中航证券金融研究所
所长：董忠云（S0640515120001）
分析师：成果，CFA（S0640520070001）
电话：010-59562558
邮箱：chengg@avicsec.com

多个维度指向中期人民币大概率升值

宏观深度报告　　2020 年 9 月 4 日

摘要

- 常用的汇率研究框架分为三个大的类别：均衡汇率理论、购买力平价理论和利率平价理论。目前来看，无论是从哪个框架分析，人民币的升值趋势都较为明显。
- 一国货币价值的升贬取决于该国经济的强弱。这一逻辑背后体现的是：稳健的经济为货币标值的资产提供背书；强大的经济通常意味着充沛的官方储备资产；持续增长的经济代表充分就业与通胀的平衡。
- 历史上人民币汇率的走势与外汇储备高度相关。2020 年中国经济一枝独秀，出口大幅反弹，外汇储备上升有望推动人民币升值。
- 虽然均衡汇率理论的前提假设是资本持续、自愿和不受限制的流动，而我国资本和金融项目没有完全自由化，但这并不妨碍均衡汇率理论在我国人民币汇率上较为显著的体现。也不能因为资本项目没放开就否定经济基本面与汇率之间极强的逻辑联系。
- 美国 7 月 M2 增速达到 23.3%，直逼 1943 年货币发行顶峰的 26.35%。无法排除美国此轮货币超发导致通胀超预期上升的可能性。美元存在进一步走弱的基础。
- 目前中美利差与人民币汇率的剪刀差已经走廓，预示着人民币存在升值压力。
- 人民币升值符合高层的战略规划：经济增长“双循环”下“刺激国内需求”有助于人民币走强；人民币“国际化”需要强势的货币；放松外汇市场干预为货币走强提供基础。

股市有风险入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　证券研究报告

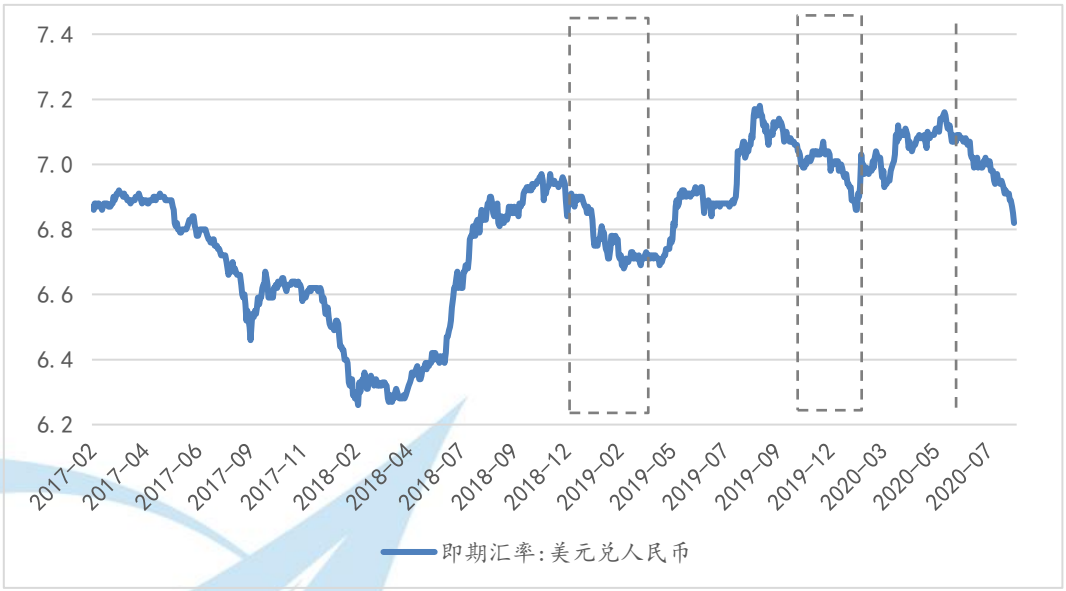
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

一，近期人民升值较大

人民币自 5 月 27 日的低点以来开始持续升值，截止到 2020 年 9 月 2 日，人民币兑美元已大幅升值约 5%，与 2019 年 11 月至 2020 年 1 月、2018 年 12 月至 2019 年 2 月的升值幅度相当。

