

## 第一财经研究院人民币指数月报

### 人民币还会继续走强吗？

#### 摘要

近期，人民币汇率呈现强势走势。在7月31日至9月17日的区间内，第一财经研究院名义人民币指数（NEER）由87.81上升至90.67，升幅达到3.3%；央行公布的CFETS人民币汇率指数在7月31日至9月18日区间内由91.42上升至94.12，升幅达到近2.95%。

8月至今，人民币几乎对所有世界主要经济体货币升值。在发达经济体中，人民币对英镑和瑞士法郎的升值幅度最大，分别为4.7%和3.6%，对美元、日元、欧元的升值幅度均超过3%。在新兴市场经济体中，人民币兑土耳其里拉升值幅度最大，达到12%。

我们认为人民币走强背后主要有三方面的原因：一是中国的经济活

动率先在全球新冠疫情中恢复；二是中国央行在此轮疫情中保持了稳健的货币政策；三是中国近期旺盛的融资需求抬升了中国与主要经济体之间的无风险利率利差。

展望人民币兑美元未来走势，我们认为在美国第二轮财政刺激处于僵局的情况下，美联储也将采取“按兵不动”的策略，因此美元指数可能在当前 93 的点位上停留更长时间，而美元兑人民币汇率可能在短期继续升至 6.6 至 6.7 区间。美元指数近期走势疲弱，引人关注。自 3 月美元指数达到 103 的年内高点至今，美元指数的区间跌幅已达到 8.9%。从美元兑主要指数成分货币来看，年内美元兑欧元贬值 3.9%，兑日元贬值 3.4%，兑英镑升值 2.6%。

## 正文

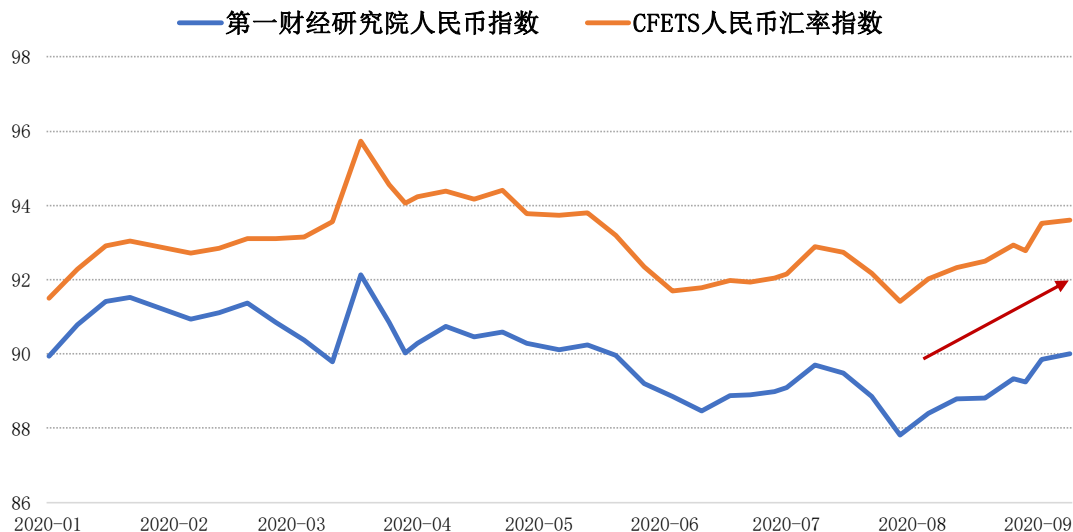
## 一、人民币汇率呈现强势

近期，人民币汇率无论是兑一篮子货币还是兑美元均呈现强势走势。

从兑一篮子货币来看，第一财经研究院名义人民币指数（NEER）自7月底开始快速上升趋势，在7月31日至9月17日区间内，指数由87.81上升至90.67，升幅达到3.3%。

央行公布的CFETS人民币汇率指数在7月31日至9月18日区间内由91.42上升至94.12，升幅达到近2.95%。

图1 人民币有效汇率指数走势



来源：Wind、第一财经研究院

在8月1日至9月18日期间，人民币几乎对世界所有主要经济体升值。在发达经济体中，人民币对英镑和瑞士法郎的升值幅度最大，分别为4.7%和3.6%，对美元、日元、欧元的升值幅度均超过3%。在新兴

