



2021 年 5 月 30 日

人民币升值对股市的影响

Experts of financial

derivatives pricing

衍生品定价专家

优财研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1 号

联系人：刘文波

从业资格编号 F3070864

投资咨询编号 Z0015179

liuwenbo@jinxingqh.com

内容提要

近期人民币快速升值成为了股指向上突破两个月来弱势震荡平台的重要催化剂。2020 年下半年至今，人民币汇率升值幅度高达 11.04%。近期人民币升值的原因：美元走弱以及人民币自身走强。

美元走弱：直接原因是疫情后美国采取了极度宽松的货币政策，美国的 M2 增速一度达到 27.02% 创历史新高。进入四月以后，印度疫情失控令全球经济复苏遭遇挑战，市场预期美联储缩减 QE 的时间点难以提前，美元指数走低。

人民币自身走强：中美贸易摩擦缓和以及制造业快速复苏推升人民币汇率。5 月 27 日，中美重启经贸会谈有利于提升中美贸易摩擦阶段性缓和的预期。全球疫情冲击后我国防疫措施得当，复工复产进程加快，制造业部门率先强劲复苏，带动我国经济率先走出疫情的负面影响。

人民币升值对股市的影响：811 汇改以后，人民币汇率与股市存在明显的正相关性。人民币升值阶段，金融和消费风格均上涨，领先于周期和成长风格的表现。大盘股明显占优，平均涨幅高于中盘和小盘股。行业方面，人民币升值阶段表现最突出的是食品饮料、家用电器、有色金属、休闲服务和电气设备。

本轮人民币升值：人民币快速升值→外资加速流入→增持金融+消费股→股指上涨。外资为规避自身贬值风险，随着人民币升值可赚取未来的汇兑损益以及享受优质资产带来的升值，近期大举加仓 A 股，5 月 25 日净流入 217.33 亿，创沪深股通开通以来单日净流入规模新高。

风险提示

重大突发事件冲击；货币政策超预期收紧；监管措施巨大变化

一、近期人民币升值的原因

近期人民币快速升值成为了股指向上突破两个月来弱势震荡平台的重要催化剂。2020年下半年至今，人民币汇率明显升值，美元兑在岸人民币从最高点 7.07 回落至最低 6.37 附近，升值幅度高达 11.04%。同期 CFETS 人民币兑一篮子货币的汇率指数从最低点 91.42 上升至 97.34，升值幅度达到 6.48%。可见本轮人民币兑美元汇率的大幅上涨原因包括两个层面：美元走弱以及人民币自身走强。

图 1：2020 下半年以来人民币兑美元快速升值



资料来源：Wind，优财研究院

图 2：2020 下半年以来人民币汇率上升



资料来源：Wind，优财研究院

1.1 美元走弱助人民币汇率走强

人民币兑美元汇率的上升包含两个层面的驱动力，即美元指数下跌以及人民币汇率自身的走强。美元指数的下跌使得人民币兑美元汇率被动上升，事实上由中国宏观和金融环境改变触发的人民币汇率主动升值才是投资者们更想了解到的信息。2020 年下半年至今，美元指数自最高 100.50 快速下跌至 89.42，贬值幅度达到 8.58%，导致人民币兑美元汇率上升 11.04%，因此美元的走弱可以解释人民币兑美元汇率上升的 77.71%，剩下的 23.29%是因为中国宏观和金融环境改善引发人民币汇率的主动升值。因此本轮人民币汇率的走强的大部分原因是美元大幅走弱，我们需要理性对待接下来人民币汇率走势的不确定性。

