



华融证券股份有限公司
HUARONG SECURITIES CO., LTD.

人民币汇率升值可持续吗？



伍戈
华融证券首席经济学家

二零一七年

- 人民币汇率近期表现
- 人民币有那么“好”吗？
- 美元有那么“坏”吗？
- 中期看人民币汇率

只有人民币兑美元升值吗？

图1a: 人民币与发达国家主要货币的走势（兑美元汇价，上年收盘价=100）

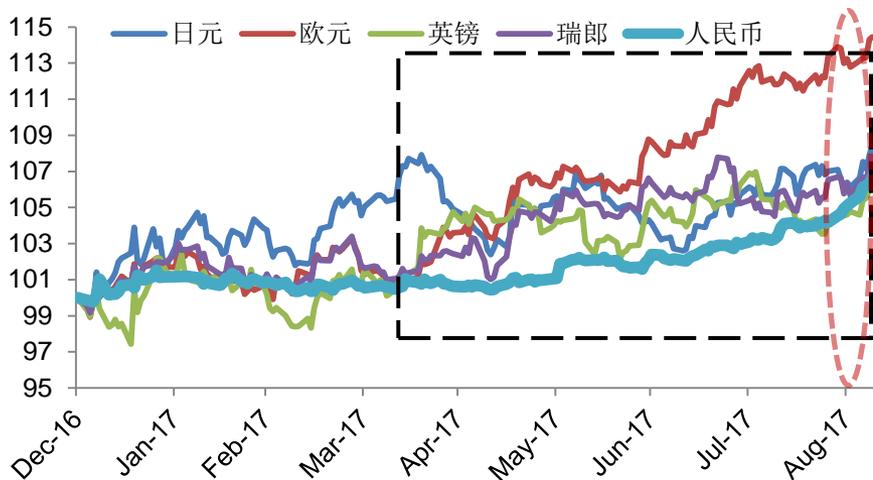
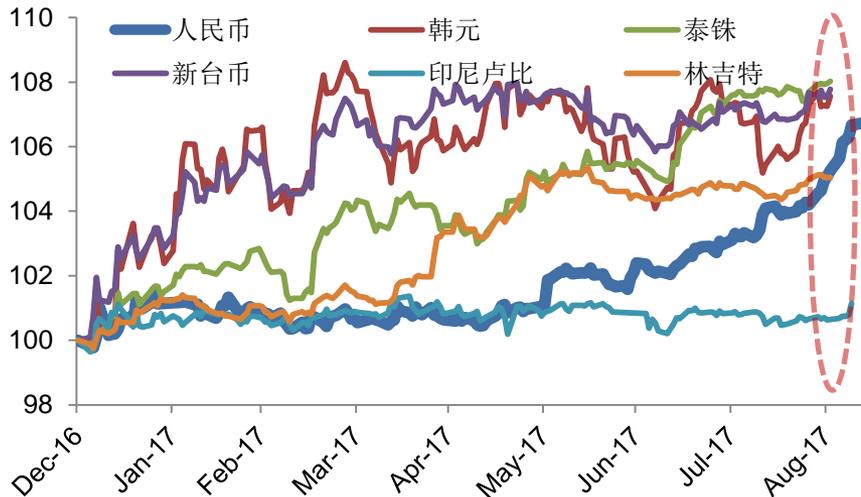


