和经济力量对比，人民币兑美元汇率趋势上稳中偏升的长期方向应不变。尽管短期市场汇率受当期国际经济、金融形势的影响，会有波动。

人民币汇率前景的决定和影响。

前期人民币的贬值，只是受到了石油为代表的大宗商品价格波动的影响，但石油价格回复到正常水平并稳定下来后，经济、市场和政策的基本面，将重新决定人民币的中长期走势！人民币汇率的长期平稳趋势，叠加中外利差的持续，无疑对国际资本的流入很有吸引力。即使未来人民币汇率波动性增加，只要未形成长期贬值性预期，中国资产在资本项目未自由化前，就不可能出现大的风险，即中国资产的风险整体上可防可控的。同时，也正因为资本流入是中长期趋势，本币中长期表现为稳中趋升态势，国际、国内的这种金融形势，也为国内治理楼市泡沫提供了绝无仅有的良机。

美元强势地位仍存

疫情改变了世界经济运行态势，但未能改变国际经济、金融格局，美元强势地位的国际金融格局特征仍将在较长时期内维持。美元主导国际货币金融格局的形成，是国际经济、金融格局演变的结果，其中 2 大因素的变化，起着决定性的推动作用——国际石油定价体系切换带来的油价基准下台阶，和美国金融体系的复苏。

美股“水席盛宴”难持续

美股狂欢是标准“水牛”。FED“放水”加剧资金“脱实向虚”。FED 也无法无止境的扩张，一个纯粹建立在“放水”基础之上，没有经济基础支撑的股市，虽然表面上看企业因报表修复而显得很健康，实际上伴随 FED 报表扩张停止，随时可能面临深度调整！

目 录

一、国际货币市场风云起 3

1. 美元指数暴涨后持续调整 3

2. 人民币持续快速升值 5

二、人民币升值前景：方向未变，节奏改变 6

1. 市场主流预期：人民币升值已过头 6

2. 人民币汇率前景的决定和影响。 7

三、国际货币格局未变 9

1. 美元强势地位仍存 9

2. 美股“水席盛宴”难持续 11

图

图 1 美元指数持续调整态势 3
图 2 美国货币市场利率的变化态势（YTM） 4
图 3 美联储（FED）的资产负债表规模变化(百万美元) 4
图 4 人民币兑美元汇率的持续快速升值态势 5
图 5 中国经济快速反弹至疫情前水准 7
图 6 国际石油价格的变动态势（美元/桶） 7
图 7 曾经市场忧虑的人民币汇率和中国房价间关系前景 8
图 8 国际主导货币汇率指数的变化（美元 VS 欧元） 9
图 9 全球石油定价体系的变动 10
图 10 全球主要经济体货币乘数的变化 11
图 11 美国股市持续上涨的基础 13