市场经济体中，人民币兑土耳其里拉升值幅度最大，达到 12%，对墨西哥比索小幅贬值，贬值幅度为 0.9%。

图 2 人民币兑主要发达经济体货币汇率变化（8.1-9.18）

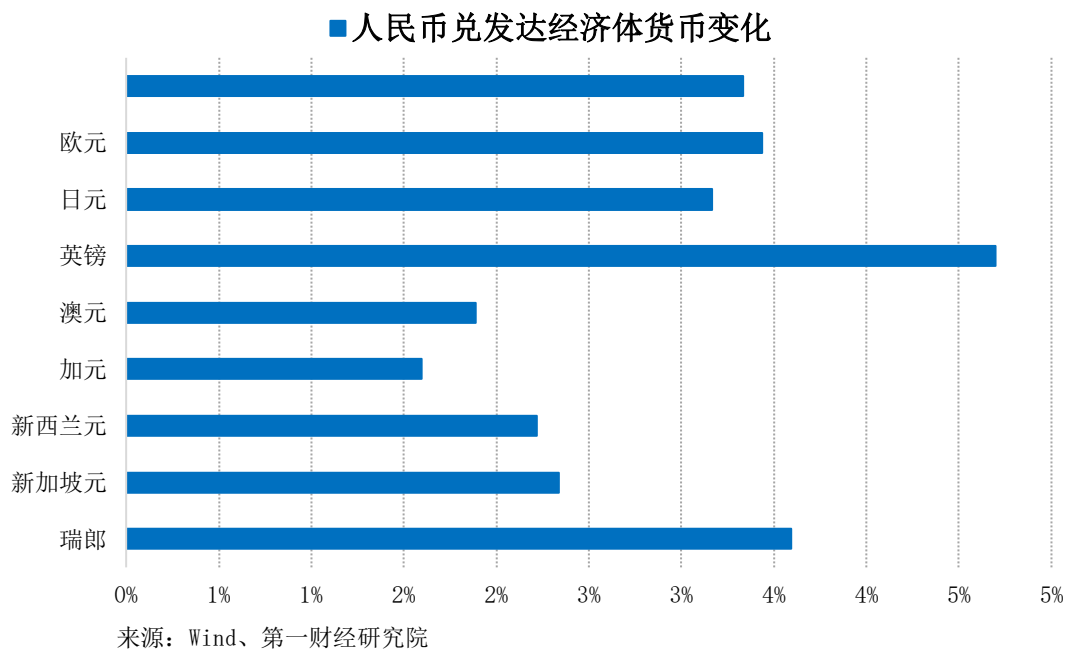
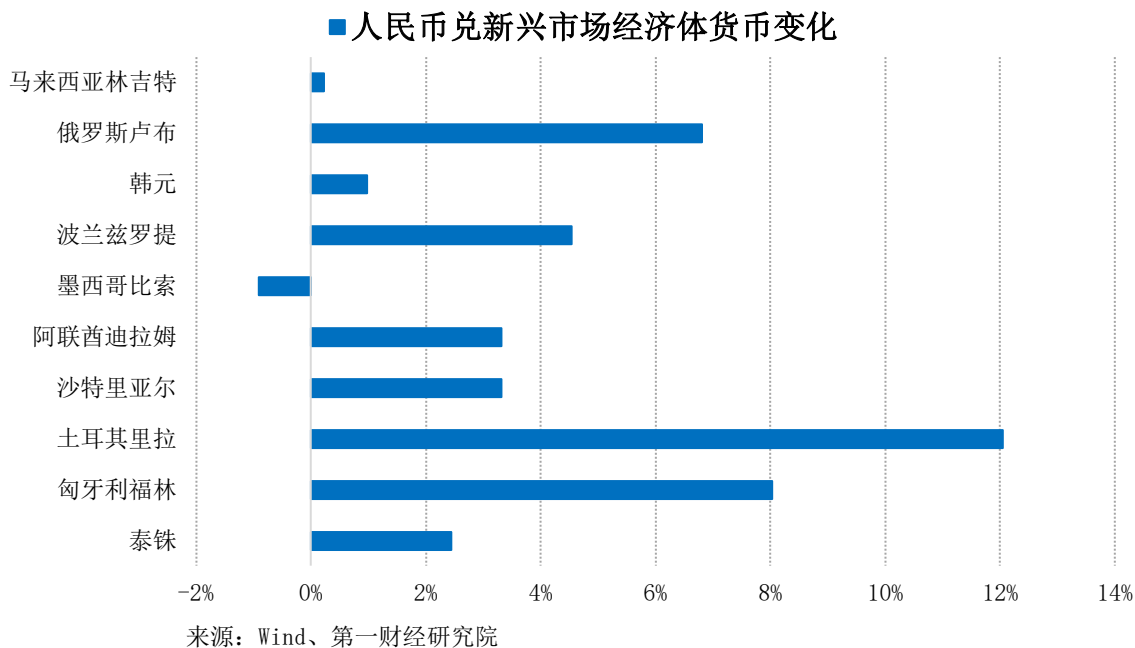