图 3：2020 下半年以来美元指数快速贬值



资料来源：Wind，优财研究院

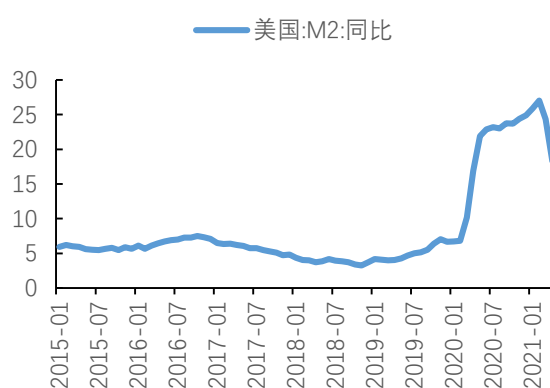
那么本轮美元缘何大幅贬值？直接原因是疫情后美国采取了极度宽松的货币政策，美国的 M2 增速一度达到 27.02% 创历史新高。2021 年一季度，随着发达国家复工复产提速、接种疫苗速度加快，投资者不断上调对美国经济增速的预期，十年期美债收益率最高攀升至 1.74%，美元指数最高反弹至 93.29，但进入四月以后，印度疫情失控令全球经济复苏遭遇挑战，美联储缩减 QE 的时间点难以提前，十年期美债收益率自高位回落，美元指数再度走低。

图 4：十年期美债收益率高位震荡（%）



资料来源：Wind，优财研究院

图 5：美国 M2 同比一度超 20%（%）



资料来源：Wind，优财研究院

1.2 中美贸易摩擦缓和以及制造业快速复苏推升人民币汇率

排除掉美元指数走弱对人民币汇率被动升值的影响后，人民币汇率的波动与中国宏观和金融环境息息相关。本轮人民币主动升值与贸易环境的改善以及制造业复苏有关。在中美贸易战发起的 2018-2019 年，CFETS 人民币汇率指数震荡下挫，从 2018 年 6 月的 97.33 下跌至 2019 年 9 月的 91.20，跌幅达到 6.30%，美元兑在岸人民币汇率从 6.90 上升至 7.17，贬值幅度为 3.77%，人民币明显“超贬”。随着 2020 年初中美第一阶段协议的签署，人民币汇率指数止跌反弹。2021 年 5 月 27 日，中美贸易代表通话，是拜登政府上台以来，中美经贸领域的首次高层级沟通，中美重启经贸会谈有利于提升中美贸易摩擦阶段性缓和的预期。人民币汇率指数连续上行，当前已逼近 2018 年 6 月的高点。

表一：中美贸易战时间线

时间	事件
2017.08	美国对中国发起 301 调查
2018.03	美国对进口钢铁和铝产品加征关税，钢铁产品 25%，铝产品 10%。 中美贸易战正式打响。
2018.07	美国对中国 340 亿美元商品加征 25%关税 中国对美国 340 亿美元商品加征 25%关税
2018.08	美国对中国 160 亿美元商品加征 25%关税 中国对美国 160 亿美元商品加征 25%关税
2018.09	美国对 2000 亿美元中国商品加征 10%关税 中国对 600 亿美元美国商品加征 10%、5%不等关税
2019.05	美国对中国 2000 亿美元商品加征关税税率从 10%提高到 25%
2019.06	中国对美国 600 亿美元商品提高加征 25%、10%、5%不等关税

2019.08	美国对中国 3000 亿美元商品加征 10%关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起实施 中国对美国 750 亿美元商品加征 10%、5%不等关税，分两批自 2019 年 9 月 1 日 12 时 01 分、12 月 15 日 12 时 01 分起实施 美国威胁 2019 年 10 月 1 日起对中国 2500 亿美元商品加征关税税率从 25%提高到 30%，9 月 1 日起对 3000 亿美元商品加征 15%关税
2020.01	中美双方签订第一阶段经贸协议
2020.02	中美第一阶段经贸协议生效
2020.08	刘鹤应约与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦通话。双方就加强两国宏观经济政策协调、中美第一阶段经贸协议落实等问题进行了具有建设性的对话。双方同意创造条件和氛围，继续推动中美第一阶段经贸协议落实。
2021.05	中美全面经济对话中方牵头人刘鹤与美贸易代表戴琪通话

