人民币汇率怎么看

——宏观经济周度观察

投资周报

近期人民币升值幅度较大，即期人民币兑美元汇率从 5 月 28 日的 7.1600 升至 9 月 4 日的 6.8393（本文人民币汇率均为直接标价法），其原因是什么？人民币汇率后续走势如何？

即期人民币汇率的变化可以表示为：即期收盘价-上期收盘价=（即期交易日收盘价-即期交易日中间价）+（即期交易日中间价-上期交易日收盘价）。我们用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响。美元指数会影响人民币兑美元中间价进而影响人民币兑美元的即期汇率。根据人民币兑美元中间价形成机制，为了“保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化”，当美元指数上升时，欧元、英镑、日元等货币对美元贬值，需要使人民币兑美元中间价调贬值。我们用“即期交易日中间价-上期交易日收盘价”来代表美元指数的作用，这不是纯粹的市场力量在影响人民币汇率。

通过对人民币升值因素分解，发现 6 月以来的人民币升值可以分为两个阶段。第一个阶段是 6 月、7 月。此段时间，人民币兑美元升值是因为美国疫情二次爆发，美元指数贬值导致的人民币兑美元中间价被动上调。同时，6 月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价虽为负值，但比较小，市场力量对人民币升值贡献只有约 10%。6 月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为正值，说明市场力量仍在拉动人民币贬值。虽然 5 月开始，中国货币政策事实上收紧，中美利差扩大，但中美关系等因素仍使人民币贬值压力存在。

第二阶段是 8 月初至 9 月 4 日。此段时间，人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为负值，说明中美利差扩大、贸易顺差增加、FDI 流入等市场力量是人民币升值的主因，贡献率接近 100%。8 月美国每日新增新冠肺炎病例再次减少，美国相对欧洲的经济优势扩大，美元贬值幅度减弱，不再是人民币兑美元升值的主要原因。

后续人民币汇率走势如何？短期来看，中美经济相对力量变化源于中美疫情错位。中国先爆发疫情且处理方式果断而有效，经济恢复超出市场预期，货币政策已逐渐正常化，最终中国经济相对美国先恶化后改善，人民币兑美元先贬值后升值。8 月以来，美国每日新增新冠肺炎病例再次下滑，美国经济逐步改善，中国相对美国的经济优势减弱，中美长端利差也可能缩小。另外，美国疫情好转、经济改善，而欧洲疫情则再次恶化，美国经济相对欧洲重新获得优势，美元指数或将触底反弹。因此，短期来看，人民币升值趋势放缓，甚至贬值压力重现。长期来看，疫情不可避免地会对美国经济产生深远影响，比如大量企业破产、债务风险加大、永久失业人口增加、经济逐渐“僵尸化”，这使美国的自然利率中枢较疫情前下滑，美联储将在相当长一段时间内维持低利率，美国和欧洲、日本等其他经济体系的利差也回不到疫情前，美元可能进入下行周期。但这并不意味着未来人民币兑美元一定会长期、大幅升值，因为随着疫情的影响减弱，2021 年一季度之后，中国经济增速将再次下滑。

- **风险提示：政策落实不及预期；海外疫情长期化**

刘娟秀（分析师）
liujuanxiu@xsdzq.cn
证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）
xingshuguang@xsdzq.cn
证书编号：S0280520050003

相关报告

投资周报：企业盈利扩散
2020-8-30

投资周报：股票市场如何影响贫富差距
2020-8-23

投资周报：经济或将加快修复
2020-8-16

投资周报：出口增速超预期，经济修复再添新动力
2020-8-9

投资周报：经济修复动力依然充足
2020-8-2

投资周报：存在股债“跷跷板效应”吗
2020-7-26

投资周报：中国季度 GDP 超过美国了吗
2020-7-19

投资周报：经济修复再添扰动项
2020-7-12

投资周报：6 月经济数据预测：雨季难改经济修复
2020-7-5

目 录

1、 人民币汇率怎么看 3
1.1、 近期人民币升值的原因 3
1.2、 后续人民币汇率走势如何 4
2、 海外经济与市场流动性观察 5
3、 国内高频数据观察 6
3.1、 生产指标缓慢修复 6
3.2、 商品房销量连续上升 7
3.3、 原油价格下降 7
3.4、 货币市场利率下降 8
3.5、 人民币兑美元升值 9

