

人民币快速升值，是长期趋势，还是短期炒作？

核心观点：

2021年5月31日，央行上调外汇存款准备金率，从5%调整至7%。

近期，随着市场热炒、热议人民币升值，央行不断给汇率市场降温，此次调整外汇存款准备金率是重要一环。

调整外汇存款准备金率仅涉及200亿美元，实际影响有限，但是有助于打消人民币单边升值预期，促进汇率回到市场化的理性定价。

我们认为，近期的人民币快速升值主要是市场炒作，并非央行政策意图。

热炒人民币汇率蕴含巨大的潜在金融系统风险，这是央行频繁发声、表态，遏制人民币快速升值的主要原因。

目前我们重点推荐3-10年利率债、3-5年城投债，这是当前的债市洼地。

目前最强的经济数据还是生产端和出口，再往后看，我们预期三季度这些数据将开始回落，届时参考传统“增长+通胀”框架的投资者也要做多债市，十年国债收益率下行至2.8-2.9%只是合理位置。

债牛已至，收益率下行趋势已现，勿轻言底。

风险提示：政策目标变化超预期。

固收研究报告

证券分析师：陈曦

电话：010-88321971

E-MAIL: chenxi@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190521010001

相关研究

目 录

近期人民币升值与美元走势相悖.....	1
近期人民币快速升值主要是市场炒作.....	2
人民币汇率快速升值的风险点.....	2
央行密集表态，遏制人民币非理性升值.....	3
提高外汇存款准备金率的影响.....	4
利空股市，债市中性.....	4

人民币快速升值，是长期趋势，还是短期炒作？

2021年5月31日，央行上调外汇存款准备金率，从5%调整至7%。

近期，随着市场热炒、热议人民币升值，央行不断给汇率市场降温，此次调整外汇存款准备金率是重要一环。

调整外汇存款准备金率仅涉及200亿美元，实际影响有限，但是有助于打消人民币单边升值预期，促进汇率回到市场化的理性定价。

我们认为，近期的人民币快速升值主要是市场炒作，并非央行政策意图。

热炒人民币汇率蕴含巨大的潜在金融系统风险，这是央行频繁发声、表态，遏制人民币快速升值的主要原因。

近期人民币升值与美元走势相悖

首先要讲一个基本事实，近年来，人民币汇率实际是被动跟随美元指数的，并非完全浮动，也非完全固定，而是“有管理的浮动汇率制度”。

从下图可见，绝大多数时期，人民币汇率被动跟随美元指数。

图1：绝大多数时期，人民币汇率被动跟随美元指数



资料来源: Wind, 太平洋研究院

人民币快速升值，是长期趋势，还是短期炒作？

近期，人民币快速升值与美元指数关系不大。

图 2：近期人民币快速升值与美元指数相悖



资料来源: Wind, 太平洋研究院

从图中可以明显看到，5月25日以来，美元指数略微走强，然而人民币汇率快速升值。

近期人民币快速升值主要是市场炒作

近期人民币升值，更多的是市场炒作。主要炒作点有两个：

一是炒作“放弃汇率目标+长期升值趋势”，起点是5月19日莫干山会议央行金融研究所所长的发言，该文的出发点是汇率应当由市场决定，然后认为人民币汇率具有长期升值的基础，但被很多人解读为“央行放弃汇率调控，放任人民币长期升值”。

二是炒作“人民币升值对抗输入性通胀”，讲的故事是：“美国输出通胀，中国为了应对输入性通胀，主动引导人民币升值”。

这两个炒作点都看起来有一定的道理，甚至能够影响很多专业投资者的判断。人民币离岸汇率市场主要是一个机构投资者市场，人民币脱离美元快速升值表明了这一点。

人民币汇率快速升值的风险点

人民币快速升值，是长期趋势，还是短期炒作？

近期，很多理性声音开始出现，提出人民币升值并不是“有利无害”，主要逻辑包括：

第一，人民币升值影响出口，这个逻辑比较简单，不赘述。

第二，人民币升值对于抵抗输入性通胀作用有限。目前大宗商品价格涨幅都是远超 10% 的，比如铜价相对 2017 年高点涨幅超过 30%，相对 2019 年疫情前涨幅超过 50%，这显然超过汇率的波动范围。