表

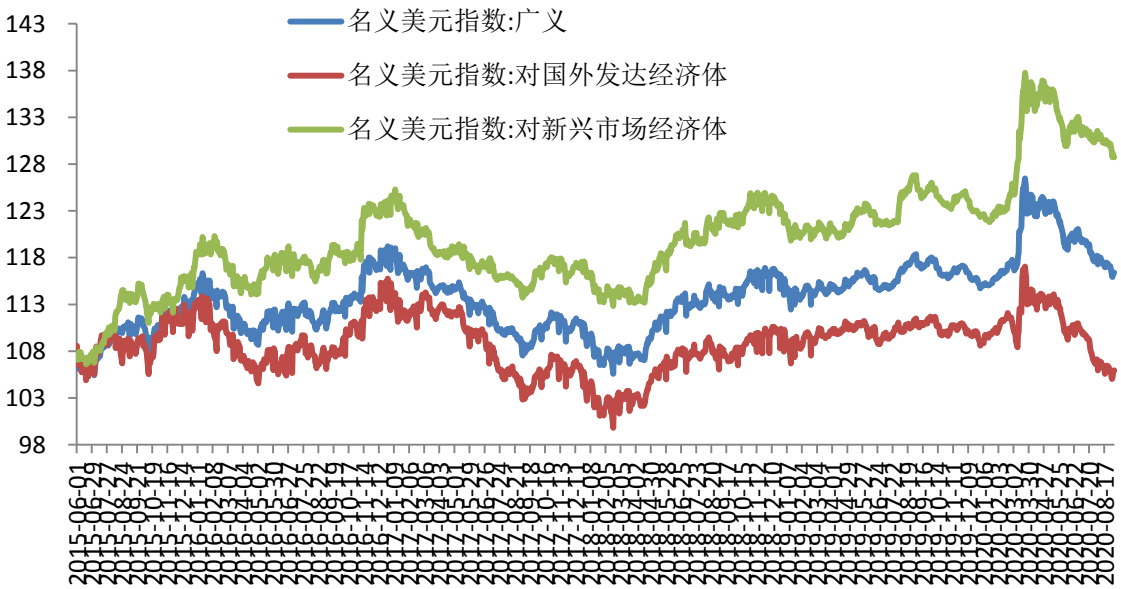
表 1 人民币兑美元汇率的市场预期情况 6

一、国际货币市场风云起

1. 美元指数暴涨后持续调整

美联储大放水之际引发的强美元态势并没有持续多久，3 月下旬起，美元指数即进入下跌态势，并且至今未有扭转迹象。

图 1 美元指数持续调整态势

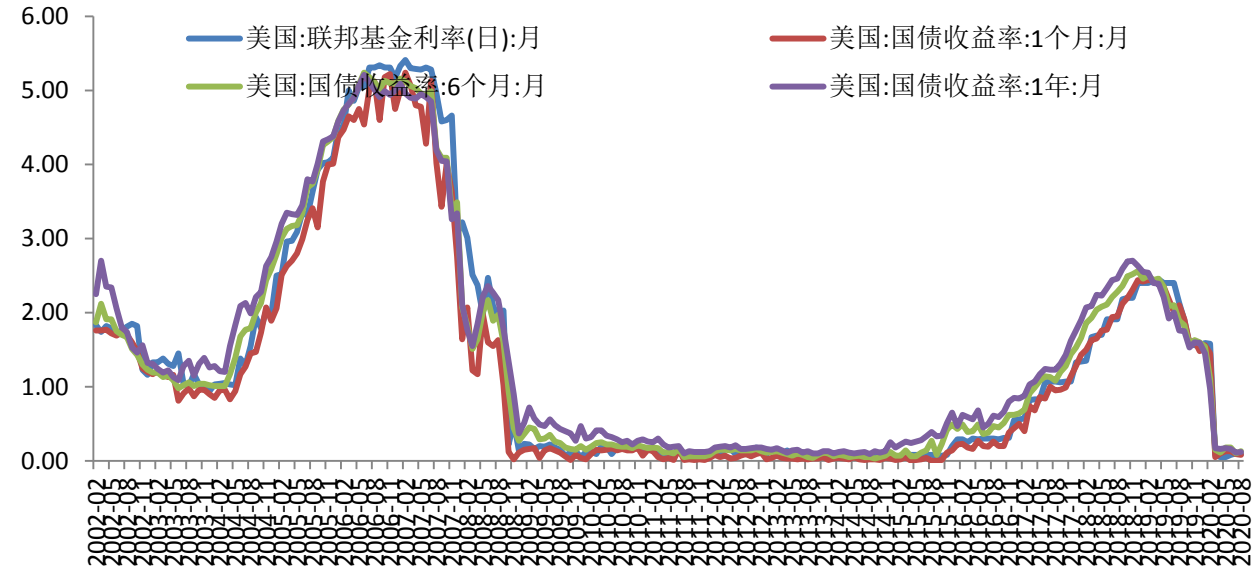


数据来源： Wind，上海证券研究所

3 月份之时，两周内美联储两次降息——于 3 月 3 日和 3 月 15 日先后降息 50 个基点和 100 个基点，将联邦基金目标利率再次降到 2008 年危机后的记录低点 0.25%。自 1982 年美联储设立联邦基金目标利率以来，这波降息的力度和频度，不仅空前，预计也将绝后。然而，降息后的市场仍没能扭转颓势。

3 月 3 日的降息，50BP 的力度实际上也超出了每次 25BP 的惯常力度。然而，市场认为，鉴于当前新冠疫情的严重性，2 倍于惯常“药量”显然不够，需要加大力度；3 月 15 日，美联储给出了符合甚至超出市场预期的“药量”，不仅力度增加到 100BP，还再度祭出了大规模的资产购买计划（7000 亿美元）。但当前市场预期已和 1 周前不同，第二次降息后的预期是：如此急匆匆出台的货币扩张政策，基本上意味着疫情影响事态已严重恶化。对于此轮双降息后市场不给“面子”的表现，笔者认为西方疫情严重性超预期是一方面，更为重要的是美联储的行为，已严重扭转了它一贯以来的市场形象和自我宣称的政策目标——独立性，维持经济和物价的平稳。