图 1：近期人民币升值



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

二，传统研究框架：经济基本面、中美利差和美国货币超发三个因素都指向人民币升值

常用的汇率研究框架分为三个大的类别：均衡汇率理论、购买力平价理论和利率平价理论。简而言之，均衡汇率理论从经济基本面出发，经济基本面更优的经济体汇率能够升值。购买力平价理论侧重研究通胀对汇率的负面影响。而利率平价理论从交易层面出发，探讨两国利差与汇率的关系。

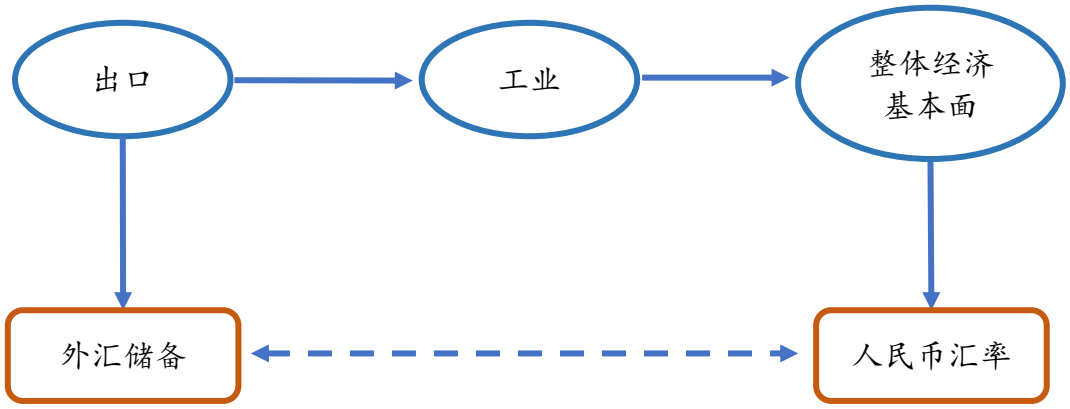
目前来看，无论是从均衡汇率理论、购买力平价理论还是利率平价理论来看，人民币的升值趋势较为明确。

1，经济基本面——均衡汇率理论

一国货币价值的升贬取决于该国经济的强弱。这一逻辑背后体现的是：稳健的经济为货币标值的资产提供背书；强大的经济通常意味着充沛的官方储备资产；持续增长的经济代表充分就业与通胀的平衡。

历史上人民币汇率的走势与外汇储备高度相关。从支出法计算 GDP，2019 年我国净出口占 GDP 比例已经降至 2.98%。似乎出口已经对我国经济影响不大，但其实并非如此。之前中国经济增长很大程度上来自于房地产的驱动，但是如果没有工业快速发展所带来的居民收入和财富的提高，房地产的繁荣也不可能存在。工业是我国经济的基石，而根据我们的测算 2019 年出口工业产值占 GDP 工业产值的 50.1%。考虑到工业产值非出口部分相当一部分比例是初级产品再加工，可以认定出口对我国工业的影响力远大于 50.1%。作为全球制造业当中最重要的一环，世界离不开中国制造，而中国经济也依靠全球对中国制造业的需求。

图 2：外汇储备影响人民币汇率的基本逻辑



资料来源：中航证券金融研究所

我国外汇储备的增减较为准确的刻画了我国制造业与全球供应链的关系，也是衡量我国经济基本面的一个重要指标。因此外汇储备增加时人民币通常升值，外汇储备减少时人民币通常贬值。

值得注意的是，虽然均衡汇率理论的前提假设是资本持续、自愿和不受限制的流动，而我国资本和金融项目没有完全自由化，但不能因此就否定经济基本面与汇率之间极强的逻辑联系，实际上均衡汇率理论一直可以较好地应用于对我国人民币汇率走势的分析上。

