

## 主題 | 人民幣對美元匯率還會漲多久？

夏春 諾亞控股首席經濟學家

### 核心觀點

相對於美國分裂的政治局面和內部矛盾重重的經濟關係，我們更加看好中國的宏觀政策執行力和在外部壓力下的凝聚力。如果中國和歐盟達成雙邊投資協定，美元面臨的壓力將會更加明顯。

5月底至今，在岸、離岸人民幣兌美元匯率均升值超3,500點，由當時約7.2的水準升值到目前約6.8的水準。特別是在昨天，在岸人民幣兌美元匯率盤中升值400多點，離岸人民幣兌美元匯率同樣強勢，盤中升破6.78，創近16個月的新高。以換匯10萬美元為例，今日與5月底相比就可省近3萬元人民幣。

對於持續關注諾亞研究和Morning Call的朋友來說，對人民幣兌美元的走勢應該不會覺得意外。我們在2019年底發表的2020年上半年投資策略展望時指出，美元大概率將進入到貶值週期，雖然美元在今年2-3月的市場危機中成為極少數升值的避險資產，但是4月開始，隨著美聯儲的全球央行一致的流動性供應，美元就再次進入到貶值趨勢。

諾亞研究在7月初發佈的2020年下半年投資策略展望時，再次強調除非資本市場又一次進入到危機模式，說明美元發揮避險功能，否則的話，美元的貶值將是所有資產裡面走勢最為確定的。我們認為下半年人民幣對美元大概率將回升到6.8，甚至不排除在中國經濟復蘇好於市場預期的情況下，人民幣匯率回升到6.7。

大家可以回頭重溫我們在8月3日的Morning Call，其中列舉了六個主要原因，使得美元下跌的趨勢將比科技股回檔的可能性更加確定。實際上，5月底以來，市場上最為擁擠的交易排名前兩位元的分別是做多科技龍頭股和做空美元。這六個原因包括：

1. 疫情和應對失誤對美國經濟造成的負面衝擊，不利於美元的走勢，而6月以來美國的疫情再次升溫，推動美元下行。美元通常在其他國家經濟表現更好時走軟，最典型的例子就是2017年全球差不多所有可交易資產都因為經濟回暖而上漲，但美元對其他主要貨幣卻在這一年顯著貶值。
2. 美聯儲實現超寬鬆的貨幣政策，資產負債表擴張速度和規模都超過其他主要經濟體的央行，並且會容忍核心通脹率超過2%一段時間才考慮加息，這其實就是8月28日美聯儲正式宣佈的「平均通脹目標」的政策新框架。我們告訴過大家，美聯儲下一次加息時間將不太可能是之前估計的2023年，很可能要等到2025年，甚至2030年。全球的低利率和低通脹的根子在於越來越嚴重的「貧富差距」，導致了富人和利潤豐厚的大企業的過度儲蓄行為，實際上，名義利率應該降到負數才能夠平衡儲蓄與投資。美聯儲不願意執行名義負利率，就只能夠刺激通脹，以壓低實際利率，降低過度儲蓄行為。但無論是直接採取名義負利率，還是拖延加息，都會導致美元貶值。

3. 美國的財政和貿易赤字佔 GDP 比重今年都將創下戰後的新紀錄，而且未來幾年將維持在高位，這對美元當然是很不利的。歷史上，財政赤字和貿易赤字的占比變化與美元走勢高度正相關。
4. 美元的實際有效匯率相對於其他主要貨幣明顯高估，其中就包括了人民幣。按照歷史上美元牛短熊長的週期來看，美元走完此前 9 年的牛市後，現在的貶值可能才剛剛開始。在美聯儲宣佈了「平均通脹目標」新政之後，其他主要經濟體的央行無一靠攏，也無一採取措施打壓本國升值的貨幣，美元的持續走軟也就不意外了。
5. 美國的債券，股票，美元等資產主要受到美國國內資金流向的影響，但國際資金的影響也不能低估。從 2010 年開始，國際資金的大體趨勢是從美國國債和公司債券市場流出，同時流入到美國股市和房地產抵押債券市場，支撐了美國房地產的復蘇。但兩相抵消之後，這些年淨流入美國的資金維持下降趨勢，並且在最近一年，由正轉負，變成了淨流出 850 億美元。
6. 從近期市場的反應來看，資本市場明顯認為拜登當選美國總統的可能性要大於特朗普。而拜登的政策將更加重視財富的公平分配，主張加大財政赤字來應對經濟放緩，這些都不利於美元。實際上，拜登和民主黨的經濟智囊認為只要沒有高通脹，就可以採取「財政赤字貨幣化」來解決這些年積累的財政赤字，只要最大可能實現就業，那麼美元貶值完全不是他們關心的重點。即使特朗普連任，他也願意看到美元在中長期緩慢地貶值來促進美國出口和恢復經濟增長。他忌諱的只是美元在短期內迅速貶值，使得其國際儲備貨幣地位受到衝擊。

順便說一下，截止到 9 月 14 日的民調，拜登的支持率依然領先特朗普 7.1 個百分點。即使在博彩市場，9 月 15 日的資料顯示，拜登的贏率要高出特朗普 5.8 個百分點。

6 月 15 日拜登獲得正式提名，如果把受益於他的施政綱領的股票做成一個投資組合，與受益於特朗普的施政綱領的投資組合進行對比，截止到 9 月 11 日，拜登的投資組合跑贏了特朗普的 12.3 個百分點，說明投資者更加相信拜登將成為新總統。