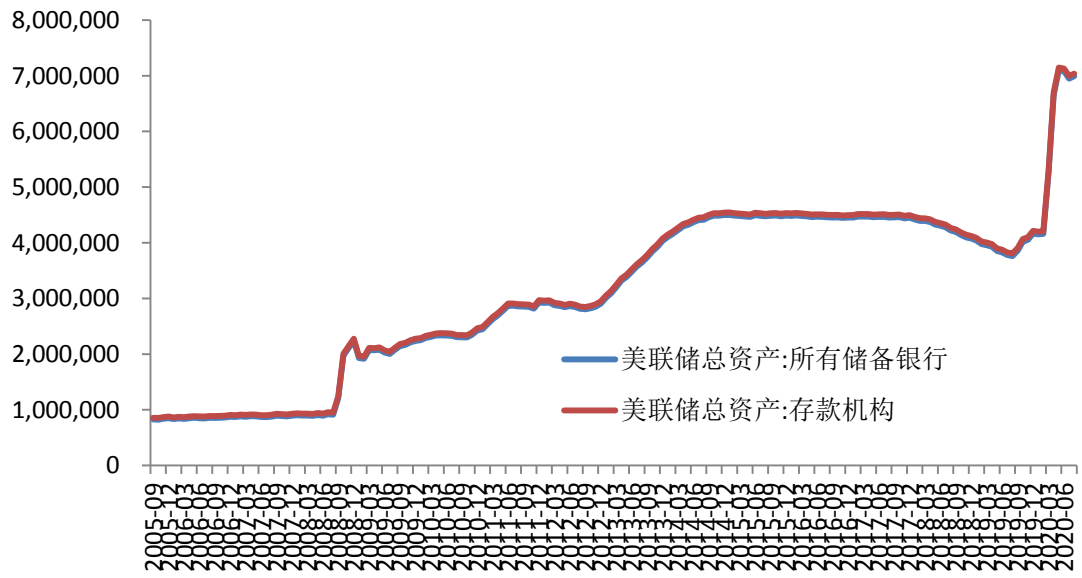
图 2 美国货币市场利率的变化态势（YTM）



数据来源：Wind， 上海证券研究所

美元指数 3 月的暴涨，被认为是美联储大放水给市场增强了信心，使得美元恢复强势的结果。在美元指数强势上涨之时，市场就认为，美联储扩张并没有扭转资本市场的态势，对国际货币市场的刺激作用也有限，美元的单独上涨，在违背利率平价、以及疫情下世界经济格局变化的不同表现来看，美元指数上涨是难以持续的。

图 3 美联储（FED）的资产负债表规模变化(百万美元)

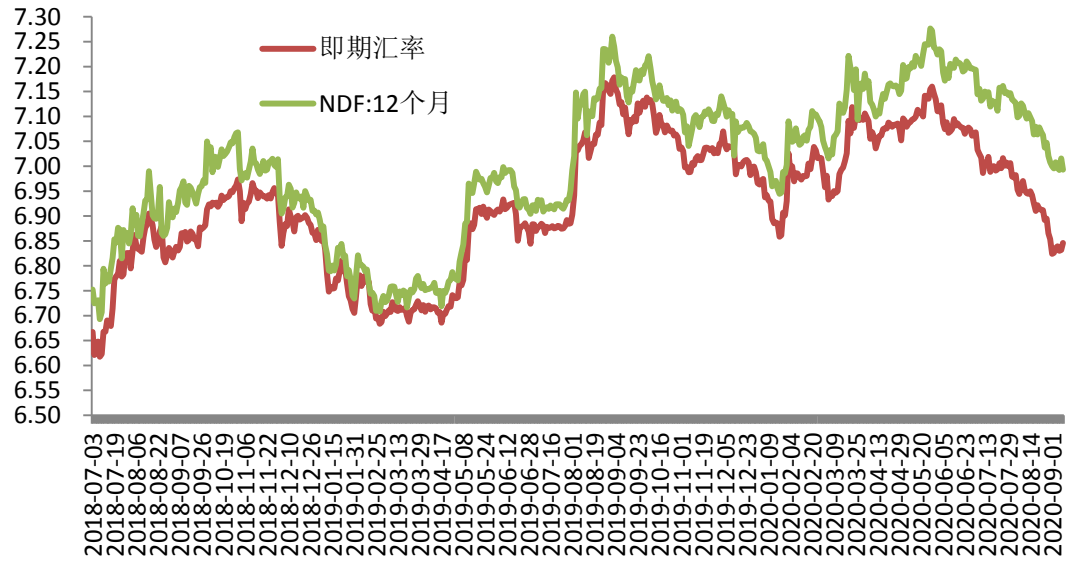


数据来源： Wind，上海证券研究所

2. 人民币持续快速升值

6 月以来的人民币持续升值态势，增加了市场对人民币汇率变动前景的预期分歧，与以往相比，升跌双方均对自身判断更有信心。坚持人民币将延续升值态势的一方认为，本轮人民币升值的基础在于中外疫情、货币环境的变化，美国疫情不仅得不到控制，甚至还有扩大风险，美联储（FED）的扩张货币行为就像吸食鸦片上瘾；反观中国，疫情早已远离，经济已渡过恢复期进入正常运行期，货币政策正常化使得中外利差长期持续。认为人民币升值结束将恢复弱势的一方认为，在中国高通胀和资本管制下，人民币持续升值几无可能！笔者认为，按照人民币汇率的市场价值和历史价格，以及人民币国际化的发展方向，稳中偏升是未来人民币汇率的不可逆转长期趋势，未来快速升值态势不会持续，节奏会放缓，但稳中偏升的方向不变！

图 4 人民币兑美元汇率的持续快速升值态势



数据来源： Wind，上海证券研究所

二、人民币升值前景：方向未变，节奏改变

1. 市场主流预期：人民币升值已过头

最新市场预期表明，市场对人民币汇率呈现了典型的中性看法——当前的快速升值有“J”形调整成分，未来将会略贬恢复至中枢基准线后走平，1 月期（9 月末时点）、3 月期、6 月期和 12 月期的期末汇率预测中值分别为 6.90、6.92、6.90 和 6.87；尽管机构间仍存在一定分歧，但市场主流看法不仅短期走弱后恢复平稳，而且是长期平稳。从路透 9 月份对人民币兑美元汇率中短期预测的调查情况看，市场预期人民币汇率现已调整过头，将在现有基础上略贬至 6.90 上下企稳，并长期（6-12 月）延续。从人民币汇率的实际走势看，自 6 月以来，人民币兑美元走势呈现了一波较为迅速的上涨，至 8 月末的 3 个月时段内升值约 4%。