图 3：外汇储备与人民币有效汇率指数

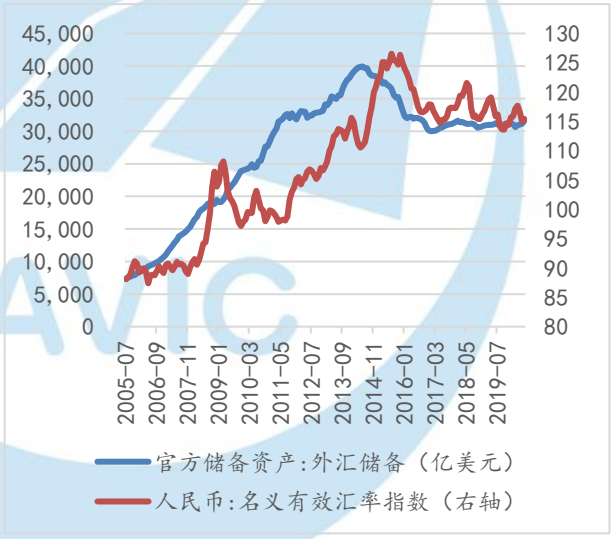
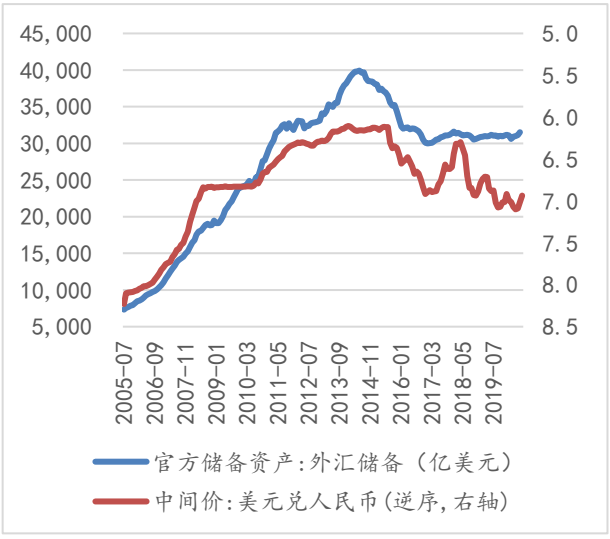


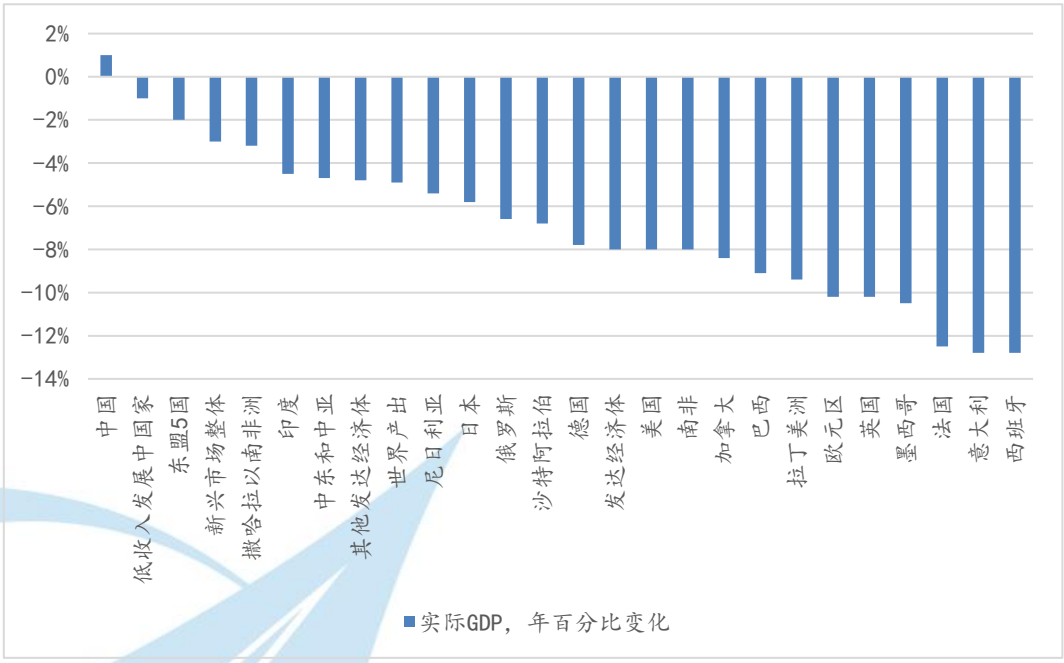
图 4：外汇储备与人民币美元汇率



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

我国在新冠疫情的防控上取得举世瞩目的成就，与之相对应的是2020年在全球独占鳌头的经济增速。根据国际货币基金组织在6月份发布的2020年全球经济前瞻，中国是全球主要经济体当中唯一有可能取得年度正增长的国家。