图3 人民币兑主要新兴市场经济体货币汇率变化（8.1-9.18）



## 1. 人民币汇率强势升值的背后因素

一国汇率变动背后存在多个驱动因素，但究其根本，一国经济的基本面、货币政策立场以及与他国无风险利率的利差是决定汇率变动的主要因素。

### 1.1 中国的经济活动率先在全球新冠疫情中恢复

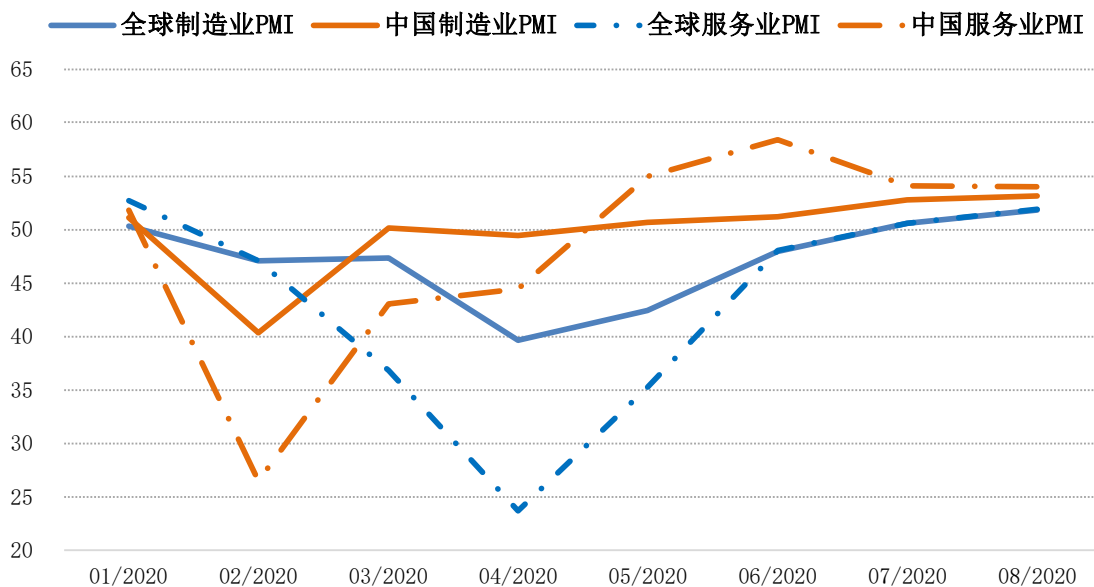
从经济基本面来看，中国此次在全球新冠疫情中的表现可圈可点，并率先实现了经济活动的正常化。