资料来源：公开资料整理，优财研究院

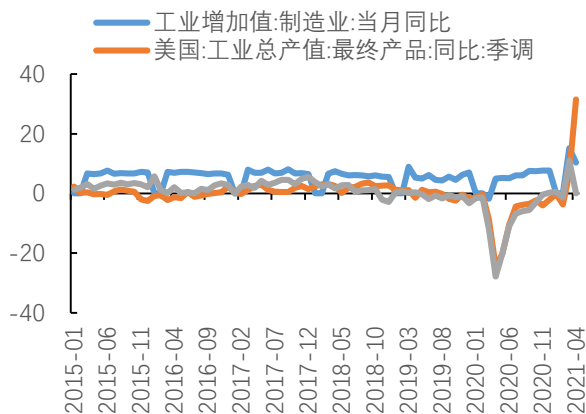
全球疫情冲击后我国防疫措施得当，复工复产进程加快，制造业部门率先强劲复苏，带动我国经济率先走出疫情的负面影响。2020年12月中国工业增加值同比达到7.7%，超出疫情前水准。海外发达国家疫情反复，工业复产缓慢，直到2021年3月才开始好转，衬托出我国制造业复苏的韧性。

出口方面，近年来我国贸易结构逐渐优化，对劳动密集型产品依赖度下降，高新技术产品提升，人民币汇率升值对出口影响边际减弱。从外需看，海外疫情反复或将继续拉动我国出口，抵消部分人民币升值对出口的影响。

进口方面，进口的增长主要源于大宗商品原材料的涨价，随着人民币升值，进口企业面临的成本压力或部分缓解，大宗商品涨价导致输入性通胀或略有减弱。

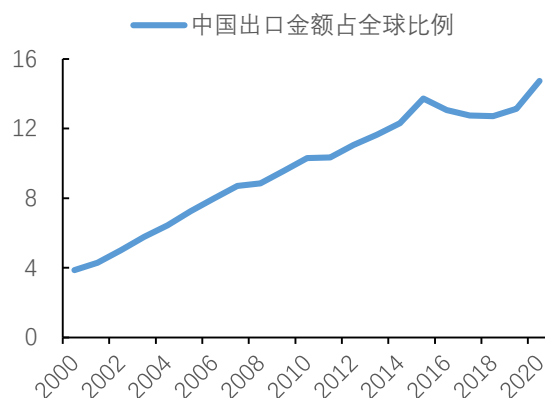
展望下半年，我国制造业生产预计持续好于全球其他地区，出口仍然强劲，随着人民币国际化以及金融市场的持续开放，人民币预计仍将处于主动升值通道之中，但升值速度或将趋缓。

图 6: 工业生产恢复情况 (%)



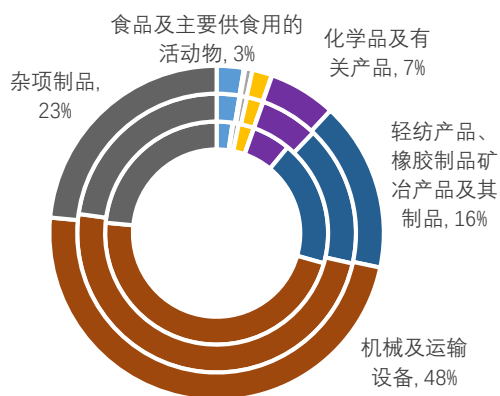
资料来源: Wind, 优财研究院

图 7: 中国出口占世界份额不断提升 (%)