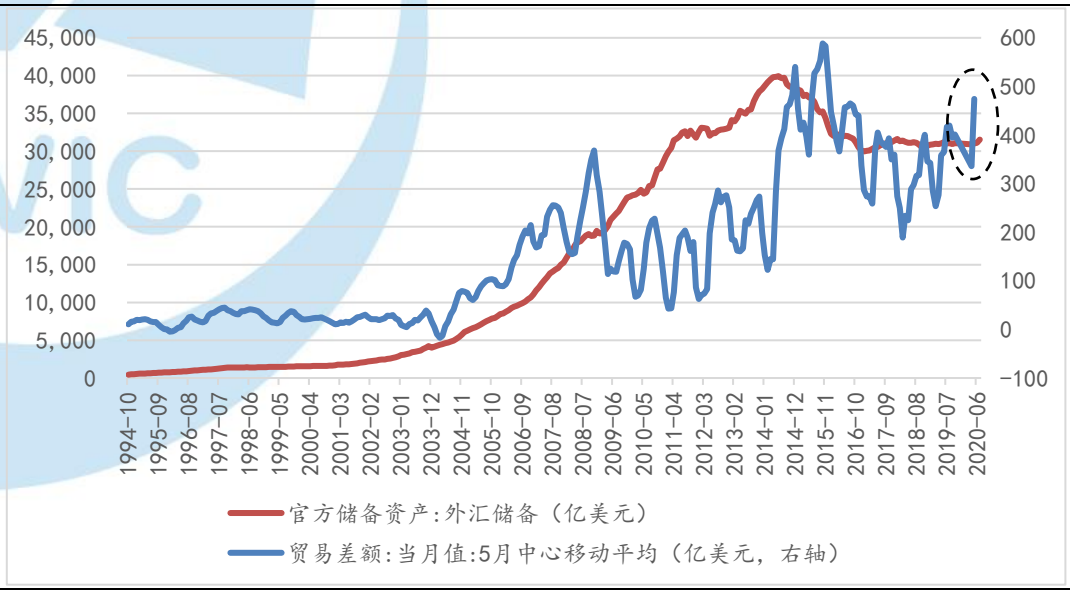
图5：IMF对2020年世界主要经济体GDP增速预测



资料来源：IMF，中航证券金融研究所

相对强劲的经济基本面提供了人民币升值的基础。我国制造业已经领先全球摆脱疫情的影响，由净出口增加导致的外汇储备上升也将对人民币升值提供支撑。

图6：贸易顺差与外汇储备高度相关



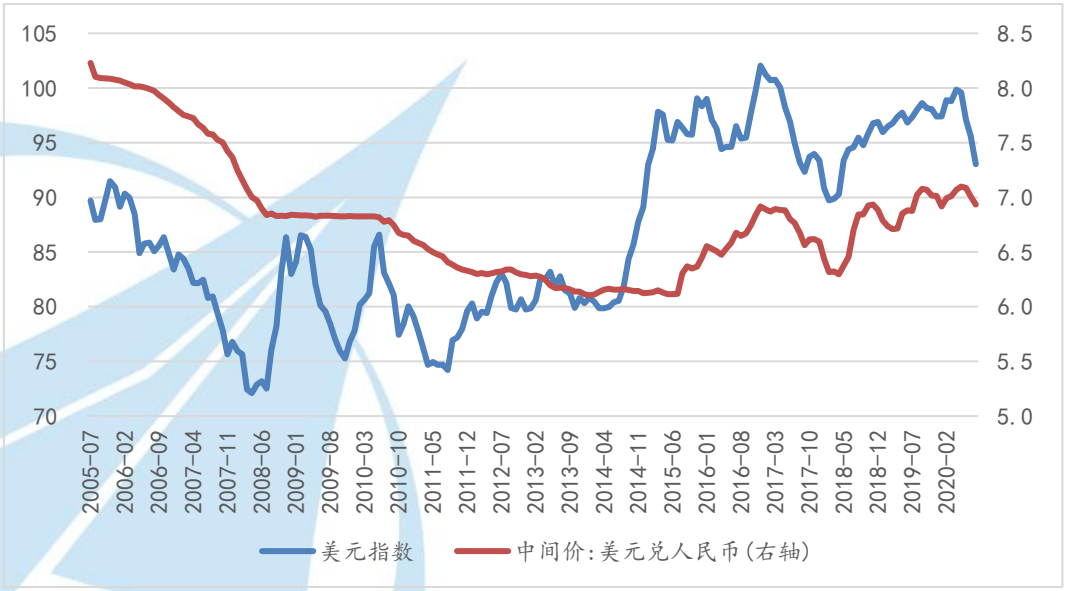
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