图表目录

图 1: 人民币汇率变动中的市场力量贡献率 4
图 2: 美国相对经济欧洲优势或驱动美元指数短期反弹 5
图 3: 美国 ECRI 领先指标增长年率由负转正 5
图 4: 纽约联储每周经济指数继续回升 5
图 5: TED 利差不变 6
图 6: VIX 大幅上升 6
图 7: 铜金比回升 6
图 8: 美国高收益债利差微升 6
图 9: 汽车半钢胎开工率微涨 7
图 10: 二线城市商品房周销量继续上升 7
图 11: 猪肉价格微降 8
图 12: WTI 原油期货价格下降 8
图 13: 货币市场利率下降 9
图 14: 美元指数回升 10
图 15: 人民币汇率升值 10

表 1: 人民币兑美元升值因素分解 3
表 2: 央行公开市场操作（2020.8.31-2020.9.4） 9

1、 人民币汇率怎么看

近期人民币升值幅度较大，即期人民币兑美元汇率从 5 月 28 日的 7.1600 升至 9 月 4 日的 6.8393（本文人民币汇率均为直接标价法），其原因是什么？人民币汇率后续走势如何？

1.1、 近期人民币升值的原因

即期人民币汇率的变化可以表示为：即期收盘价-上期收盘价=（即期交易日收盘价-即期交易日中间价）+（即期交易日中间价-上期交易日收盘价）。我们用“即期交易日收盘价-即期交易日中间价”表示市场力量对人民币汇率的影响。

美元指数的构成不包含人民币兑美元汇率，美元指数的贬值并不一定意味着人民币兑美元在市场上是贬值的。美元指数从 6 月初的 98 下降到 8 月末的 92，但美元对新兴市场货币指数一直在 130 附近波动，这说明美元对欧元等货币贬值的同时，对新兴市场整体货币没有明显的贬值。

但是，美元指数会影响人民币兑美元中间价进而影响人民币兑美元的即期汇率。根据人民币兑美元中间价形成机制，为了“保持人民币对一篮子货币稳定所需的汇率变化”，当美元指数上升时，欧元、英镑、日元等货币对美元贬值，需要使人民币兑美元中间价调贬值。我们用“即期交易日中间价-上期交易日收盘价”来代表美元指数的作用，这不是纯粹的市场力量在影响人民币汇率。

通过对人民币升值因素分解，发现 6 月以来的人民币升值可以分为两个阶段。第一个阶段是 6 月、7 月。此段时间，人民币兑美元升值是因为美国疫情二次爆发，美元指数贬值导致的人民币兑美元中间价被动上调。同时，6 月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价虽为负值，但比较小，市场力量对人民币升值贡献只有约 10%。6 月人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为正值，说明市场力量仍在拉动人民币贬值。虽然 5 月开始，中国货币政策事实上收紧，中美利差扩大，但中美关系等因素仍使人民币贬值压力存在。