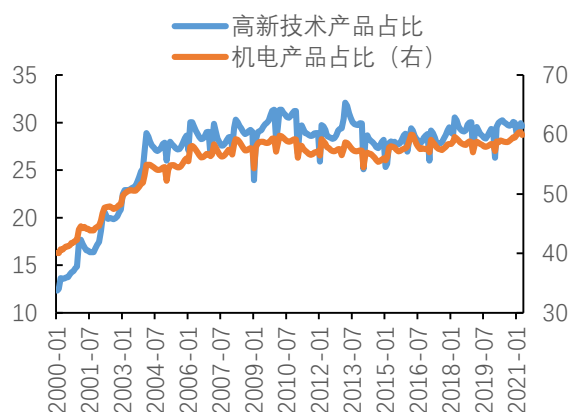
资料来源: Wind, 优财研究院

图 8: 出口商品结构: 2008、2018、2019 年 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 9: 高新技术占比提升 (%)



资料来源: Wind, 优财研究院

1.3 央行无意改变汇率长期方向

2005 年以前，我国实行的是固定汇率制度。自 2005 年中至 2014 年中，人民币汇率持续九年经历了单边升值的过程。2015 年 8.11 汇改，央行宣布调整人民币对美元汇率中间价报价机制，做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，向中国外汇交易中心提供中间价报价。这一调整使得人民币兑美元汇率中间价机制进一步市场化，更加真实地反映了当期外汇市场的供求关系，人民币汇率双向浮动弹性明显增强，不再单边升值。

监管部门最新的表态也释放了一个信号：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，央行对人民币汇率波动的容忍度有所增加。5 月 21 日金稳委表示将推动利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。5 月 23 日央行副行长刘国强强调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。5 月 27 日，全国外汇市场自律机制第七次工作会议强调，汇率不能作为工具，既不能用来贬值刺激出口，也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响。关键是管理好预期，坚决打击各种恶意操纵市场、恶意制造单边预期的行为。企业要聚焦主业，树立“风险中性”理念，避免偏离风险中性的“炒汇”行为，不要赌人民币汇率升值或贬值，久赌必输。

图 10：人民币汇率波动



资料来源：Wind，优财研究院

二、人民币升值对股市的影响

2.1 复盘 2015 年以后人民币升值阶段

通过复盘 811 汇改以后人民币升值阶段，我们发现人民币汇率与股市存在明显的正相关性。第一阶段（2017.01-2018.01），人民币兑美元自 6.96 降至 6.29，升值 10.59%，上证指数同期上涨 10.99%；第二阶段（2019.01-2019.04），人民币兑美元小幅升值 2.60%，上证指数暴涨 31.15%；第三阶段（2019.09-2020.1），人民币兑美元升值 4.04%，上证指数上涨 6.55%；第四阶段（2020.07-至今），人民币兑美元升值幅度高达 11.04%，上证指数大涨 19.00%。

图 11：人民币汇率升值有利于股市上涨



资料来源：Wind，优财研究院

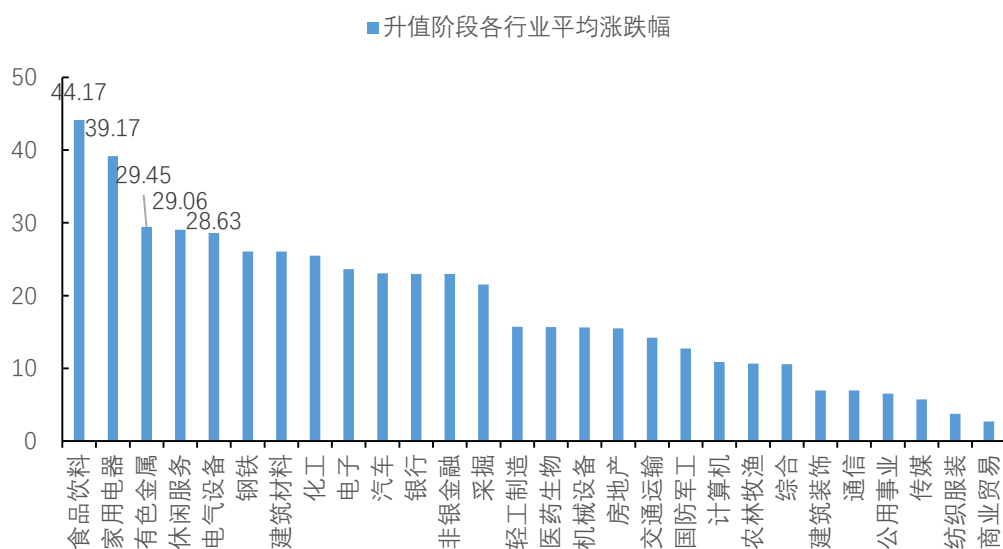
人民币升值阶段，金融和消费风格均上涨，领先于周期和成长风格的表现。大盘股明显占优，平均涨幅高于中盘和小盘股。行业方面，人民币升值阶段表现最突出的是食品饮料（44.17%）、家用电器（39.17%）、有色金属（29.45%）、休闲服务（29.06%）和电气设备（28.63%）。人民币升值阶段通常伴随着 CPI 上升，食品饮料和家用电器板块作为抗通胀的品种，对上游有较强议价权，能有效转嫁通胀成本。大宗商品的涨价自然使得有色金属板块表现突出，对航空、旅游等负债端以美元计价的休闲服务板块来说，人民币升值能有效促进业绩改善。