第三，外汇储备被动贬值。中国持有大量外汇储备，如果人民币快速升值，则意味着外汇储备被动贬值。

我们认为，除上述逻辑之外，更重要的是，人民币非理性升值存在“泡沫风险”，如果人民币非理性升值导致热钱流入中国股市、房市，泡沫破裂的风险将是巨大的。

从东南亚金融危机的教训看，汇率升值不可怕，可怕的是汇率贬值，导致的金融体系崩盘。

如果大幅升值本身是非理性的“泡沫”，那么泡沫破裂、大幅贬值则只是时间问题。

如果人民币非理性快速升值，特别是如果自我强化形成人民币升值预期，那么热钱流入中国股市、房市难以避免，一旦泡沫破裂，则意味着中国股市、房市都将受到重创。

人民币非理性升值，不仅仅是汇率市场的风险，而且是整体金融系统风险。我们认为，这是央行密集发声扭转人民币单边升值预期的根源。

央行密集表态，遏制人民币非理性升值

按照时间线，我们梳理央行关于人民币汇率表态如下：

5 月 23 日，央行副行长刘国强：“未来人民币汇率的走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化，双向波动成为常态”、“人民银行完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，这一制度在当前和未来一段时期都是适合中国的汇率制度安排。”该表态的含义：“双向波动”反驳“单边升值”，坚持“有管理的浮动汇率制度”反驳“放弃汇率目标”。

5 月 27 日，外汇市场自律机制会议：“避免偏离风险中性的‘炒汇’行为，不要赌人民币升值或贬值，久赌必输”。此次会议很明显意有所指，“炒汇”描述很准确。

人民币快速升值，是长期趋势，还是短期炒作？

5月30日，新华社采访前央行官员盛松成：“当前人民币过快升值有可能已经出现超调，未来看不可持续，也不符合国内外经济金融形势”、“人民币汇率超调是短期投机行为，不可持续”。

5月31日，央行主管报纸《金融时报》发表社论：“未来可能推动人民币贬值的四大因素不能忽视”。

5月31日，央行时隔14年，提高外汇存款准备金率。

提高外汇存款准备金率的影响

提高外汇存款准备金率2%，锁定外汇规模仅为200亿美元，实质影响确实有限，但是，当前人民币汇率升值的关键是预期，此举对于扭转市场预期有重要信号作用。

很多观点类比2004年11月、2006年9月、2007年5月三次上调外汇存款准备金，认为并未影响人民币升值，所以意义不大。

需要注意，当前汇率环境与当时完全不同，当时人民币是真的存在升值趋势，是人民币汇率低估走向合理均衡的必然路径，上调外汇存款准备金当然无法影响升值趋势。

但是，当前人民币是否存在升值趋势？2015年“8.11”汇改以来，人民币早就已经进入了双向波动，并不存在系统性的高估或者低估，更多的是打着“长期升值”旗号的“短期炒作”。

中国央行已经明确表态人民币汇率双向波动，遏制非理性升值，那么本次炒作的起点——市场预期“央行引导、放任人民币升值”——已经被破坏。

我们认为，近期人民币快速升值已经脱离基本面，在央行的预期引导下，将回归合理均衡和双向波动，“炒作人民币升值”不可持续。

利空股市，债市中性

对于股市而言，近期上涨的主要逻辑有三个：

一是所谓百年行情，我们不做评论。

人民币快速升值，是长期趋势，还是短期炒作？

二是人民币汇率升值，带来的外资流入以及股市上涨预期。

三是紧货币担忧缓解，估值反弹。

近期上涨的驱动因素中，第二个因素是有问题的，央行打击“炒汇”动摇该因素。第一个因素难以持续到7月之后，第三个因素只能贡献反弹而不支持新高。

股市仍然缺乏长线逻辑，在内需偏弱、不存在大放水的现状下，开启新一轮趋势性大幅上行难度较大。

对于债市而言，本来就没有受益所谓人民币升值，因此如果人民币贬值，也不存在受损。

外汇准备金上调对国内银行间流动性影响基本为零。外汇准备金率上调影响的是外汇流动性，由于官方外汇储备已经基本维持稳定（银行外汇增加，央行外汇不变），对银行间市场流动性的影响链条基本切断，同时其规模对银行间市场而言完全不在一个数量级，货币市场利率中枢还是取决于央行态度。

我们认为，6月DR007中枢大概率仍在政策利率2.2%左右。在利率市场化之后，既然“政策利率”已经明确，那么市场利率与政策利率脱钩的可能性极低，否则“政策利率”的权威性和可信度将受到很大影响。

考虑到当前债市仍未按照央行利率定价，期限利差仍然显著高于历史均值，我们认为债券收益率下行空间仍大。

根据我们报告《为什么10年国债必破3.0%？》的研究，目前货币市场利率均值、贷款利率、各期限存单、1-3年信用债、10年信用债、30年利率债均已经低于2019年最低点，十年国债目前距离2019年最低点还有空间，破3.0%只是时间问题。

我们重点推荐3-10年利率债、3-5年城投债，这是当前的债市洼地。

目前最强的经济数据还是生产端和出口，再往后看，我们预期三季度这些数据将开始回落，届时参考传统“增长+通胀”框架的投资者也要做多债市，十年国债收益率下行至2.8-2.9%只是合理位置。

债牛已至，勿轻言收益率底。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售负责人	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京地区销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	Guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjw@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话：（8610）88321761

传真：（8610）88321566