2，美国货币超发——购买力平价理论

人民币的强弱与美元直接相关。为了维持经济运行，美国再次背上了巨额新债务（2020 年美国财政赤字率可能超过 15%）。美国在新冠病毒大流行上的应对不利叠加美国二战以来最大规模的货币发行，是推动人民币与其它主要非美货币同步走强的重要原因，美元指数从 2020 年 3 月的 102.82 下跌到 9 月 2 日的 92.45。

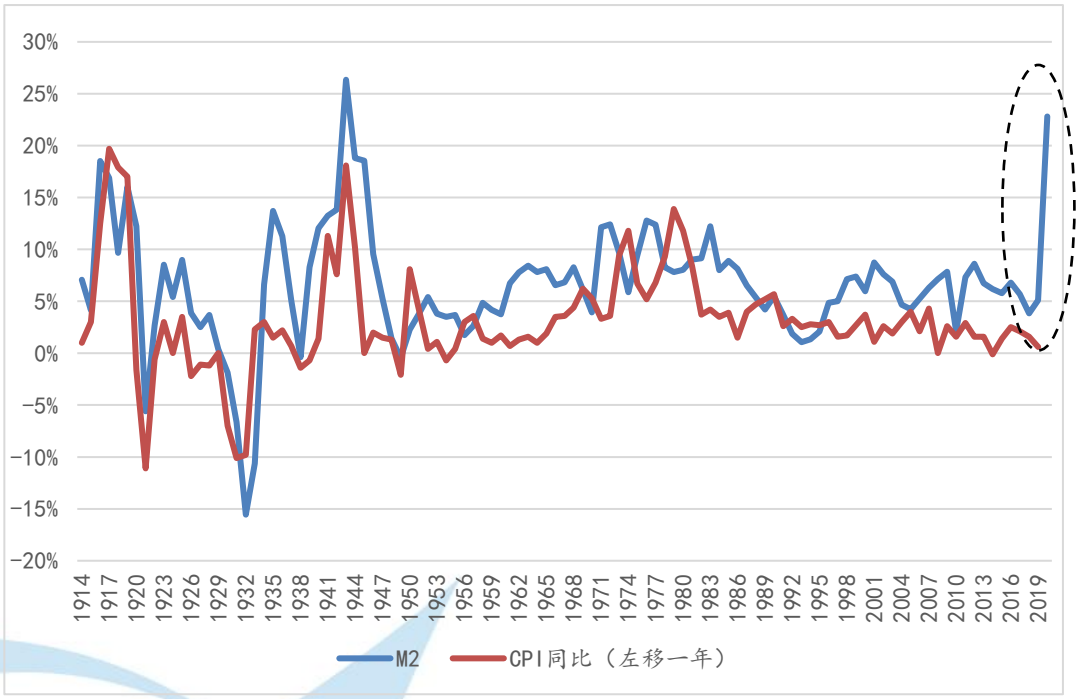
美国 7 月 M2 增速达到 23.3%，直逼 1943 年货币发行顶峰的 26.35%。过去如此大规模的货币发行曾经催生恶行通货膨胀。虽然 70 年代以来美国货币发行与通胀的相关性在降低，但无法排除美国此轮货币超发导致通胀超预期上升的可能性。根据购买力平价理论，高通胀国家的货币应该对低通胀国家货币贬值，这意味着美元存在进一步走弱的基础。