表 1 人民币兑美元汇率的市场预期情况

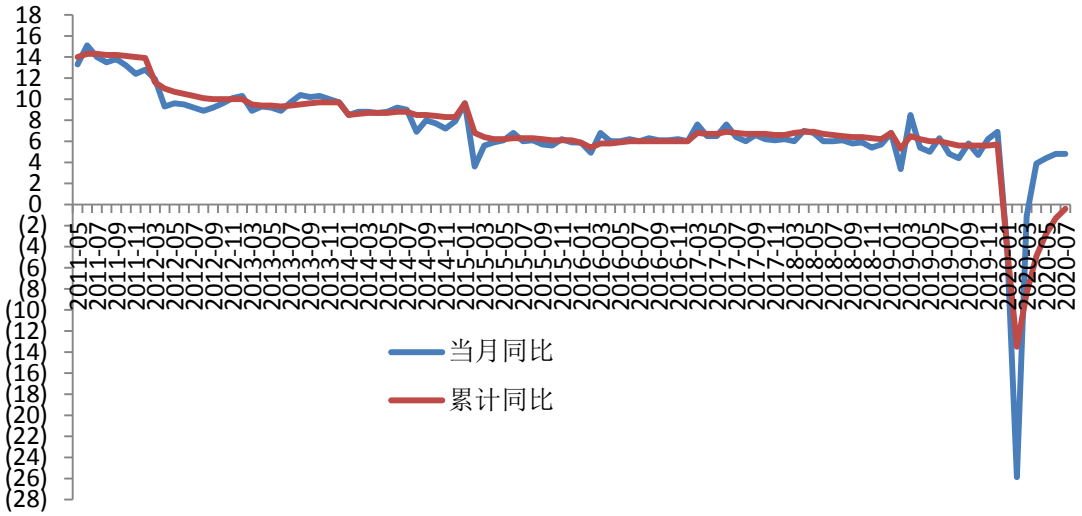
Period	1 month	3 month	6 month	12 month
Release / Effective Date	30 Sep 2020	30 Nov 2020	26 Feb 2021	31 Aug 2021
Median	6.90	6.92	6.90	6.87
Highest	7.20	7.27	7.30	7.60
Lowest	6.75	6.70	6.60	6.50
Spread	0.45	0.57	0.70	1.10
No. of Forecasts	56	61	61	51

数据来源：路透，上海证券研究所

整体看，市场主流对汇率市场的预期相当趋向稳定，6.90 成为明显的市场认识中枢。伴随中国经济在世界经济格局中位置改变，人民币在国际经济和金融格局中重要性提升，人民币逐渐升值是个大方向；基于人民币国际化和经济力量对比，人民币兑美元汇率趋势上稳中偏升的长期方向应不变。尽管短期市场汇率受当期国际经济、金融形势的影响，会有波动。

笔者认为，人民币的这波升值趋势仍未结束，未来只是节奏放缓：按照利率平价理论和国际金融形势变化，人民币汇率应该走强；按照疫情对经济的冲击及疫情后中美两国间经济显然的走势，人民币汇率也应该升才对。

图 5 中国经济快速反弹至疫情前水准

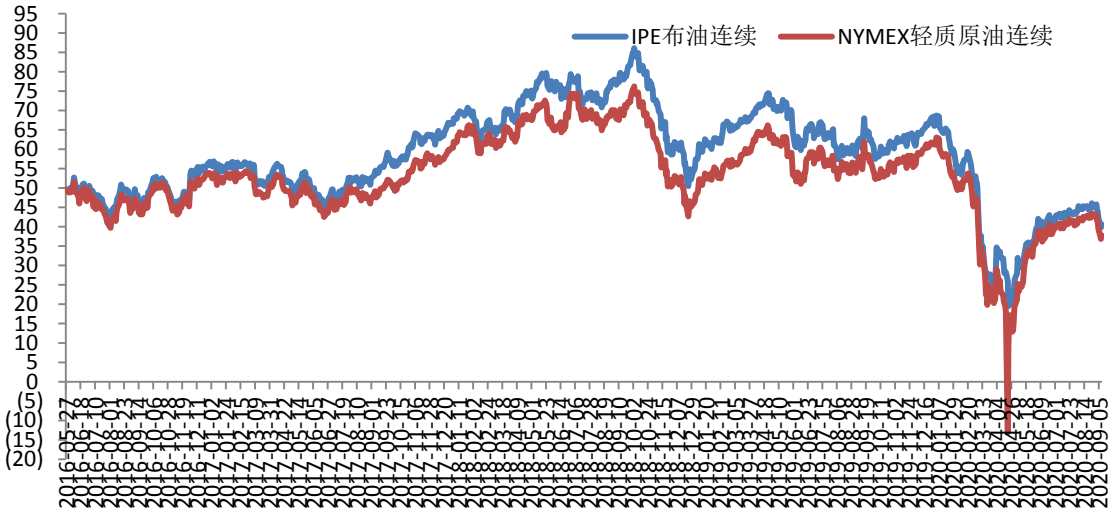


数据来源： Wind，上海证券研究所

2. 人民币汇率前景的决定和影响。

笔者早就指出，前期人民币的贬值，只是受到了石油为代表的大宗商品价格波动的影响，但石油价格回复到正常水平并稳定下来后，经济、市场和政策的基本面，将重新决定人民币的中长期走势！