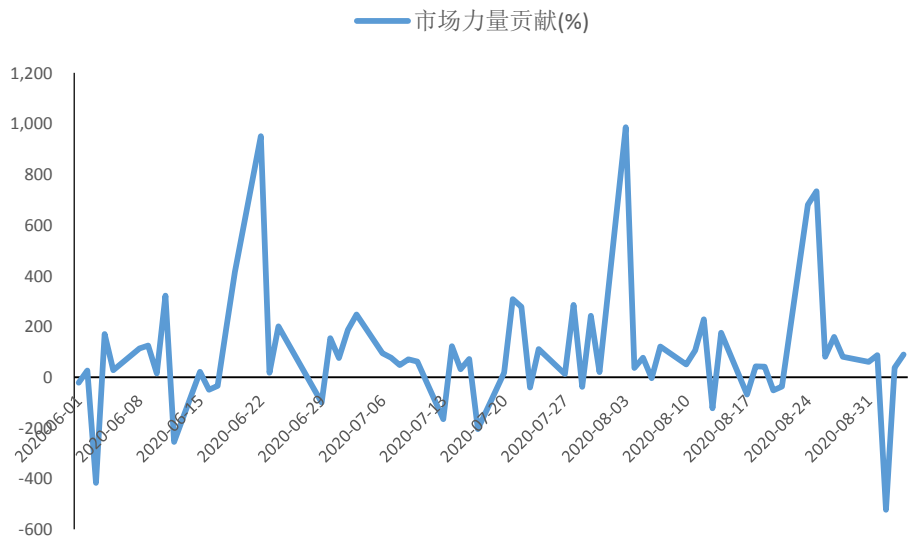
第二阶段是 8 月初至 9 月 4 日。此段时间，人民币兑美元的即期交易日收盘价减即期交易日中间价为负值，说明中美利差扩大、贸易顺差增加、FDI 流入等市场力量是人民币升值的主因，贡献率接近 100%。8 月美国每日新增新冠肺炎病例再次减少，美国相对欧洲的经济优势扩大，美元贬值幅度减弱，不再是人民币兑美元升值的主要原因。

表1： 人民币兑美元升值因素分解

时间	人民币兑美元收盘价变动（BP）	汇率收盘价-中间价(BP)	市场贡献（%）	美元贡献（%）
6.1-6.30	-714	-73	10.22	89.78
7.1-7.31	-947	659	-69.59	169.59
8.1-9.4	-1401	-1361	97.14	2.86

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图1： 人民币汇率变动中的市场力量贡献率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

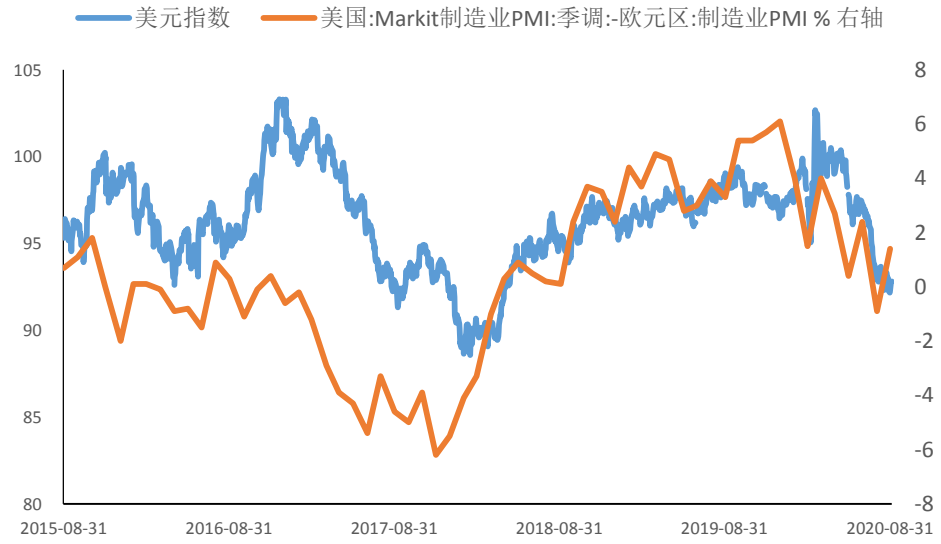
1.2、 后续人民币汇率走势如何

汇率很难预测，本文仅供参考。未来人民币兑美元走势仍取决于两部分，一是中美经济力量的对比，二是美元指数，这主要取决于美欧经济力量的对比。

短期来看，中美经济相对力量变化源于中美疫情错位。中国先爆发疫情且处理方式果断而有效，经济恢复超出市场预期，货币政策已逐渐正常化，最终中国经济相对美国先恶化后改善，人民币兑美元先贬值后升值。8 月以来，美国每日新增新冠肺炎病例再次下滑，美国经济逐步改善，中国相对美国的经济优势减弱，中美长端利差也可能缩小。另外，美国疫情好转、经济改善，而欧洲疫情则再次恶化，8 月美欧 PMI 之差重新扩大，美国经济相对欧洲重新获得优势，美元指数或将触底反弹。

