

# 宏观

证券研究报告

2023年12月02日

## 人民币升值的五个问题

近期人民币汇率企稳也是前期中美利差修复和出口同比增速反弹所积蓄的升值动能的集中释放。

明年上半年，美国补库存或将支撑中国出口继续改善，贸易顺差维持高位，政策靠前发力，消费保持疫后正常化，叠加联储可能暂停加息，人民币或将处在偏强通道。

明年下半年，经济的内生增长动能释放可能告一段落，广义财政赤字不低的背景下，财政可能更多是靠前发力，叠加美国大选进入白热化阶段，此时风险溢价对于汇率的短期影响可能再次出现，短期和中期的贬值压力将再次交错。

**风险提示：地缘冲突进一步升级；经济复苏斜率不及预期；货币政策超预期收紧**

### 作者

**宋雪涛** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517090003  
songxuetao@tfzq.com

**林彦** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110522100002  
linyan@tfzq.com

### 相关报告

- 1 《宏观报告：宏观-经济在寻找新中枢》2023-12-01
- 2 《宏观报告：货币政策新导向——三季度货政报告解读》2023-11-28
- 3 《宏观报告：宏观-大类资产风险定价周度观察-23年12月第1周》2023-11-27

## 1、结合短期和中期的定价因子，人民币汇率会怎么走？

外汇是定价最复杂的金融资产，不仅和本国的经济、政策、资金有关，还受到其他国家的经济、资金流动、风险因素的影响。因此在对汇率定价建模时，需要抓住主要矛盾。

人民币汇率的短期主要矛盾是全球流动性和风险溢价的影响，而中期的主要矛盾是对中美基本面差异的反映。

我们用中美 CDS 价差来表征人民币汇率的短期波动，其代表了外汇市场对人民币的风险偏好；同时，我们将人民币汇率的中期波动拆解为三个因子：基本面（出口）、通胀差异（CPI 增速）、利差（短端国债）。

图 1：汇率三因子与人民币汇率走势





今年以来，人民币的贬值是由基本面、通胀、出口这三个因子共同驱动的：中国出口同比增速转负；中美通胀读数差异小幅收敛；中美利差倒挂不断加剧。而近期人民币汇率企稳也是前期中美利差修复和出口同比增速反弹所积蓄的升值动能的集中释放。

我们在前期报告（详见《中国出口的“西升东降”》，2023.10.18）中强调美国经济正开启新一轮补库存周期，带动外需环境改善。明年上半年，美国补库存或将支撑中国出口继续改善，贸易顺差维持高位，政策靠前发力，消费保持疫后正常化，叠加联储可能暂停加息，人民币或将处在偏强通道。

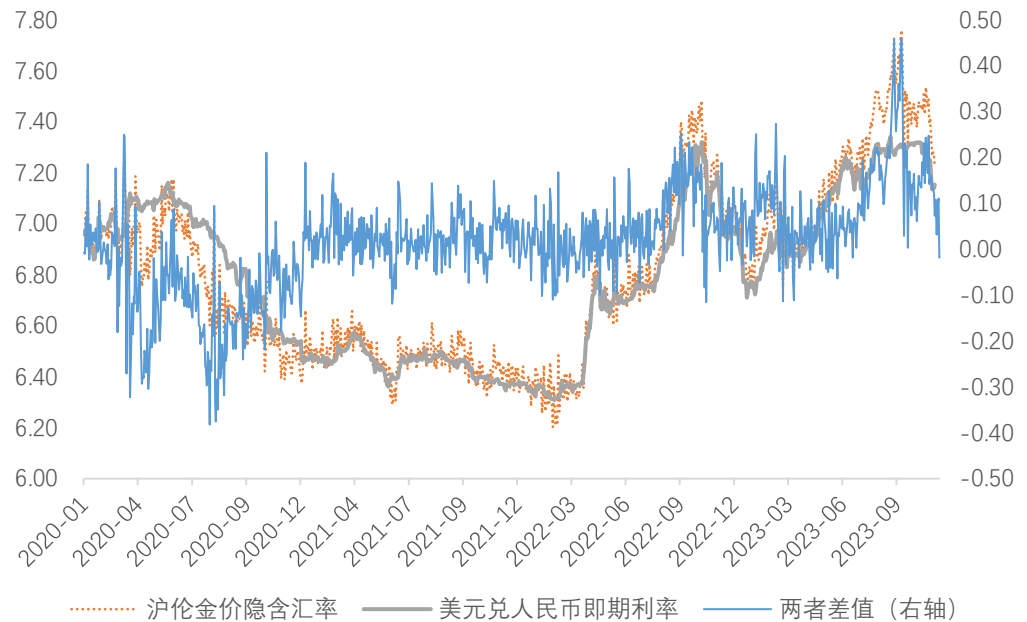
明年下半年，经济的内生增长动能释放可能告一段落，广义财政赤字不低的背景下，财政可能更多是靠前发力，叠加美国大选进入白热化阶段，此时风险溢价对于汇率的短期影响可能再次出现，短期和中期的贬值压力将再次交错。

## 2、金价的隐含汇率和贬值预期

伦敦金和上海金的比价常被认为是人民币对美元汇率的预期定价——即隐含汇率。前期沪金对伦敦金存在明显溢价，根本原因是进口限制导致的套利失灵。（详见《沪金的溢价款能持续吗？》，2023年9月23日）

随着近期人民币汇率的快速升值，金价的隐含汇率也开始出现反身性修复。目前金价的隐含汇率已经从之前高于离岸人民币汇率 0.4 收窄至 0.1，预期定价和实际价格之间的偏离程度从中位数上 4.8 倍标准差回归到了中位数以下，由此可见，人民币的贬值预期已经大幅修正。