图 6 国际石油价格的变动态势（美元/桶）



数据来源： Wind，上海证券研究所

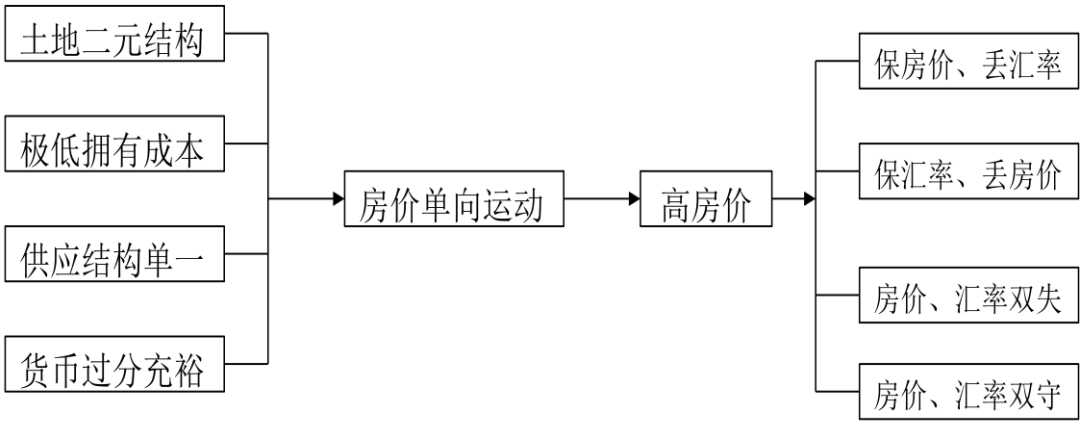
未来 2-3 年中国经济增长将领先全球经济；中国是全球主要经济体中少有的实施正常货币政策的国家。基于国际经济、金融和政策政治环境的变化，未来人民币汇率抗波动能力增强的同时，但整体平

稳格局不变。按照人民币汇率的市场价值和历史价格，以及人民币国际化的发展方向，稳中偏升是未来人民币汇率的不可逆转走势。在资本项目未完全放开前，人民币作为有管制货币的汇率运行特征，不会改变。

人民币汇率的长期平稳趋势，叠加中外利差的持续，无疑对国际资本的流入很有吸引力，因此未来海外资本流入中国趋势不变；伴随中国对海外机构投资中国债市便利设施的推进，流入进程还会进一步加速。中国央行联合相关机构，在 9 月初发布了境外机构投资国内债市的公开征求意见，意味着中国资本市场对外开放的步伐正有序推进，因而海外资金流入上升趋势可期。

即使未来人民币汇率波动性增加，只要未形成长期贬值性预期，中国资产在资本项目未自由化前，就不可能出现大的风险，即中国资产的风险整体上可防可控的。同时，也正因为资本流入是中长期趋势，本币中长期表现为稳中趋升态势，国际、国内的这种金融形势，也为国内治理楼市泡沫提供了绝无仅有的良机，这是日本、俄罗斯等过去发生危机的国家所没有的有利条件，市场过去一度担忧的汇率和房价不可兼得争论（崩 1 个还是崩 2 个），看来可以画上句号了。