图1b: 人民币与新兴市场国家货币走势（兑美元汇价，上年收盘价=100）

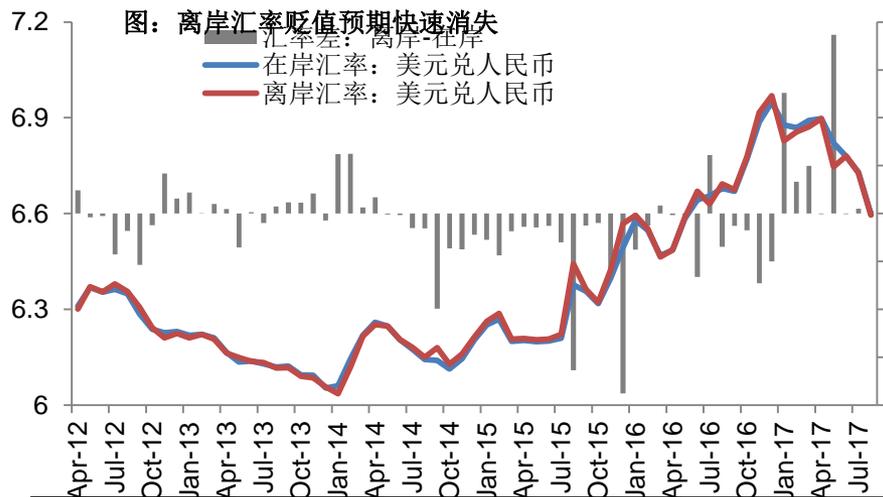
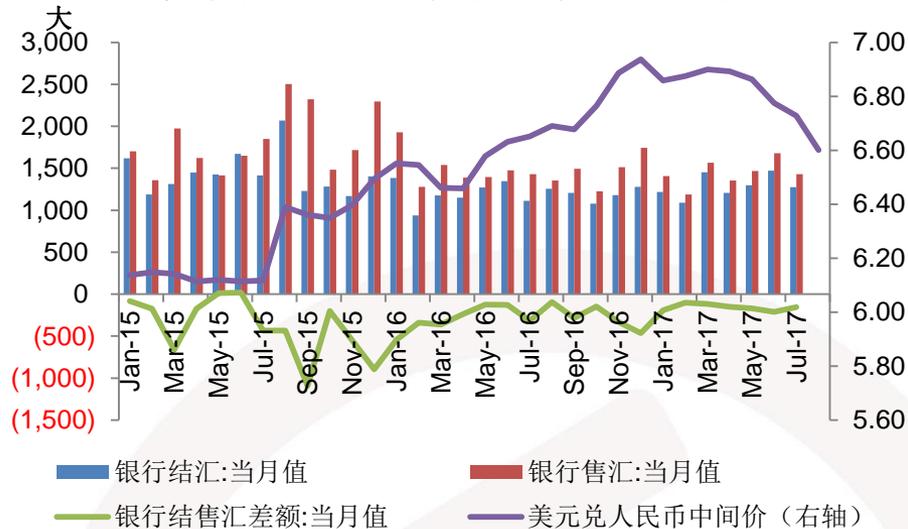


- 年初以来，人民币兑美元汇率逆转过去贬值趋势开始企稳回升；进入8月以来人民币兑美元升值近4%；
- 今年全球主要发达经济体货币兑美元均有不同幅度升值，其中欧元兑美元3月开始显著抬升，累计升值超过13%。
- 新兴经济体货币上半年兑美元也有升值，但下半年开始表现较为稳定；
- 2017年上半年美元走弱是本轮人民币升值的大背景，全球主要货币兑美强势；
- 进入8月份，在全球货币保持稳定的情况下人民币快速升值，不能用美元走弱来解释。