从Markit发布的PMI指数来看，对比全球和中国在制造业PMI和服务业PMI上的走势，我们可以发现以下两个特点：

- 1) 对比全球（4月）和中国（2月）在疫情高峰时期的表现，我们可以发现无论是制造业还是服务业，中国PMI指数的下挫程度均小于世界平均水平。

- 2) 在疫情高峰期过后，中国的制造业和服务业 PMI 以更快速度恢复至 50 荣枯线以上，并稳定在全球平均水平上方。

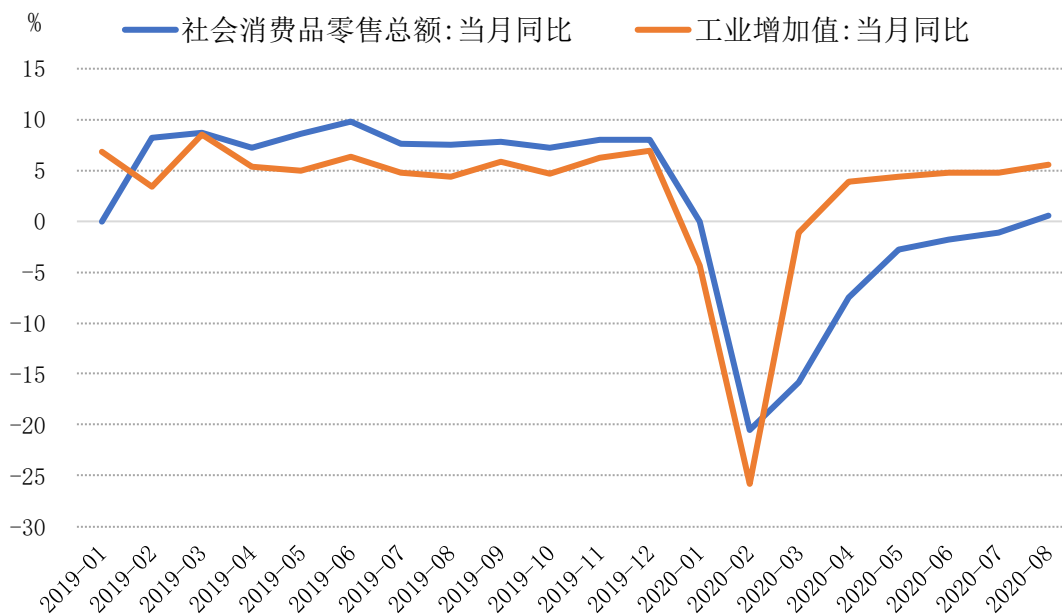
图 4 全球 PMI 与中国 PMI 走势对比



来源：Wind、第一财经研究院

中国经济活动的快速恢复也反映在统计局所公布的经济数据中。8月，中国工业增加值同比增速达到 5.6%，已接近 2019 年的平均增速水平。与工业生产率先恢复形成鲜明对比的是疲弱的消费数据，8 月社消零售同比增速仅为 0.5%，虽然与去年平均水平相比仍有一定距离，但已脱离了负增长区间。

图 5 中国工业增加值与社消零售增速



来源: Wind、第一财经研究院

## 1.2 中国央行在此轮疫情中保持了稳健的货币政策

在此次新冠疫情中，全球经济都遭受重创。为对冲疫情本身以及防疫措施对经济的负面影响，无论是发达经济体还是新兴市场经济体都采取了积极的财政、货币措施。

与世界主要经济体相比，中国在采取有效防疫措施的基础上，保持了较为稳健的货币政策。从短端来看，中国央行年内下调公开市场操作（OMO）利率和中期借贷便利（MLF）利率 30bp；从中期利率来看，一年期 LPR 利率下降 30bp，五年期 LPR 利率下降 15bp。中国人民银行行长易纲在多个公共场合表示要“珍惜正常的货币政策空间”。

表 1 主要经济体货币政策一览

	美国	欧元区	日本	英国	中国
利率政策	3月，美联储将联邦基金利率由1.25%-1.5%区间降至零利率下限，降息幅度为125bp。	未降息	未降息	3月，英格兰银行将贴现利率由0.75%下降至0.1%，降息幅度为65bp。	短端OMO利率与MLF利率下降30bp；一年LPR利率下降30bp，五年期LPR利率下降15bp。
资产购买计划	3月16日，美联储提出将在未来数月购买至少5000亿美元国债和2000亿美元资产抵押证券。 3月23日，美联储退出“无限宽松”政策。	将在2021年6月前额外购买1.35万亿欧元的资产，种类包括国债、公司债、资产抵押证券等。	将在2020年9月前增加购买总计2万亿日元的商业票据和公司债；在1年内增加购买6万亿日元的ETF以及900亿日元的J-REIT。	将购买总计6450亿英镑的国债和投资级非金融公司债。	