图 7 曾经市场忧虑的人民币汇率和中国房价间关系前景

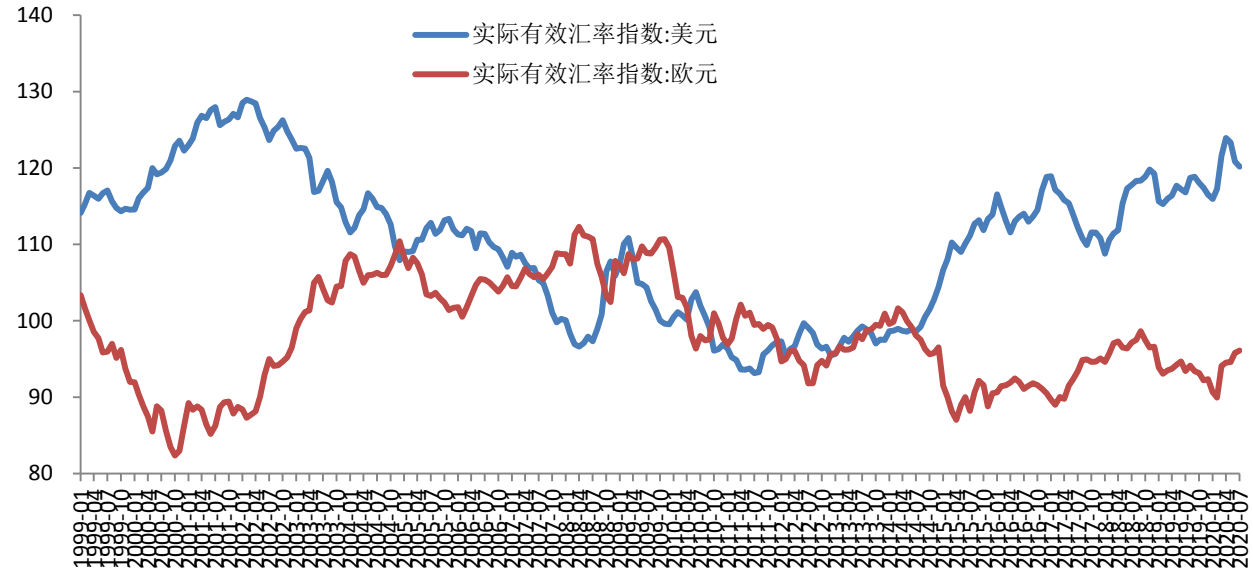


三、国际货币格局未变

1. 美元强势地位仍存

疫情改变了世界经济运行态势，但未能改变国际经济、金融格局，美元强势地位的国际金融格局特征仍将在较长时期内维持。当前美元的强势地位，时间上起始于 2014 年 10 月，彼时起两大国际货币巨头开始呈现了背离的走势：欧元指数下行 VS 美元指数上行，并在 2015 年下半年后进入美元指数高位、欧元指数低位的并行运行状态，并延续至今，国际金融格局至此形成美元持续强势的格局。

图 8 国际主导货币汇率指数的变化（美元 VS 欧元）



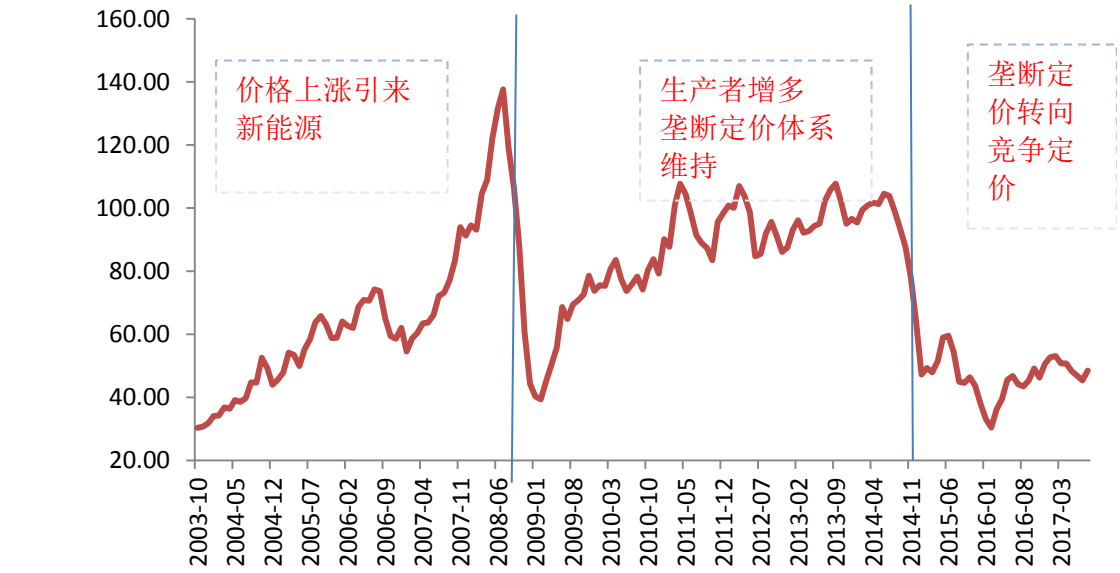
数据来源：Wind， 上海证券研究所

2014 年 Q4 后形成的美元强势，亦即美元主导国际货币金融格局的形成，自然是国际经济、金融格局演变的结果，其中 2 大因素的变化，起着决定性的推动作用——国际石油定价体系切换带来的油价基准下台阶，和美国金融体系的复苏。

不管你多么气愤和对国际贸易秩序有多么不满，美元至今仍然是石油等大宗商品的主要交易货币。2014 年之前，不论油价怎么波动，油价的定价体系是财政均衡体系，即主要石油出口国的财政预算均衡点决定的油价，是国际石油价格的长期均衡趋势线，即使 2008 年全球性危机的深度扰动，也不能改变这一趋势。然而，随着国际石油供需格局的变化，石油定价体系由卖方决定的财政均衡基准，

逐渐走向了竞争性的市场平均成本定价体系。财政均衡基准实际上垄断性定价体系，市场平均成本基准表明市场的竞争性已大大增强，虽然仍未达到完全竞争程度的边际成本定价体系。毫无疑问，货币内含购买力是最为基础的货币汇率决定因素，并且这一因素在 2020 年初也再度呈现。2014-2015 年，正是国际石油价格定价体系切换时期，国际油价在这过程中的表现，自然是调整过头的“J”形调整，直到 2016 年初的过度调整点出现。油价下台阶，意味着美元购买力增强，美元强势地位自然建立，这和美元扩张否无关，除非美元扩张导致了油价长期基准的上行。