表二：人民币升值阶段各风格表现（%）

时间	金融	周期	消费	成长	稳定	大盘	中盘	小盘
2017.01-2018.01	25.59	-1.81	16.00	-8.44	-0.13	33.40	3.75	-15.27
2019.01-2019.04	36.56	35.65	44.54	42.07	24.06	36.84	39.70	40.95
2019.09-2020.1	10.08	12.42	7.26	19.18	1.33	10.31	16.00	13.31
2020.07-至今	13.89	35.76	28.11	17.64	3.14	31.19	16.39	9.09
平均	21.53	20.51	23.98	17.62	7.10	27.93	18.96	12.02

资料来源：Wind，优财研究院

图 12：人民币升值阶段各行业表现（%）



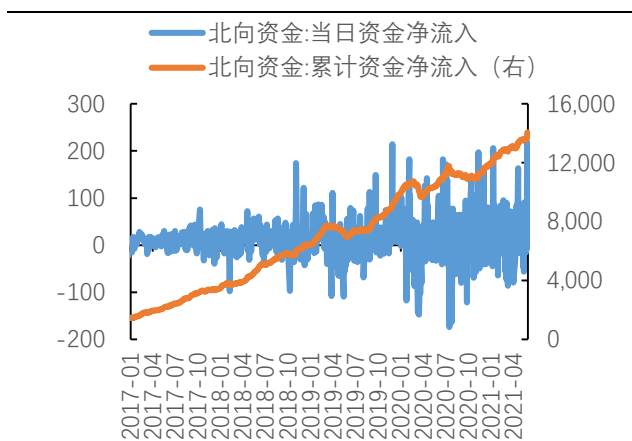
资料来源：Wind，优财研究院

2.2 本轮人民币升值对股市的影响

本轮人民币升值是外资加速流入 A 股市场的重要原因，而外资成为近期助股指突破震荡区间的增量资金。外资为规避自身贬值风险，随着人民币升值可赚取未来的汇兑损益以及享受优质资产带来的升值，近期大举加仓 A 股。尽管沪深股通开通以来，北向资金流入规模与人民币汇率没有明显的正相关性，如 2018 年贸易战导致人民币贬值期间，北向资金仍然稳定流入，或与 MSCI 增加 A 股权重引发被动配置有关，2020 年下半年人民币