因此，短期来看，人民币升值趋势放缓，甚至贬值压力重现。长期来看，疫情不可避免地会对美国经济产生深远影响，比如大量企业破产、债务风险加大、永久失业人口增加、经济逐渐“僵尸化”，这使美国的自然利率中枢较疫情前下滑，美联储将在相当长一段时间内维持低利率，美国和欧洲、日本等其他经济体系的利差也回不到疫情前，美元可能进入下行周期。但这并不意味着未来人民币兑美元一定会长期、大幅升值，因为随着疫情的影响减弱，2021 年一季度之后，中国经济增速将再次下滑。

图2： 美国对欧洲经济优势或驱动美元指数短期反弹



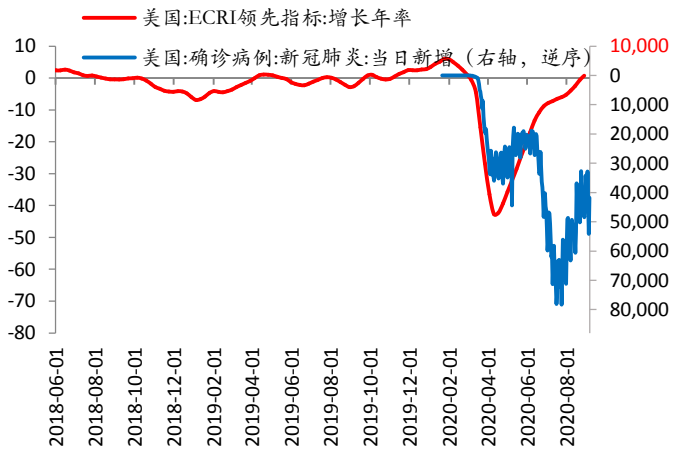
资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 海外经济与市场流动性观察

美国经济继续改善。8 月 28 日当周，美国 ECRI 领先指标增长年率为 0.7%，自疫情冲击之后首次由负转正，前值为-0.6%；纽约联储每周经济指数（WEI）为-4.4%，前值由-4.9%下修至-5.3%。美国 8 月 22 日当周初次申请失业金人数为 88.1 万人，低于预期的 95 万人，较前值 101.1 万人下降。

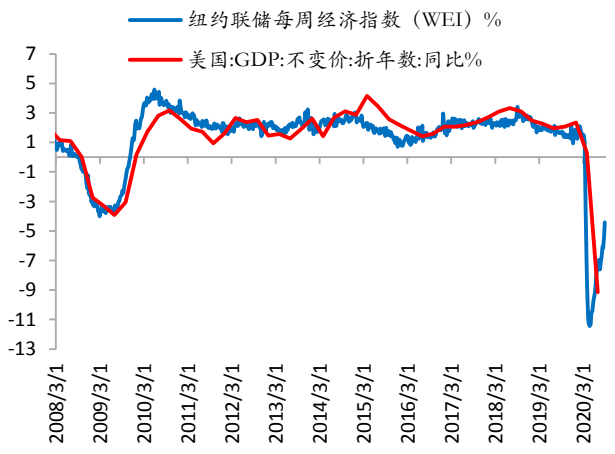
上周美国金融市场恐慌情绪加剧，VIX 大幅上升至 30.75。流动性压力基本不变，Ted 利差与前周周五持平。美国信用风险小幅上升，高收益企业债利差从 5.00%升至 5.04%。