市场预期贬值预期收窄

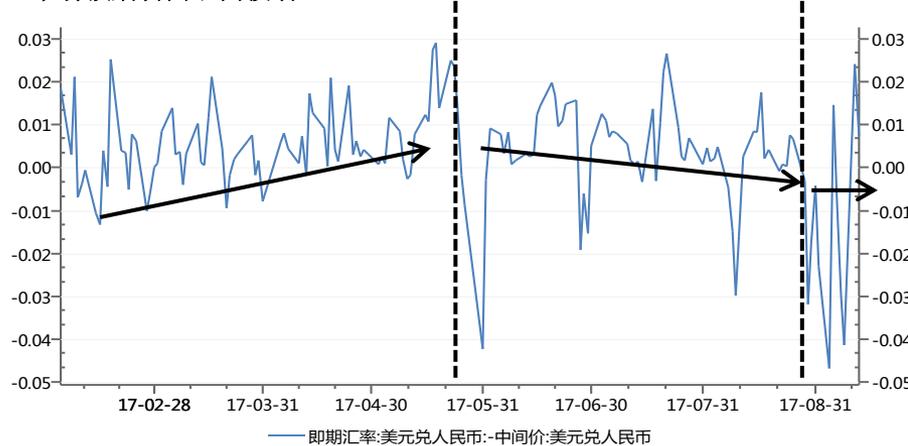


图：人民币贬值预期期间结售汇数量大，升值期间结售汇波动不大



图：离岸汇率贬值预期快速消失

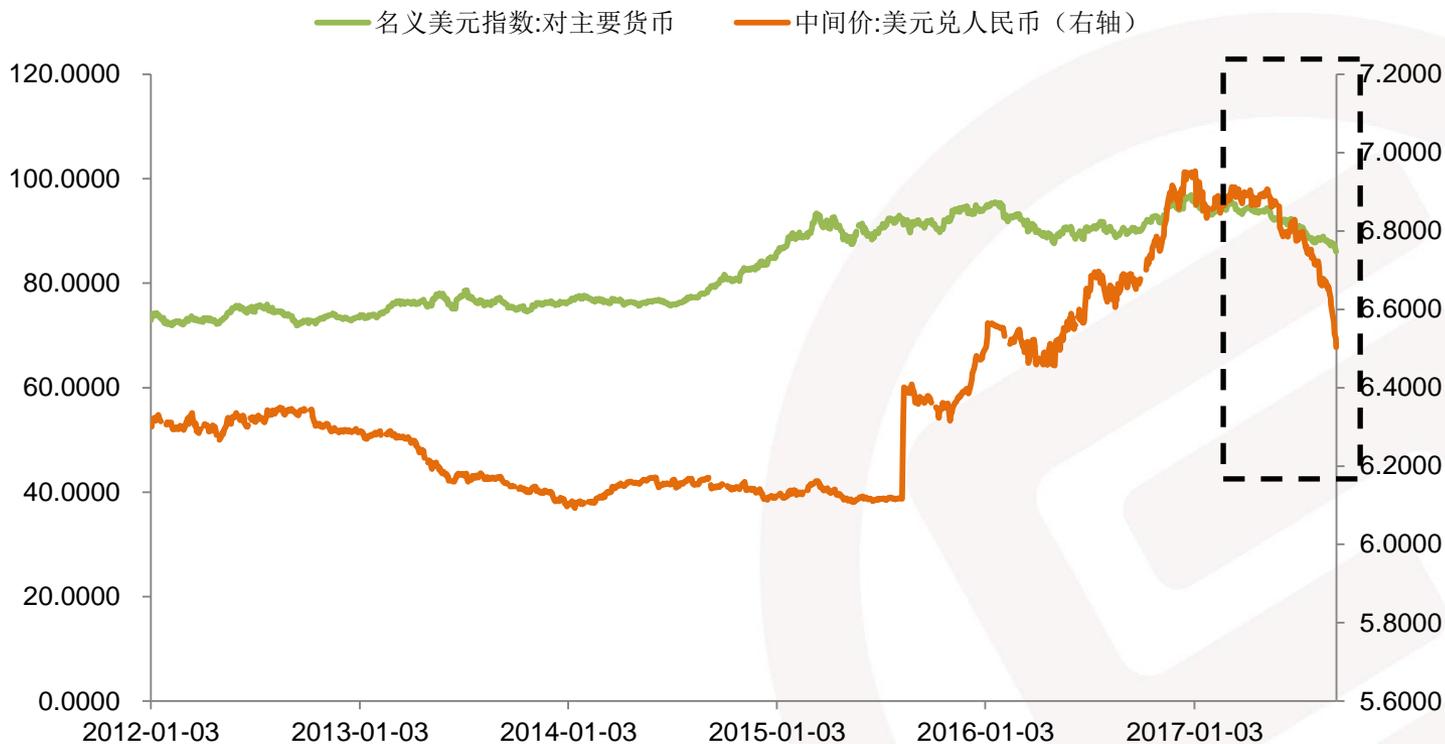
图7：市场预期转向双向波动



人民币汇率与美元指数：同向不同步

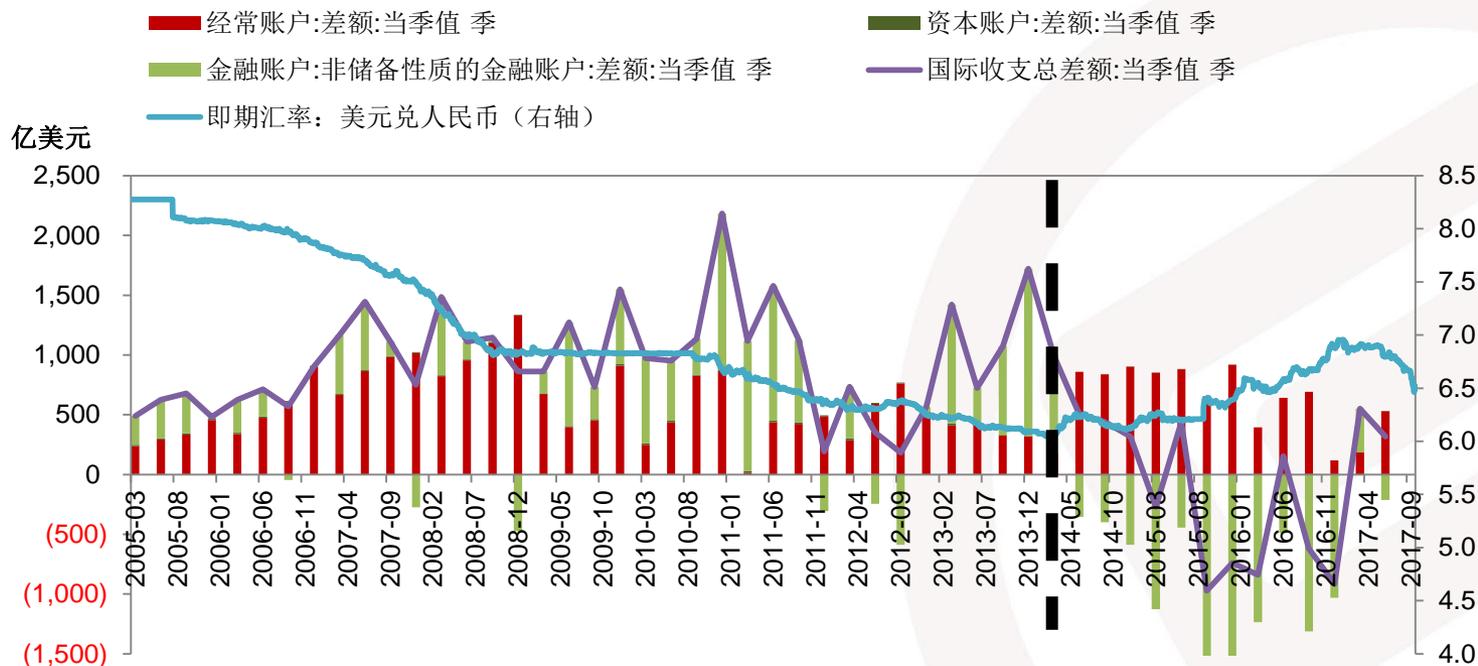
- 长期以来，美元指数强弱很大程度影响人民币走向；今年年初至今，美指走弱，同时人民币呈现加速升值；
- 特别的，进入8月之后人民币升值幅度已经超过美指跌幅，显示市场对中国经济的看好不仅来自于对美国的悲观情绪。

图3：人民币汇率与美元指数近期偏离



- 2014年二季度之前，经常账户与金融账户双顺差，人民币处于升值通道；2014年5月之后，金融账户呈现逆差，人民币进入贬值通道。
- 2015-2016年，金融账户逆差超过贸易顺差，国际收支为负，人民币贬值预期较强；
- 2017年上半年，金融账户逆差收窄，经常账户处于历史地位，但国际收支呈现顺差，给人民币汇率升值带来支撑。