图 7：美元指数



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

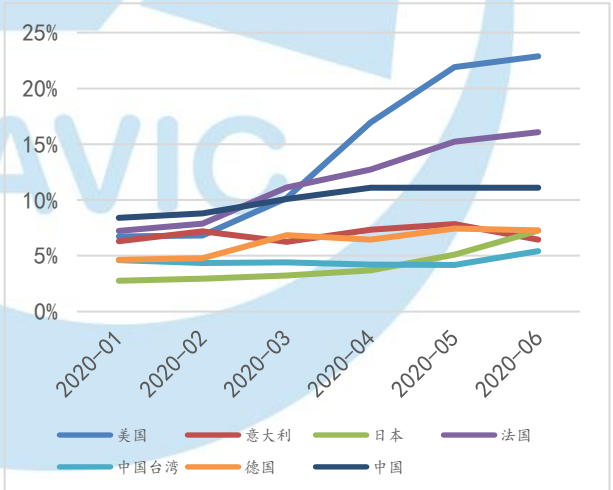
图 8：美国货币发行创二战以来新高，可能推升通胀水平



资料来源：NBER，Wind，中航证券金融研究所

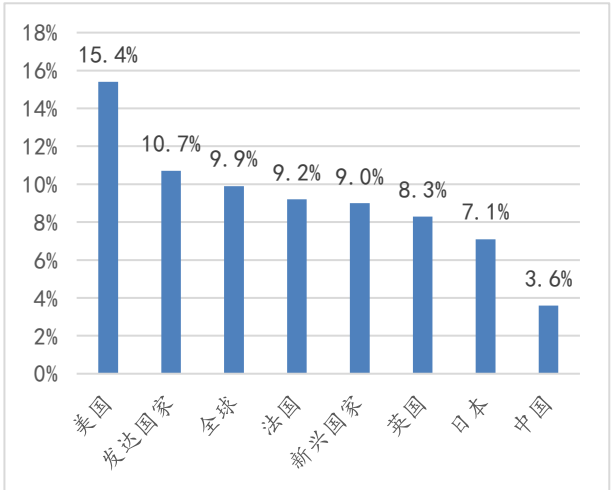
2020 年各国都推出了大规模的货币宽松政策。但我国一改持续高于发达国家和地区的货币宽松传统，货币政策保持了相当的节制。此外，根据 2020 年 5 月 24 日国家发改委秘书长丛亮在国务院新闻办公室举行新闻发布会上公布的数据，中国 2020 年拟安排赤字率为 3.6%，显著低于发改委测算的其它国家赤字率。虽然 3.6%为狭义赤字率，但我国在疫情冲击下保持相当的政策定力是非常明显的。