图3： 美国 ECRI 领先指标增长年率由负转正



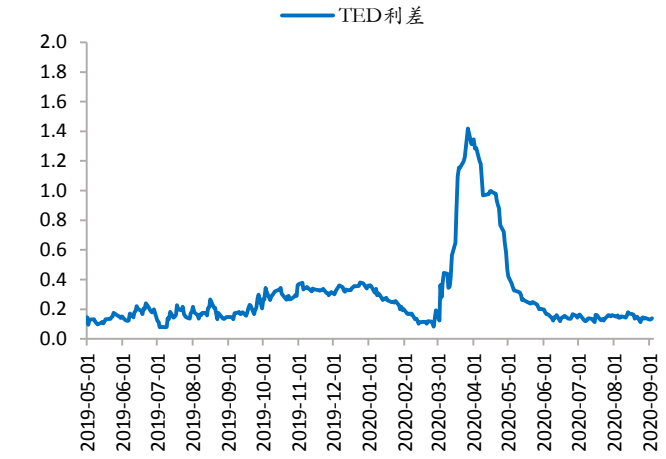
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 纽约联储每周经济指数继续回升



资料来源：Wind，纽约联储，新时代证券研究所

图5： TED 利差不变



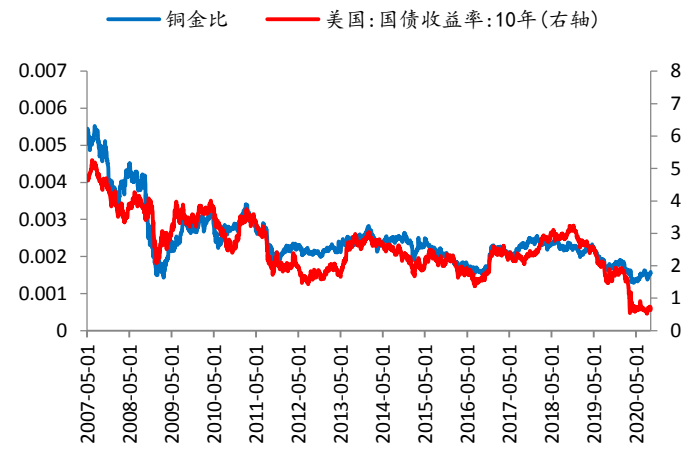
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图6： VIX 大幅上升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图7： 铜金比回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图8： 美国高收益债利差微升



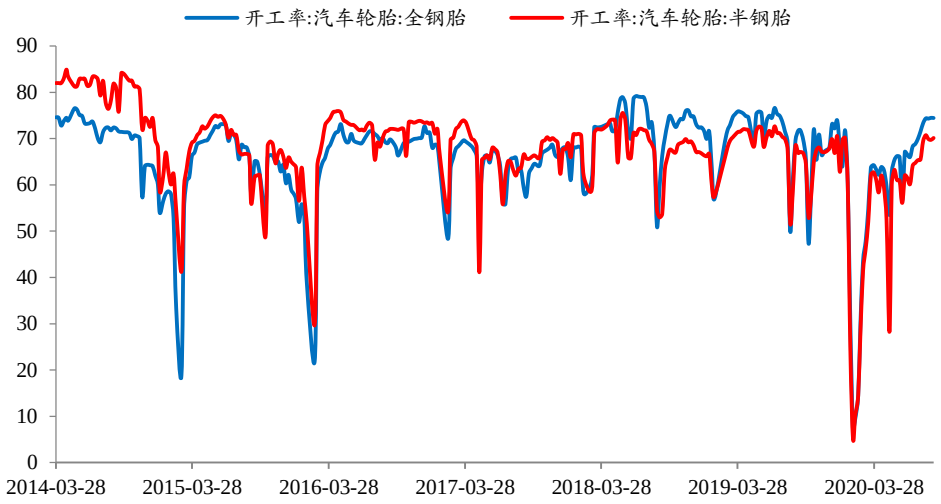
资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、 国内高频数据观察

3.1、 生产指标缓慢修复

上周，生产指标基本与前周持平，整体缓慢修复。100 家焦化企业开工率为 74.59%，较上周基本持平。汽车全钢胎开工率与前值持平，半钢胎开工率微涨 0.6 个百分点。