图2：金融账户逆差收窄给人民币带来升值动力



中美经济基本面：人民币很“好”，美元很“坏”？

图4a：中美经济增长率对比

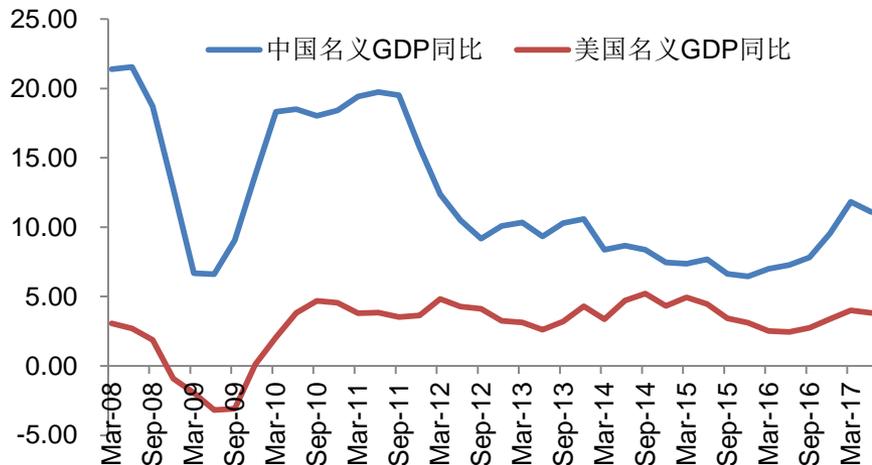
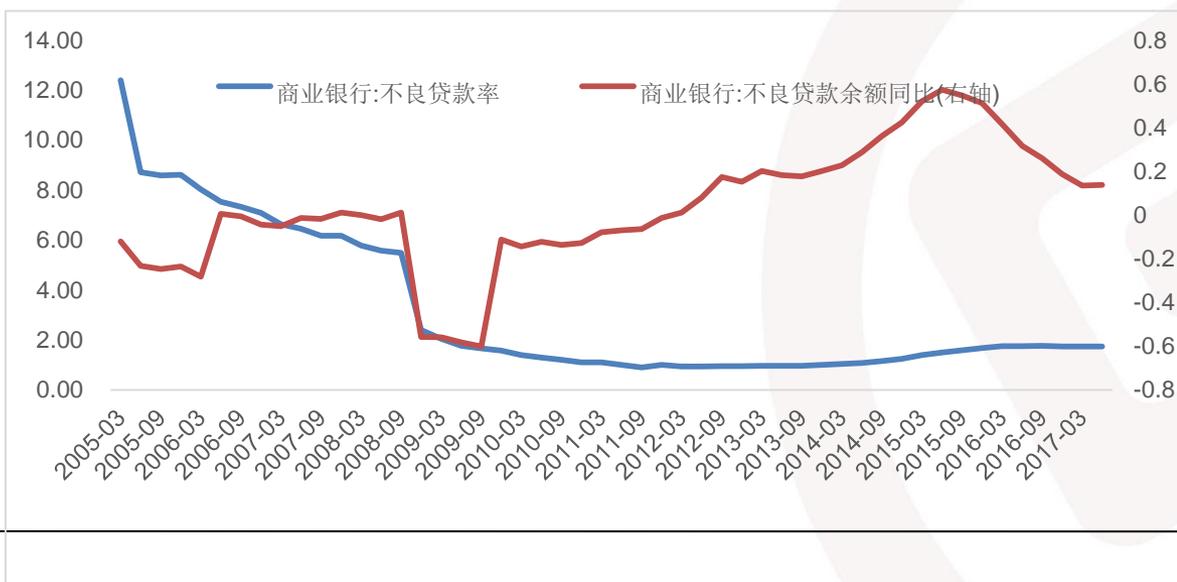


图4b：中、美长期利率背离，利差走阔



- 中国上半年实现实际GDP6.9%超预期增长，叠加走高的通胀率，名义GDP对比美国明显走高；
- 中美十年期国债收益率年初开始背离，利差走阔，市场对中国经济保持乐观同时对美国经济信心不足；