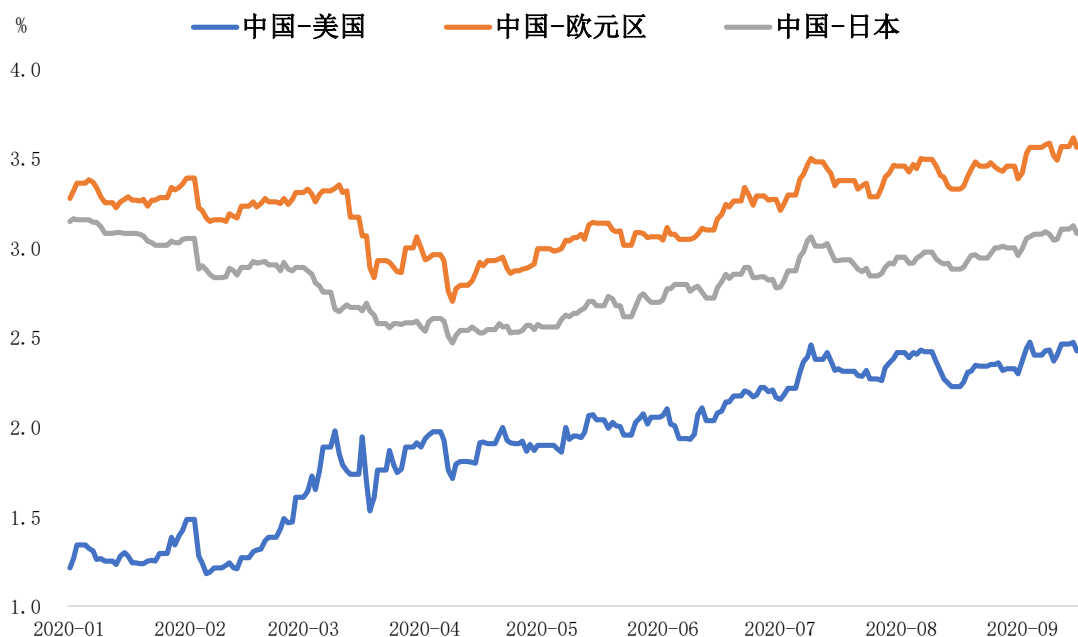
来源：各央行公告、第一财经研究院

### 1.3 近期旺盛的融资需求抬升了无风险利率

截至9月18日，中国与美国十年期国债之间的利差达到242bp，达到历史高点；中国与欧元区、日本十年期国债之间的利差也创下近年来高点，分别为359bp和309bp。