图9： 汽车半钢胎开工率微涨

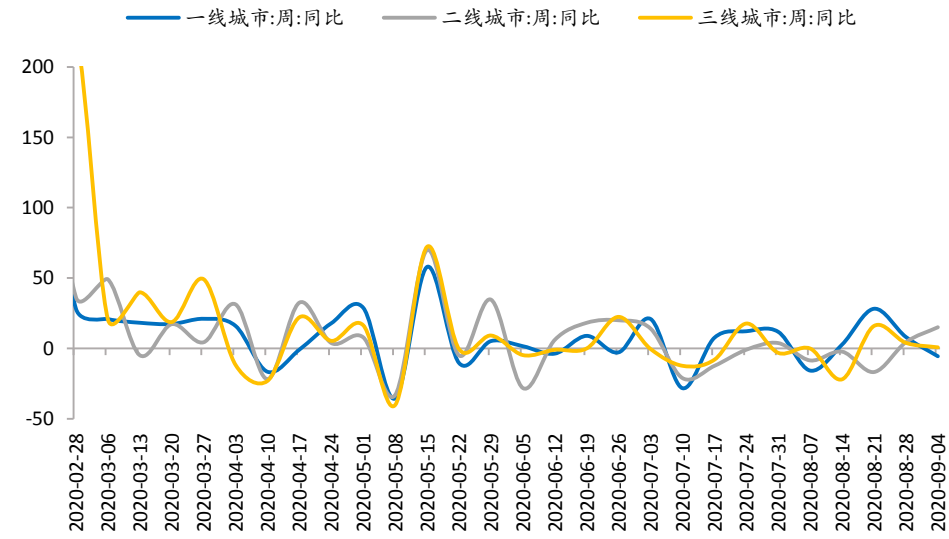


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.2、 商品房销量连续上升

上周，30 大中城市商品房日均成交面积为 58.3 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 55.7 万平方米上升。30 大中城市商品房成交面积周同比增速从 5.3%回落至 4.7%，其中，一、三线城市商品房销售面积同比增速继续回落至-5.5%和 0.8%，二线城市同比增速进一步回升至 15.1%。

图10： 二线城市商品房周销量继续上升



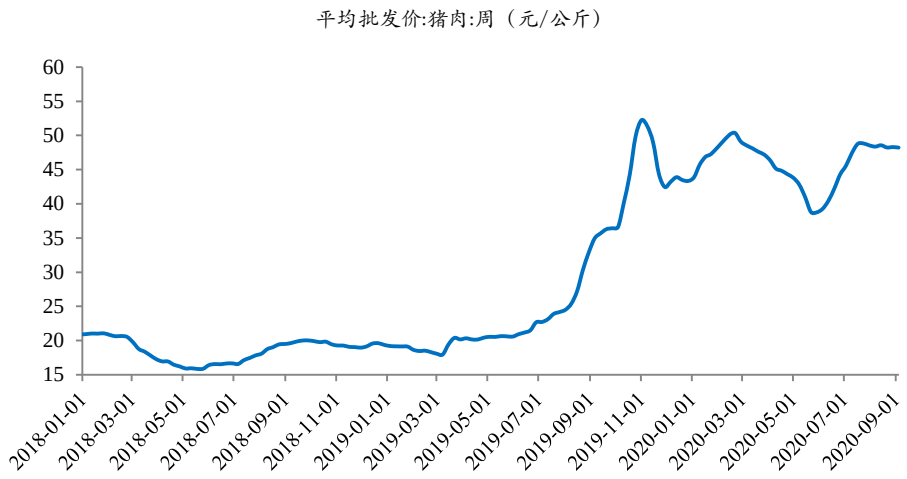
资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

3.3、 原油价格下降

上周，物价继续分化，28 种重点监测蔬菜价格环比微涨 0.5%，增速由前值(5.1%)