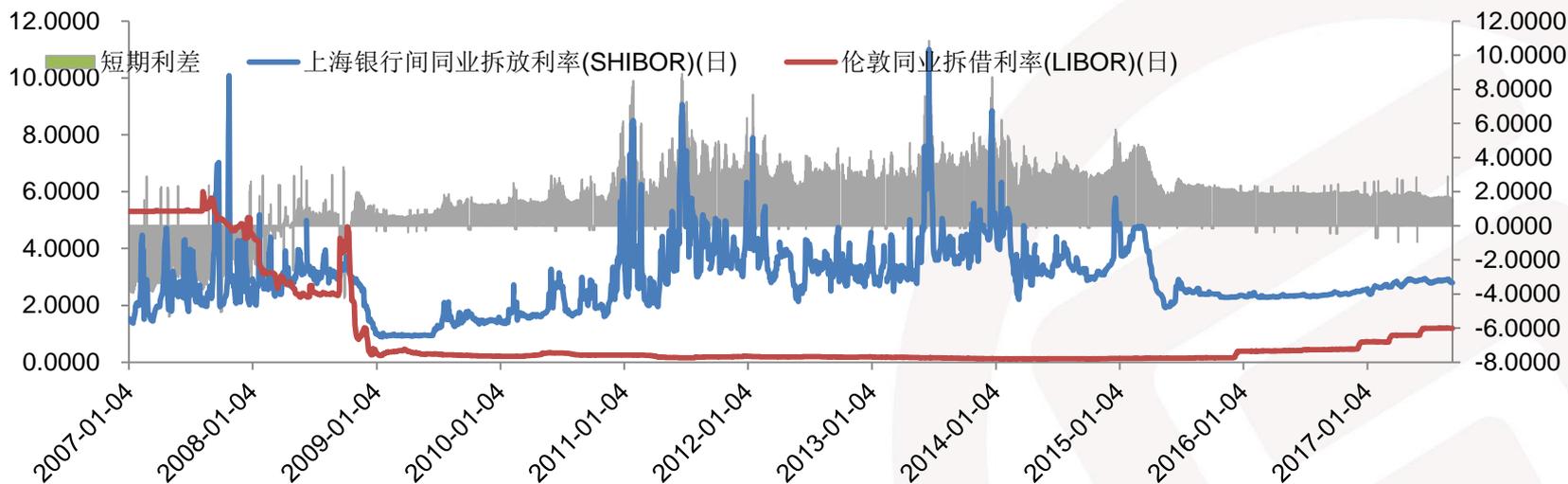
人民币有那么“好”吗？



人民币有那么“好”吗？

- 中美短期货币市场利率同步，同业拆借利率缓慢提升。短期利率利差维持收窄趋势
- 中国保持稳健中性的货币政策，而美联储自去年开始加息，今年已经加息两次，9月份还有缩表计划；

5b: 中、美短期利差趋同，处于低位



美国经济有那么坏吗？

图4a: 中美股市

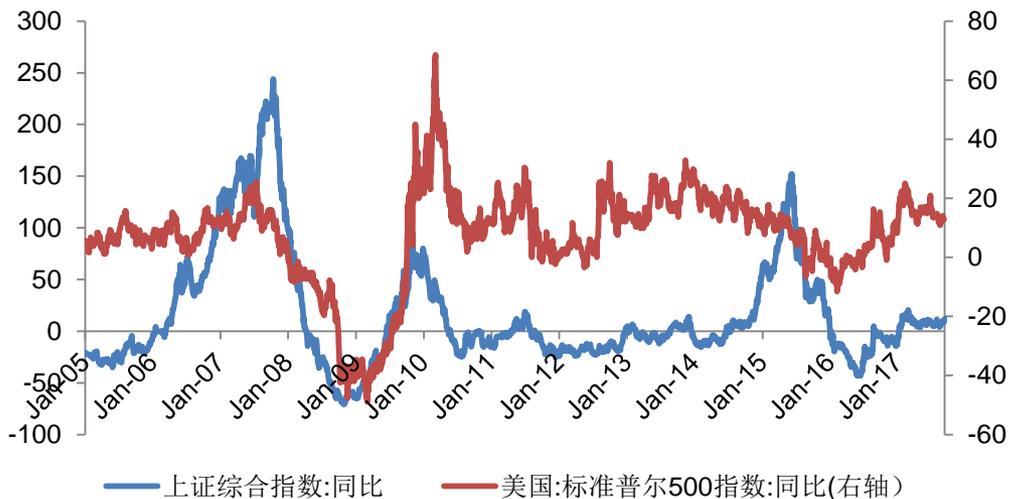


图4b: 美元指数与美国GDP在世界比重紧密相关



- 本轮人民币升值的主要来自于相对于其他经济体增长超预期，美国经济相对走弱；
- 中国经济上半年超预期，使得人民币主导市场力量，带动近两个月的人民币升值；
- 美国各项宏观指标依然做好，美联储缩表即将开启，欧元区退出QE步伐或许放缓，美指走弱未必持续；
- 中国下半年经济预期放缓，经济进入平稳震荡，难以实现超预期反弹增长；
- 市场预期跟随高频、近期数据，起到了推波助澜的作用：2015年加速贬值，今年二季度以来加速升值；当下市场预期进入多空平衡状态，难以进一步推动人民币升值；
- 中长期看来人民币继续升值的空间有限。



更多信息资料，请扫描二维码