图 2：金价的隐含汇率也开始出现反身性修复



资料来源：Wind，天风证券研究所

### 3、逆周期调节因子近期变化

今年年中开始，我们可以观察到，央行或启动了逆周期调节因子以稳定人民币汇率。央行在《三季度中国货币政策执行报告》中强调，“坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，相比于二季度货政报告中的“坚决防范汇率超调风险”，稳汇率的诉求更加强烈。

2017 年 5 月开始，央行将逆周期因子纳入外汇市场自律机制，人民币汇率中间价的报价模型调整为“前一日收盘价+一篮子货币变动+逆周期因子”。我们可从前一日收盘价较中间价的波幅中剔除一篮子货币变动的影响来计算出逆周期因子。

彭博每日汇率报价收集了境内和境外的银行、非银行金融机构及公司的交易员和分析师根据央行的计算公式给出的预测平均值（不含逆周期因子，且平滑了不同预测模型之前的偏离）。我们用彭博每日汇率报价来近似“前一日收盘价+一篮子货币变动”，再通过中间价计算出逆周期因子的水平。6 月底逆周期因子开始明显上升，持续上升至 9 月且维持在较高水平，11 月 1 日见顶（0.15）之后开始快速回落，目前逆周期因子已经回到 0.03 的较低水平。

图 3：逆周期调节因子有望逐渐退出，人民币中间价或随之回复弹性



资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

#### 4、债券资金净流入和汇率升值的关系

根据中国人民银行上海总部发布的数据显示：今年 10 月，境外机构对人民币债券的买入规模超 400 亿元，创下过去 4 个月来新高；今年 9 月，境外机构对人民币债券的买入规模接近 200 亿元。境外机构已连续 2 个月净增持人民币债券。

从历史上看，外资对国内债券市场的资金流向与美元兑人民币汇率有明显的负相关关系，外资对债市的净流入拐点差不多领先人民币汇率 1-3 个季度。债市获得外资持续净流入是人民币升值的领先指标。

图 4：外资对中国债市持续净流入可能是人民币进入升值周期的一个镜像

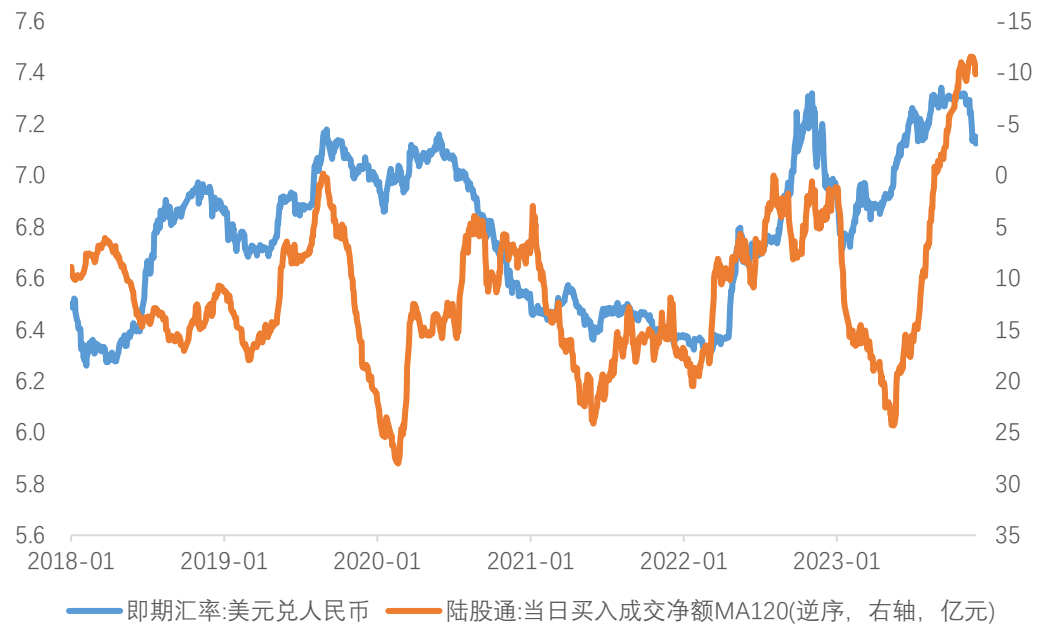


资料来源：Wind，天风证券研究所

#### 5、汇率升值和股票资金的关系

与人民币汇率相比，北向资金的波动更大。经过半年的移动平均之后，北向资金净流入与人民币汇率也呈现出明显的负相关关系，但拐点略滞后 1-3 个月。

图 5：外资对 A 股的净流入与美元兑人民币也呈现出明显的负相关关系，且拐点略有滞后



资料来源：Wind，天风证券研究所

我们在报告《汇率和股市是什么关系？》（2022 年 4 月 30 日）中发现，“在多数时间里，汇率和 A 股并不是直接的因果关系，两者受相似的经济和政治背景的影响，会出现走势上的相关性。A 股与汇率的动态相关性（滚动 1 年）在汇率快速贬值时会更加显著。”

A 股大盘股与汇率的相关性高于中盘股和小盘股，价值股与汇率的相关性高于成长股，其中大盘价值与汇率的相关性最高，小盘成长与汇率的相关性最低。

外资偏好高的行业比如消费和新能源，与汇率的负相关关系相对显著，与经济基本面相关度较高的行业比如金融、汽车、交运也和汇率的负相关性较高。

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com