图 9：2020 年各国 M2



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

图 10：疫情冲击下 2020 年各国财政赤字预算

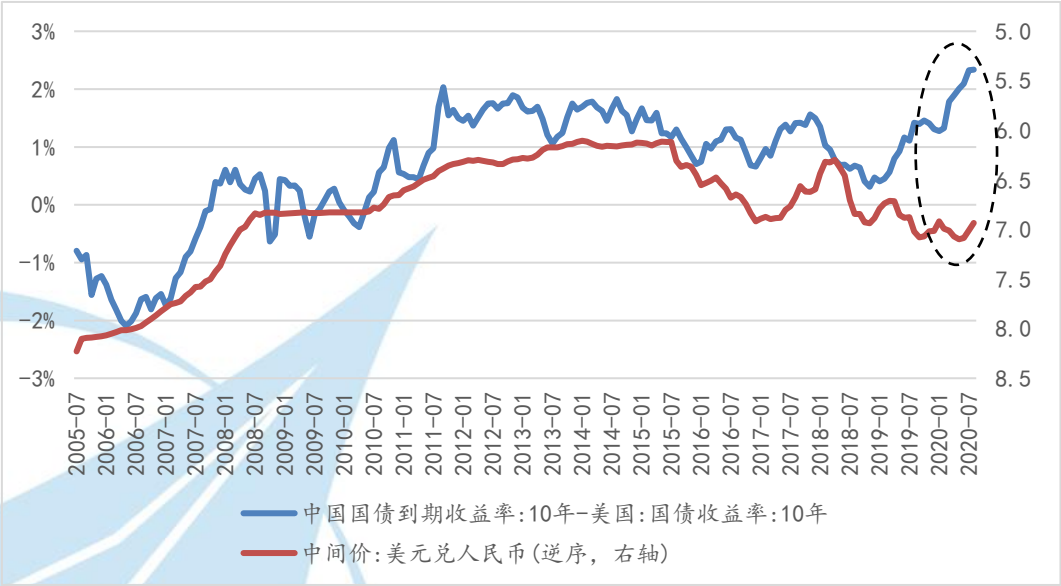


数据来源：中国国家发改委测算，中航证券金融研究所

3，中美利差——利率平价理论

从利率平价的角度出发，人民币兑美元汇率与中美利差高度相关。我国货币政策已经从应对疫情时的总量大幅宽松模式转为结构性宽松。中国的正利率将与其他主要经济体的零或负利率并存一段时间，这构成了人民币的优势。一方面，中国有更多政策空间可用来缓冲未来可能的冲击。另一方面，目前中国的债券收益率高于发达经济体，尤其是与日本和美国相比，利差使得中国债券对海外买家具有吸引力。目前利差与人民币汇率的剪刀差已经走廊，预示着人民币存在升值压力。

图 11：中美利率差与人民币美元汇率



资料来源：Wind，中航证券金融研究所

三，经济双循环和人民币国际化也将对人民币形成支撑

1，实施经济发展“双循环”战略有助于人民币走强

人民币升值并不是源于美国的施压，而是中国采取新的关键长期经济发展战略的结果。

过去几十年间，外部需求和出口竞争力是中国实现经济高速发展的关键因素。在对外贸易战略上，我们采取了出口导向型战略，即追求出口增长和贸易顺差。而在新形势下，面对新冠病毒大流行对经济造成的影响，以及美国特朗普政府大幅加大对中国高科技产业发展的限制，我国政府已经确定将推进“双循环”作为未来我国中长期发展战略，在这一战略指引下，我国将以供给侧结构性改革为主线，大力提升自身技术实力，同时持续激发国内需求，用强大的内需为经济稳定运行保驾护航，推动中国经济发展行稳致远，而我国基本面长期持续向好将为人民币汇率提供强有力的支撑

2，人民币“国际化”需要强势的货币

以国内流通为主体、扩大内需为基础的战略，并不意味着关闭国门。相反，这意味着在高水平上进一步扩大对外开放。而金融资源的跨境流通是高标准对外开放的一个重要方面。中国央行长期以来一直在推动扩大人民币在大宗商品贸易和与其他国家货币互换中的作用，积极推动人民币的国际化。尽管近年来人民币在全球发展中取得了重大进展，但它在全球货币体系中的份量仍然有限。外资目前仅持有大约 2%的人民币计价金融资产。

对于中国来说，加大对外直接投资是经济发展的必要手段。在新的经济发展格局中，中国正在从过去的鼓励大规模引进外商直接投资，转向加大引进外资与推动对外直接投资并行。从长远来看，强势的货币将有助于加快中国国内资本“走出去”，有利于推动中国的对外直接投资。同时，国内资本在全球话语权的不断提升也将助推人民币维持强势。

3，放松外汇市场干预为货币走强提供基础

从 2015 年 8.11 汇率改革开始，我国已经慢慢放开对外汇市场的干预，逐渐让市场供求来决定汇率水平，人民币汇率形成机制逐步过渡到由做市商参考“上一交易日收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”提供中间价报价，汇率弹性增强。汇率市场化改革为未来人民币的升值提供了基础。

为了鼓励更多境外资金参与我国金融市场，中国人民银行、国家外汇管理局在今年 5 月 7 日发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，明确并简化境外机构投资者境内证券期货投资资金管理要求。证券基金期货机构外资股比限制提前全面放开，6 家外资控股证券公司已顺利落地。QFII/RQFII 全面取消额度限制。开放是现代经济体系和成熟金融市场的基本特征，加快推进资本市场高水平双向开放，持续深化资本市场互联互通，有助于更好促进要素资源全球配置、便利跨境投融资活动和支持产业科技创新的重要功能。A 股与国际市场的双向开放不断提速，为 A 股带来持续的资金流入和投资者结构改善。

随着政策上的支持，预计今年海外资本净流入可能将大幅增加，推升人民币升值。

风险提示：美国货币政策收紧，中美摩擦超预期恶化，国内新冠疫情反复。

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

董忠云，SAC 执业证书号：S0640515120001，中国社会科学院金融学博士，中航证券首席经济学家，金融研究所所长。
成果，CFA，SAC 执业证书号：S0640520070001，波士顿大学工商管理硕士，中航证券金融研究所首席策略分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析员个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。