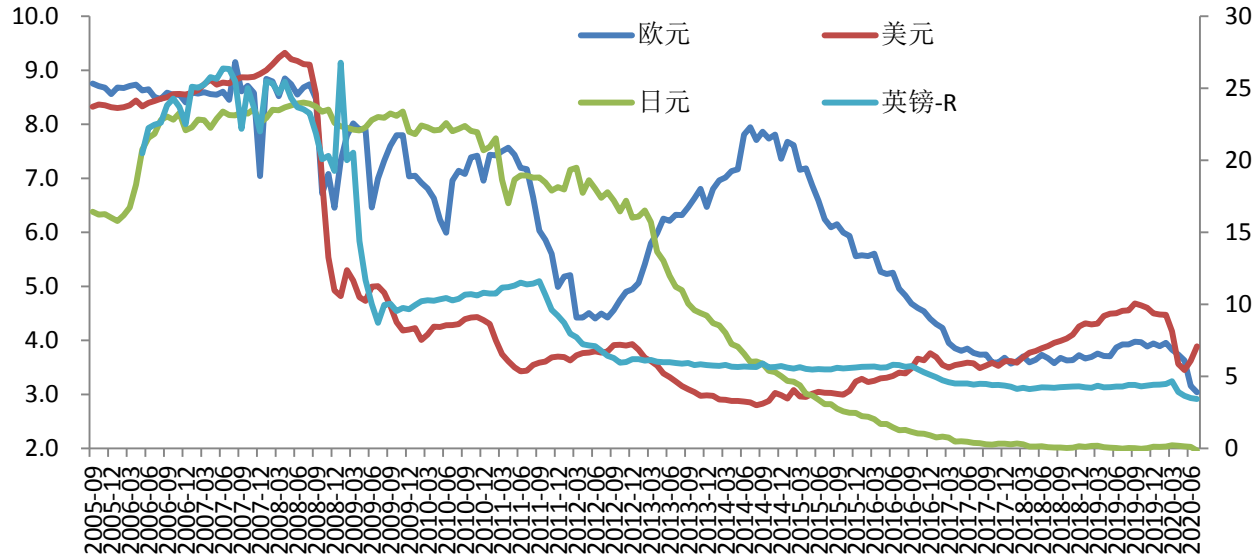
图 9 全球石油定价体系的变动



数据来源： Wind，上海证券研究所

另外一个决定美元在国际货币格局中主导地位的因素，是美国金融体系的复苏。2008 年金融危机损害了美国的金融体系，货币体系上的一个直接反映和综合表现，就是美国货币系统中货币乘数的下降，所以笔者一直认为 FED 的 QE 政策主要是救金融，金融危机使美国货币体系的货币乘数断崖式下降到危机前的 1/3，为使国内流动性稳定、防止流动性的经济冲击，FED 自然要在短时间内扩表 3 倍。从实践进程看，FED 通过 QE 扩表的节奏和货币乘数的下降，是高度一致的。2014 年 Q4 后，美国货币体系的货币乘数开始见底缓慢上行，表明其金融体系逐步复苏；对比同期欧元区、英国、日本等主要国际货币发行国货币体系，这些经济体的货币乘数至今仍没有复苏迹象。

图 10 全球主要经济体货币乘数的变化



数据来源：Wind， 上海证券研究所

综合全球经济和金融形势看，虽然疫情对世界经济格局运行有影响，但国际油价已在新均衡点稳定下来，美国金融体系的稳定性仍然在主要国际货币发行国中居领先地位，因此美元强势主导的国际货币格局，在可预见将来仍将持续。

2. 美股“水席盛宴”难持续

美股狂欢是标准“水牛”。自从 2020 年 3 月份美联储开始放水以来，美国股市结束了 2 月份下旬以来的跳水状态，开始 V 形反弹。对于此次美股的反弹走势，市场一致公认为全拜美联储的“大放水”所赐，笔者之前就指出，本次 FED 的超级大宽松，在经济和物价方面，FED 找不到降息的理由，FED 匆匆降息、量宽双管齐下的目的，就是为了刺激股市！从股市走势的角度，FED 的放水救市，无疑是成功的——尽管同期美国疫情失控，种族歧视顽疾引发社会动荡，经济下滑不止中失业快速上升。

然而股市快速反弹也让 FED 付出了沉重的代价，股市收复失地的结果是 FED 报表在 3 个月内暴增 70.7%，2020 年 2 月美联储总资产（所有储备银行）为 4.16 万亿美元，5 月份就暴增到了 7.10 万亿美元；FED 本次“放水”的规模和速度，大大超过了 2008 年金融危机期间的、被认为是反危机的超常规动作的 QE1，当时 2018 年下半年时间里 FED 资产规模由 9000 亿美元上涨到了 2.2 万亿美元。不过，金融危机期间和当前境况有一个很大不同是——金融体系信