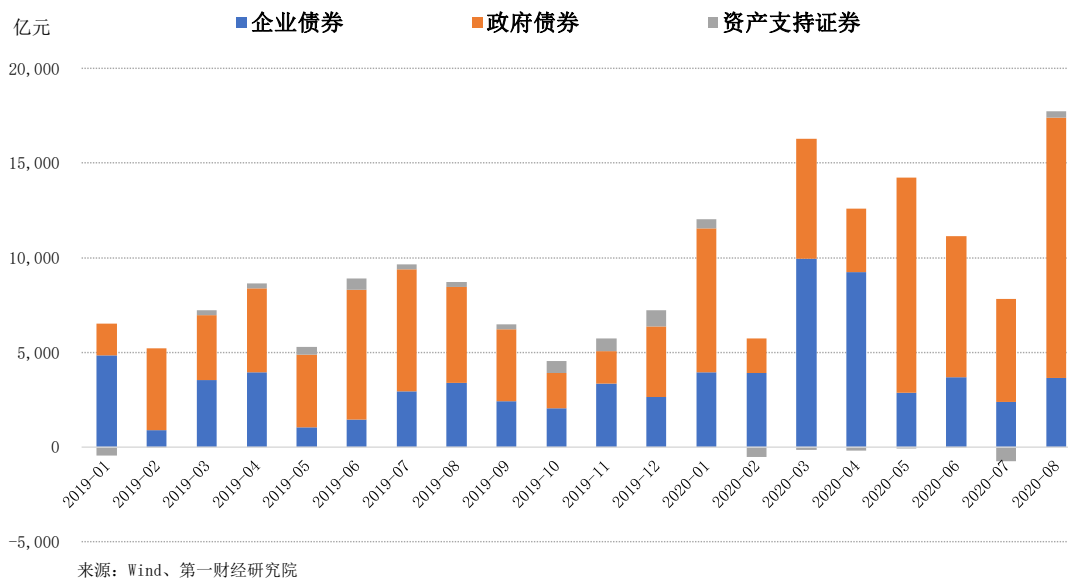
图6 中国与主要发达经济体之间的十年期国债利差



来源：Wind、第一财经研究院

中国无风险利率快速上升的背后是旺盛的融资需求与较为紧张的资金供给。从社融数据来看，今年疫情爆发以来，直接融资占新增社融的平均比例逼近50%，而在债券融资中，政府债券（包括国债和地方政府债）是融资的主要主体。在5月和8月，地方政府债（包括一般政府债和地方专项债）的发行规模创下1.3万亿和1.2万亿的历史高点。

图 7 中国每月债券融资分布

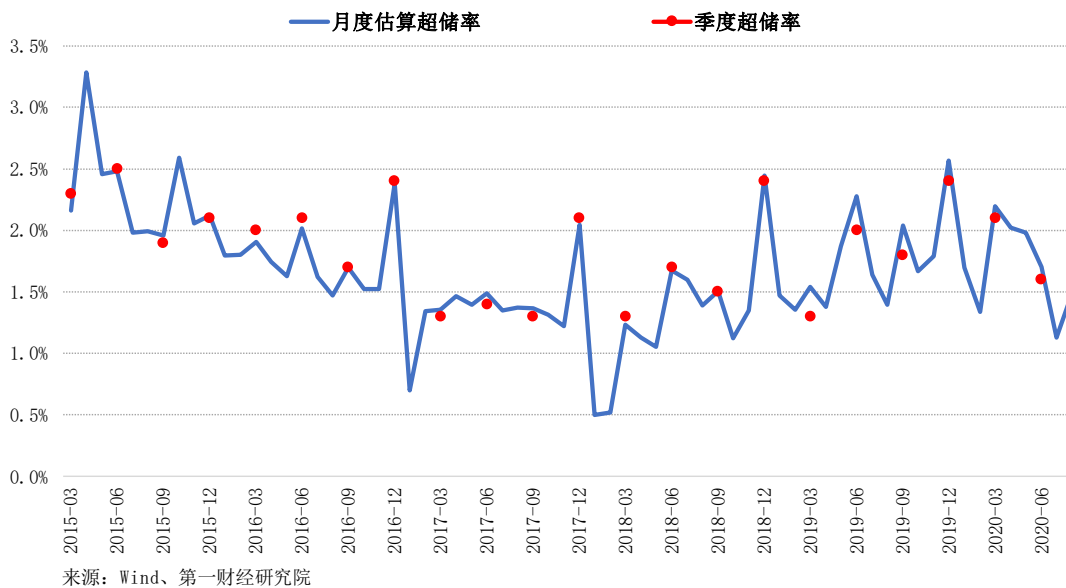


从资金供给来看，由于中国央行采取与美联储完全不同的货币政策制度，并且存款准备金依然是央行调节基础货币的重要工具，因此仅观察央行资产负债表的规模并不能反映货币政策力度。

根据我们的测算，在今年3月至8月期间，央行通过降准投放流动性9500亿元，通过公开市场操作以及MLF净投放流动性3900亿元，总计净投放流动性仅约为1.34万亿元。与旺盛的融资需求相比，央行的资金供给显示出期限短、不稳定的特点，导致无风险利率快速上升。