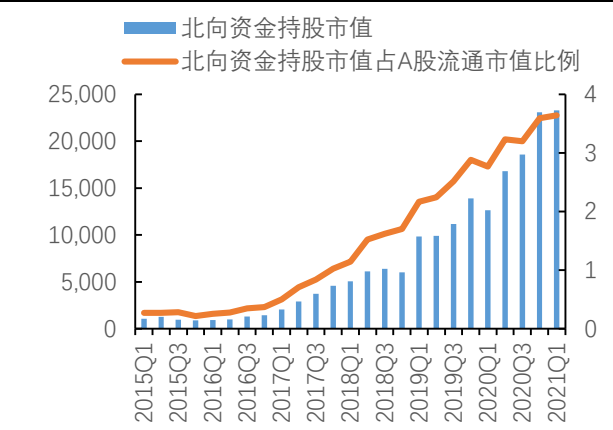
大幅升值，但北向资金流入趋缓，或与全球疫情反复以及美国大选的不确定性有关。但进入 2021 年来，北向资金加速进场，本周北向资金流入规模高达 460 亿，其中 5 月 25 日净流入 217.33 亿，创沪深股通开通以来单日净流入规模新高。且外资增配 A 股是大势所趋，目前北向资金持股市值/A 股流通市值比例升至 3.64%，仍有较大的上升空间。

图 13：北向资金加速进场



资料来源：Wind，优财研究院

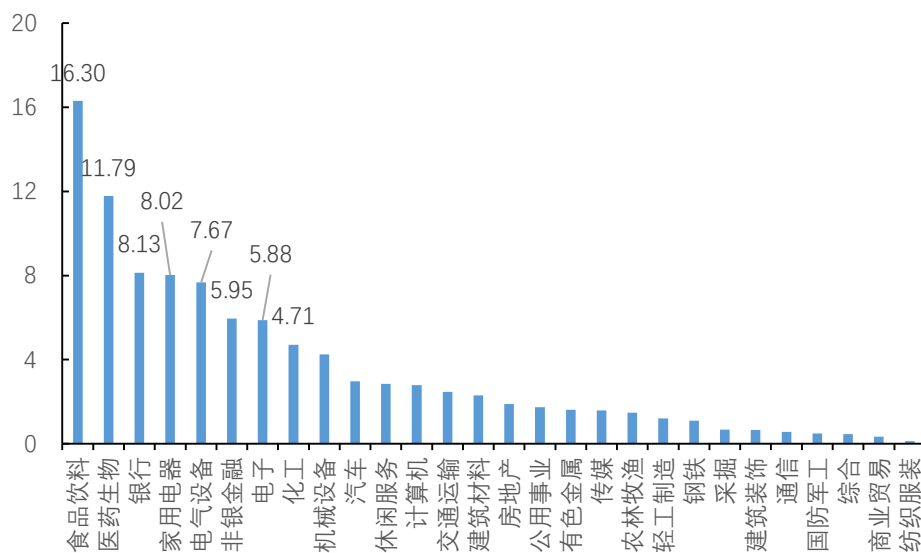
图 14：北向资金持股占 A 股流通市值比例不断上升



资料来源：Wind，优财研究院

从行业配置角度看，北向资金偏好消费和金融风格。根据一季度数据显示，当前北向资金持有比例最高的五个行业为：食品饮料（16.30%）、医药生物（11.79%）、银行（8.13%）、家用电器（8.02%）和电气设备（7.67%）。近期金融股的飙升成为股指上涨的主要动力，银行和保险等行业持有的资产多以人民币计价，人民币升值将带动人民币计价资产增值，券商板块则受益于海外资金入市带动的市场交易活跃度上升，年内拖累市场表现的金融股实现补涨，人民币快速升值→外资加速流入→增持金融+消费股→股指上涨的效应得以实现。

图 15：北向资金钟爱消费+金融（%）



资料来源：Wind，优财研究院

展望未来，人民币年内或将延续升值路径，但升值并非一蹴而就，过快升值不可持续，预计至年底人民币兑美元升至 6.3-6.4 附近，年内空间相对有限。人民币升值的稳定预期有利于外资持续流入 A 股市场，加仓人民币资产，为年内曾大幅下挫的核心资产提供一定的资金面支撑。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1.本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2.本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3.本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。