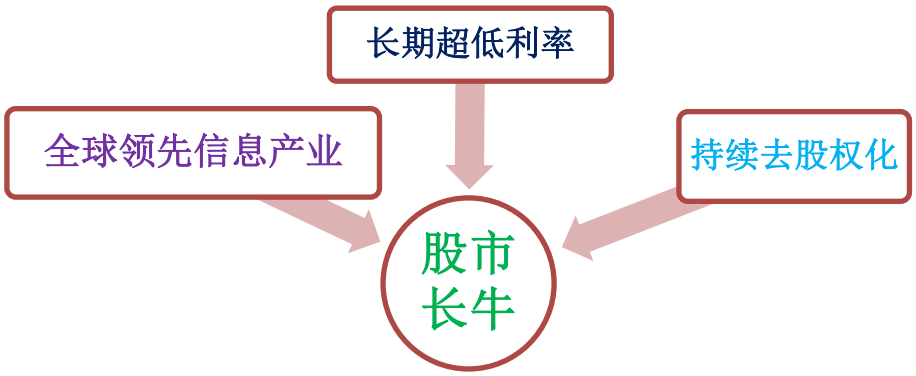
用扩张能力的变化，2008 年金融危机发生后，美国金融体系机能受损，信用扩张能力下降，货币乘数由危机前 2008 年 6 月的 9.2，快速下降到 2008 年的 12 月的 4.9；因此，2008 年金融危机发生后 FED 若不搞激进式的规模扩张，则全社会间面临流动性快速收紧状态，给实体经济造成更为巨大冲击，因而 QE 只是维持全社会流动性的平稳。而当前美国的货币乘数相对稳定，FED 扩张再创纪录的规模扩张，自然使得美国全社会的广义流动性剧增。

FED“放水”加剧资金“脱实向虚”。在疫情失控情况下，美国经济下跌趋势无可阻挡！此时流动性的暴涨，自然只能流向金融领域，流向身份商品（positional goods）市场。身份商品主要是指房地产和股票等股权类金融资产，这类购买不会增加现有实体经济领域的真实投资，只是增加了虚拟资产的价格。可见，FED 扩张规模，增加的流动性很少流向了实体经济，都流向了资产领域，是典型的资金“脱实向虚”，美国股市的反弹，正是这一状况的反应。实际上，早在 2019 年 9 月，FED 的报表规模就开始了转向，但是扩张的流动性并没有被用于真实投资，而是被企业用于修复了资产负债表，结果就是美国企业债务规模快速下降，财务杠杆下降虽然提高了企业财务稳健性，但却意味着企业投资意愿的下降，经济发展动能下降。

可是，FED 无法无止境的扩张，以便给股市创造源源不断地增长动力，像中国房价一样将股指打到天上去。从根本上说，美股长期牛市趋势已终结。美股持续 10 余年长期牛市的基础有二：始于 2003 年的“去股权化”趋势、美国引领全球信息产业的优势地位。第一个基础在 2017 年就基本结束，依靠税改法案吸引海外资本回流，勉强延续了 2 年；第二个基础——信息产业的领先优势，虽然在芯片等关键零部件环节还保有领先优势，但在下游终端消费环节已受到中国华为严重冲击，并在下一代技术 5G 发展方面，落后于中国（为此美国千方百计弹压中国，对其而言是正确之举）。

2020 年 6 月份后，FED 停止了前持续 3 月多的疯狂报表扩张之路，其资产负债表规模总算稳定下来。此次 FED 的超级放水工程，让美国经济“两张皮”现象更加突出——实体经济的快速下行和金融市场的迅速繁荣。美国央行放水在金融领域推动了股市繁荣，使得企业得以修复报表，结果是经济低迷中股市繁荣，但依靠水位抬升带来的市场繁荣也隐含着风险的上行，投资者可以看到美股波动率也已显著上升，这表明市场随时会再度崩塌！

图 11 美国股市持续上涨的基础



一个纯粹建立在“放水”基础之上，没有经济基础支撑的股市，虽然表面上看企业因报表修复而显得很健康，实际上伴随 FED 报表扩张停止，随时可能面临深度调整！

分析师声明

胡月晓

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

债券投资评级：

从安全性、收益性、流动性的三个角度，我们对债券投资价值的分类评级如下：

附表：上海证券债券投资价值评级分类

类型 内容	两全级	配置级	投资级	回避级
安全性	高	高	全分布	低
收益性	高	高	高	低
流动性	高	低	高	全分布

资料来源：上海证券研究所整理

按照我们的投资评级定义，由于机构投资特性的差异，不同债券的投资评级是适应不同机构需求的，对应关系有：

两全级--全序列机构：银行、保险、基金、券商、专业投资者；

配置级--配置主需求型机构：银行、保险；

投资级--收益主需求型机构：基金、券商、专业投资者。

投资评级基准：

安全性判断--主体评级+债项评级，经营、财务前景前瞻

收益性判断--市价与中债估值差距、STW。

流动性判断--融资适当性、交易规模（市场深度和广度）。投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。