金融市场的流动性紧张局面可以通过一系列数据进行佐证，包括商业银行超储率降至历史低位、银行同业存单发行利率逼近MLF利率等。

图 8 月度估算超储率与季度超储率



## 2. 人民币走强能持续多久？

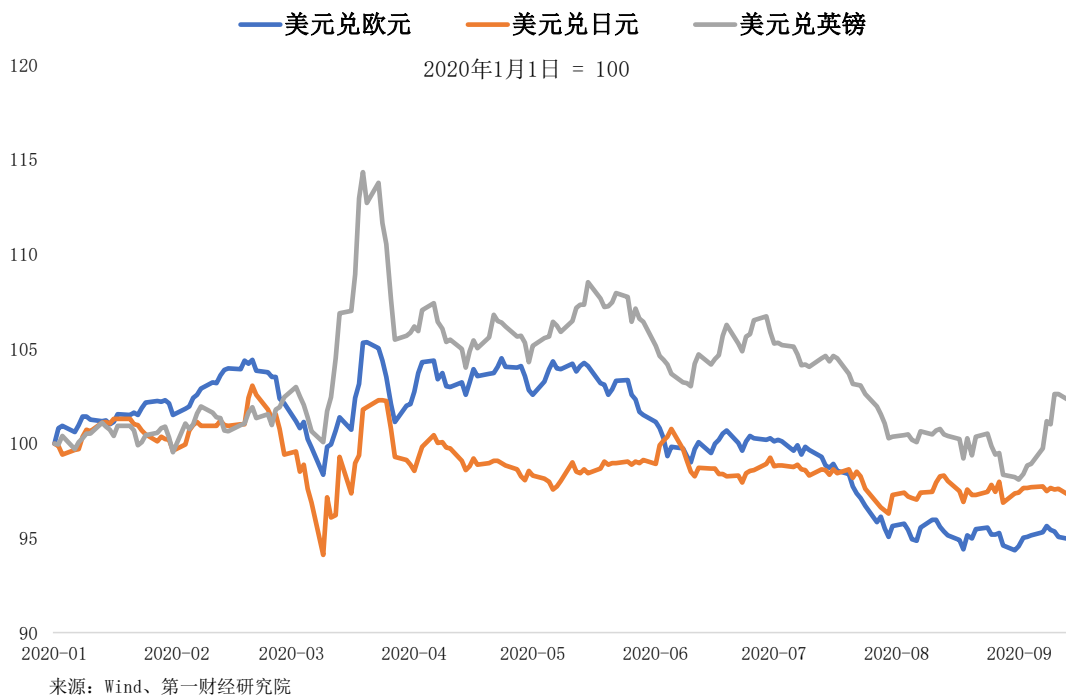
### 3.1 人民币汇率短期内将继续走强

从历史数据来看，美元指数与美元兑人民币汇率之间的走势高度趋同。

由于在疫情爆发后，美国采取了大规模的财政和货币刺激，美元指数由3月19日的102.69快速下跌，截至9月18日，美元指数收于93，跌幅达到9.4%。

美元指数的快速下行主要是由于与欧元区、日本和英国相比，美国所采取的财政和货币刺激规模更大、更为及时。然而，随着美国共和、民主两党对第二轮财政刺激方案迟迟无法达成协议，美联储目前的货币政策也采取“按兵不动”的策略。在此背景下，美元兑欧元、日元以及英镑的汇率已有所企稳，甚至小幅反弹。

图9 年内美元兑主要美元指数成分货币汇率走势



短期来看，我们假设在美联储“按兵不动”的情况下，美元指数可能在当前 93 的点位上停留更长时间，则美元兑人民币汇率可能继续升至 6.6 至 6.7 区间。

图 10 美元指数与美元兑人民币汇率



来源：Wind、第一财经研究院

### 3.2 年内影响人民币汇率走势的其它因素

由人民币汇率形成机制决定，美元指数仍是决定人民币汇率的主要因素之一。而美国年内能否顺利推出第二轮财政刺激计划是决定美元指数走势的重要原因之一。

从财政部分来看，目前共和、民主两党针对第二轮财政刺激方案达成共识依然困难重重。虽然在9月10日，共和党将其推出的财政刺激方案由原先的1万亿美元提高至1.5万亿美元，但民主党众议院院长佩洛西表示不会接受规模在2.5万亿美元以下的提案。

根据目前美国国会的会期，如果两党能够就法案达成一致，第二轮财政刺激法案最快将于10月初通过并由特朗普签署。但从目前情况来看，已有多名议员表示法案可能在美国大选前，即11月3日之前，都无法推出。