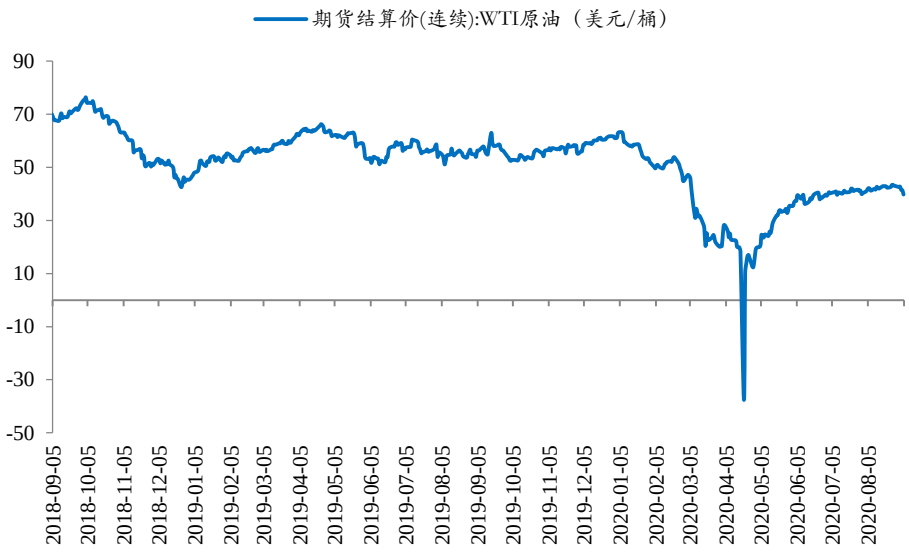
放缓。7 种重点监测水果价格环比-1.2%，价格连续七周下降。猪肉批发价环比微降 0.2%，增速前值为 0.1%。原油价格大幅下降，其中，WTI 原油价格环比下降了 7.5%，布油价格环比下降了 5.3%，增速前值分别为 1.5%、1.6%。钢材库存上升，钢价微降，螺纹钢期货价格下降 1.7%。

图11： 猪肉价格微降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图12： WTI 原油期货价格下降



资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.4、 货币市场利率下降

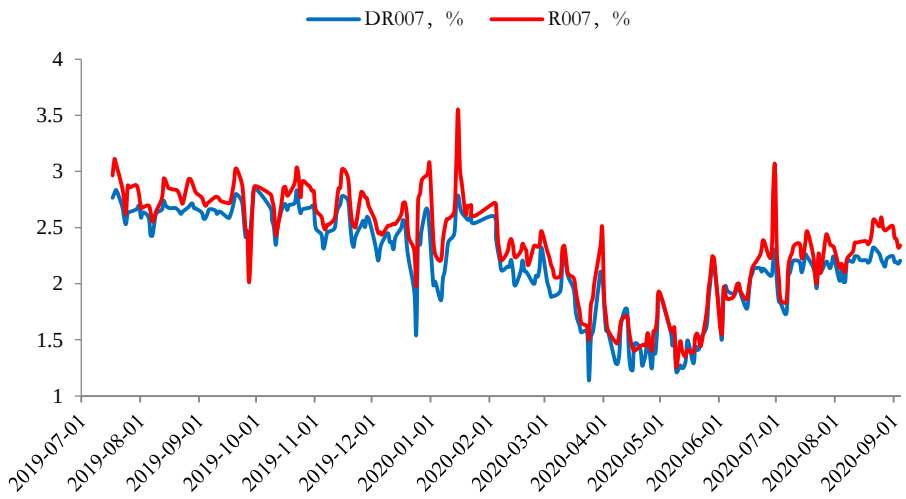
上周，央行进行了总计 2800 亿元逆回购操作，带动货币市场利率整体下降，DR007 一周下降 2BP，R007 一周下降 14BP。

表2： 央行公开市场操作（2020.8.31-2020.9.4）

日期	央行公告
2020 年 8 月 31 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 8 月 31 日人民银行以利率招标方式开展了 200 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 1 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 1 日人民银行以利率招标方式开展了 200 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 2 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 2 日人民银行以利率招标方式开展了 200 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 3 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 3 日人民银行以利率招标方式开展了 1200 亿元逆回购操作。
2020 年 9 月 4 日	为维护银行体系流动性合理充裕，2020 年 9 月 4 日人民银行以利率招标方式开展了 1000 亿元逆回购操作。