之前我們也強調過，特朗普對中國公司，特別是科技公司的連番施壓，理論上應該同時影響到美國科技股的表現。但科技股不跌反升，一種可能就是投資者認為特朗普無法連任，他打壓中國的政策難以持續。

除了這 6 個主要原因，還有其他一些因素，影響投資者對美元的信心，包括美聯儲的獨立性受到總統嚴重干擾，歷史上，這樣的情況曾經出現過，美元同樣開啟了貶值之旅。我們也告訴過大家，在過去 50 年裡，美元曾經出現過三次貶值幅度接近或者超過 30% 的情況，而這一次美元面臨的壓力只是更多，而不是更少。

對照上面六點，我們同樣可以理解人民幣近期的走勢受到中國經濟表現優於市場預期，政策穩定而且有所收緊，人民幣計價資產表現更好更穩定，資金持續流入等利好因素影響。我們之前關於人民幣兌美元匯率下半年將回升到 6.8 的判斷提前實現，目前來看，年底人民幣進一步升值到 6.7 的概率非常大。

國內經濟學家和分析師圍繞人民幣匯率走勢展開了一些爭論，焦點之一是擔心人民幣過快升值可能不利於中國出口與經濟復蘇，隱含之意是央行有必要進行干預。但是資料上人民幣的升值並沒有影響到出口表現。中國在疫情衝擊下提前修復生產能力，相對於市場預期，各國對中國產品的需求和進口不減反增。

焦點之二是人民幣的升值在多大程度上是資本管制的功勞，一些觀點認為如果中國在美國壓力下放開資本管制，那麼人民幣將因為資本外流而明顯貶值。我們認為這種觀點誇大了資本管制的影響。事實上，資本管制在 16 年後就持續存在，在今年並未格外收緊，對人民幣在最近半年內的表現不構成主要的影響因素。

焦點之三是人民幣在未來 1-2 年時間的走勢將以單邊升值，還是雙向波動為主。我們認為這個問題在 5 月底進行討論還比較有意思，現在再爭論的意義並不大。從中國經濟基本面來看，在未來 1-2 年時間即使人民幣單邊升值，也很難回到 6.4 左右的水準。應該說，影響匯率的因素太多，短期走勢幾乎無法預測，人民幣在過去幾個月的表現已經大大好於預期。

此時，也許我們更加需要思考的是，未來在什麼情形下，美元會逆勢走強？基本上有三種可能。第一是美國經濟超預期強力復蘇並且能夠持續一段時間。歷史上，美元走強通常與美國經濟表現優於其他國家有關，這也是過去十年美元牛市的基礎。要實現這一點需要在疫苗研發上取得突破，雖然這並非不可能。但目前來看，市場更擔心的是冬季來臨病毒再一次擴散；

第二是美國經濟超預期地衰退，引發資本市場擔憂，再次出現 2 月及 3 月份「火線拋售」( fire sale ) 的情形，那麼美元的避險功能將再一次發揮作用。目前來看，美國經濟資料依然明顯好於分析師的預期，資本市場的適度回檔並不會導致市場的流動性緊張，美元即使反彈也只是熊市中的技術性回檔而已；

第三是其他國家的經濟復蘇或者政策推進不及預期理想，這樣即使美國經濟中規中矩，美元的表現仍然會相對更好。例如近期英鎊的走勢就因為脫歐進程節外生枝和疫情重新升溫而逆轉，歐洲近期的經濟資料不及預期理想，對美元匯率也從單邊升值進入到雙向波動。中國也可能在未來推動「內循環」轉型上遇到阻礙，中美關係也可能進一步惡化。

儘管有這些可能性，但相對於美國分裂的政治局面和內部矛盾重重的經濟關係，我們更加看好中國的宏觀政策執行力和在外部壓力下的凝聚力，歐盟在設立復興基金上展現出的團結以及推進財政一體化的成果。如果中國和歐盟達成雙邊投資協定，美元面臨的壓力將會更加明顯。

---

免責聲明: 本文件所有內容(包括但不限於觀點、結論、建議等)僅供參考，不代表任何確定性的判斷，亦不構成向任何人作出任何要約或要約邀請，亦非投資建議。

您仍應根據您的獨立判斷做出您的投資決策，投資涉及風險，諾亞控股(香港)有限公司(以下簡稱「本公司」)及其關聯公司不對因使用本文件而產生的任何後果承擔法律責任。本文件包含前瞻性的預測，任何非對過往歷史事實的陳述均為前瞻性的預測，本公司並不保證完全準確或未來不發生變化。本報告的資訊來源於公開資料，本公司對這些資訊的準確性和完整性不作任何保證，也不保證所包含的資訊及建議不會發生任何變更，本公司已力求報告內容的客觀、公正，但文中的觀點、結論及建議僅供參考，不代表任何確定性的判斷。

本報告相關知識產權歸本公司及其關聯公司所有，未經本公司及其關聯公司許可，任何個人或組織，均不得將本報告內容以轉載、複製、編輯、上傳或發佈等任何形式使用於任何場合。如引用或刊發需註明出處為「諾亞香港研究部」，且不得對本報告進行有悖原意的引用、刪節和修改。諾亞控股(香港)有限公司及其關聯公司保留追究侵權者法律責任之權利。任何機構或個人使用本文件均視為同意以上聲明。