表 2 美国第二轮财政刺激推出的可能时间点

	参议院通过	众议院通过	特朗普签署法案
第一轮财政刺激法案	3月25日	3月26日	3月27日
	如果参议院通过	如果众议院通过	如果特朗普签署法案
第二轮财政刺激法案	9月30日	10月1日	10月2日
	10月16日	10月19日	10月20日
	12月1日	12月2日	12月3日

来源：cnet

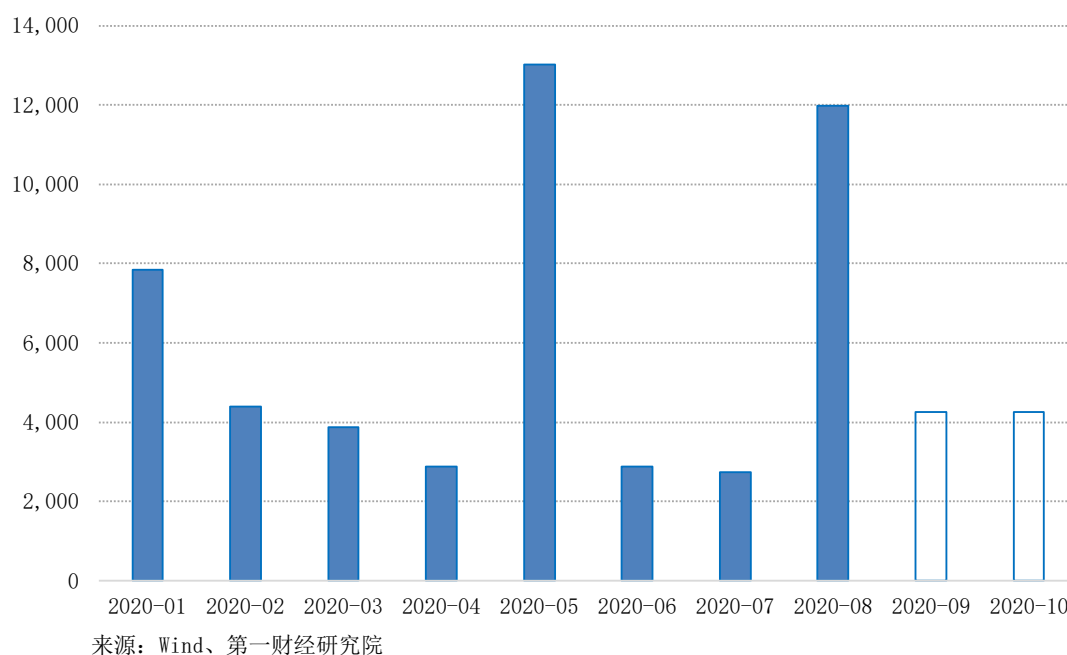
从货币部分来看，美联储自3月下旬推出“无限量宽”政策，但这并不意味着美联储会毫无节制地提供基础货币，我们认为这更像是实质性的“收益率曲线控制”政策，即通过资产购买计划将长端利率维持在较低水平。例如，在4月至8月期间，美国共发行国债约1.6万亿美元，而与此同时，美联储资产购买计划中的国债余额也增加了约1.38万亿美元，这对于压低长端利率起到了显著的作用。

因此，若最终美国两党就第二轮财政刺激计划达成一致，美联储有望根据第二轮财政计划的规模进行新一轮的资产购买计划，并进一步带动美元指数下行。

从中国的角度来看，随着10月地方专项债的发行高峰过去，金融条件紧张的局面有望迎来缓和。根据财政部的公告，截至8月底，地方政府新增债券已完成全年发行计划的79.3%：其中一般债券已完全全年计划（9800亿）的87%；专项债券已完成全年计划（37500亿）的

77.3%，并且新增专项债券要确保在10月底前发行完毕，这意味着在9月、10月的平均专项债发行规模将在4265亿左右，较8月的发行规模显著下滑。

图 11 中国地方专项年内发行规模（亿元）



我们认为10月债券发行高峰过后，中国无风险利率会有所下行，但考虑到中国货币政策正处于后疫情时期的正常化进程中，中美利差有望继续维持在高位，这将有助于人民币汇率在更长一段时间内保持强势。