资料来源：中国人民银行，新时代证券研究所

图13： 货币市场利率下降

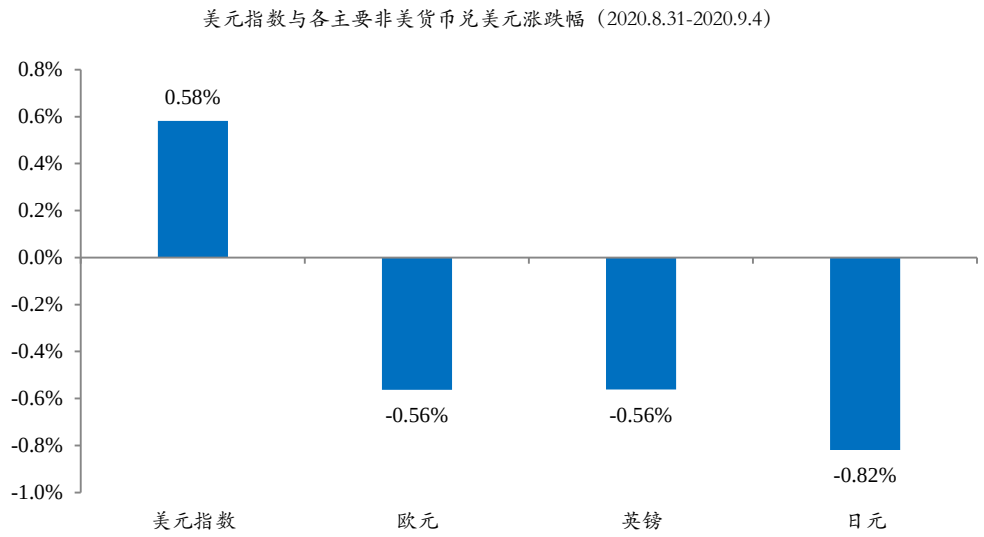


资料来源：Wind，新时代证券研究所

3.5、 人民币兑美元升值

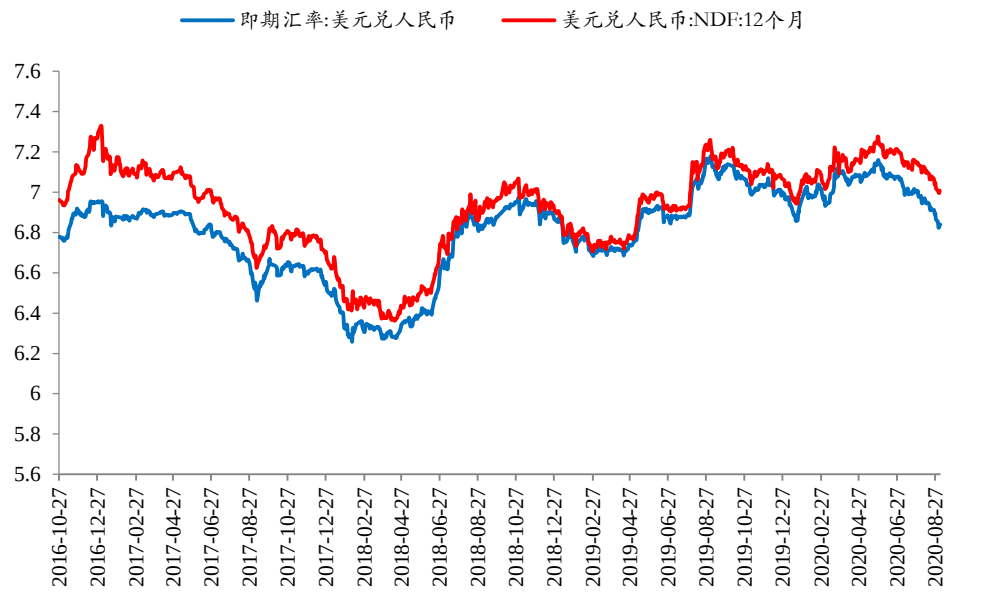
上周，美元小幅修复，美元指数上升 0.6%至 92.82。非美货币方面，欧元、英镑和日元兑美元分别贬值 0.6%、0.6%、0.8%。但是人民币兑美元汇率一周升值 0.38%。

图14： 美元指数回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图15： 人民币汇率升值



资料来源：Wind，新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，多年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/