



“1994 年美元之谜” 会否 成为人民币汇率的逆镜像



基于近期美联储官员鹰派的讲话和 3 月份联储会议纪要，美债收益率已经充分反映了 5 月份的 FOMC 会议上加息 50 个基点并公布每月上限为 950 亿美元的缩表计划。而本周圣路易斯联储主席布拉德认为，“美联储今年需要迅速采取行动，多次加息 50 个基点，将利率提高到 3.5% 左右，不应排除加息 75 个基点的可能性”，令美债收益率再次跳升，导致中美 10 年期国债收益率出现持续倒挂（图 1）。加上近期人民币汇率有走软的迹象，导致市场对国内资本流出和人民币汇率贬值的担忧持续上升。虽然上周五央行如期降准，但央行在本周 LPR 调整窗口中维持利率不变，在一定程度上也被市场解读为中美利差倒挂的掣肘。

与此同时，虽然本周公布的中国一季度 GDP 数据高于市场预期，但从就业、消费、房地产投资等具体细分数据来看，中国经济面临的三重压力并未明显降低，而且近期疫情反复令经济不确定性进一步上升。作为应对，预计未来央行还会继续通过降息降准来帮助实体经济渡过难关，但中美货币政策继续背道而驰是否会给人民币汇率带来较大的贬值压力成为市场关注的焦点。

当下这一轮人民币汇率升值是始于 2020 年年中，当时国内通过有效的防疫政策和宏观政策应对之后，中国经济在走出疫情的同时快速回归正常。全球其他国家因为疫情而出现经济停滞，从而对中国供应链依赖显著上升。2021 年中国出口增速将近 30%，且贸易顺差也创纪录地达到 6700 亿美元。在基本面向好的推动下，加之中美利差，海外资本也持续流入中

国股票和债券市场。国际收支占 GDP 比重反弹至 2%，一改 2018 年以来持续走低的态势（图 2），从而成为支撑人民币汇率持续走强的重要原因。



去年四季度以来,美联储在通胀压力的推动下开始转向鹰派, Tapering 和加息预期推动美债收益率大幅跳升, 并推动美元指数持续走强。在中美利差收窄和美元走强背景下, 人民币汇率依然维持强势令市场较为困惑。

我们认为, 在中国出口依然维持高速增长之外, 中美通胀差异造成中美实际利差是支撑人民币汇率的重要因素。虽然中美名义利差已经倒挂, 但如果我们用最新 3 月份美国和中国的 CPI (美国 8.5% vs.中国 1.5%) 来测算中美实际利率, 经过 CPI 调整的中美 10 年期国债实际收益率之差依然维持在相对高位 (图 4)。

图3

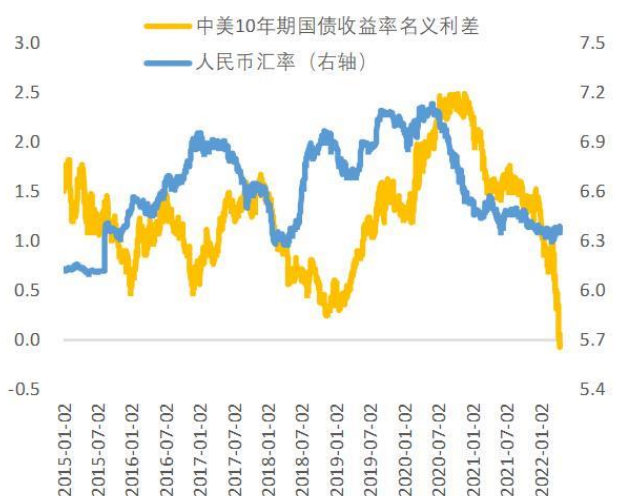
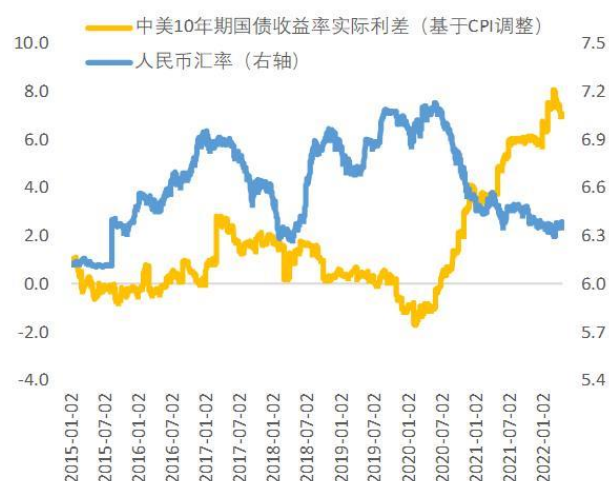


图4



但是，出口韧性和中美实际利差对人民币汇率的支撑是否可持续？

首先，今年中国以外地区在疫情得到控制之后，经济重启加速。全球供应链逐步恢复正常，由此对中国出口的依赖有所下降。此外在全球通胀形势日益严峻的背景下，以美联储为首的央行被迫加快货币政策正常化的步伐。刺激政策退出过程中，全球经济内生增长动力不足的问题逐步显现，加上地缘政治风险的冲击，全球贸易持续萎缩会造成中国外需的明显下降。虽然一季度中国出口依然维持较高韧性，但从全年来看可持续性较低。其实今年两会政府工作报告也指出今年“稳出口难度增大”。

其次，预计美国通胀会在一季度见顶，之后会在美联储收紧货币政策和高基数的推动下缓慢回落。与之相反，下半年中国通胀会缓慢回升，除了低基数和货币宽松之外，以油价为代表的输入性通胀和猪周期回归将可能导致“猪油共振”格局。因此，下半年，一方面中美名义利差伴随着美联储持续大幅加息和缩表之后会进一步倒挂，另一方面中美通胀缺口会显

著收窄，二者叠加会导致目前维持在相对高位的中美实际利差大幅收窄。

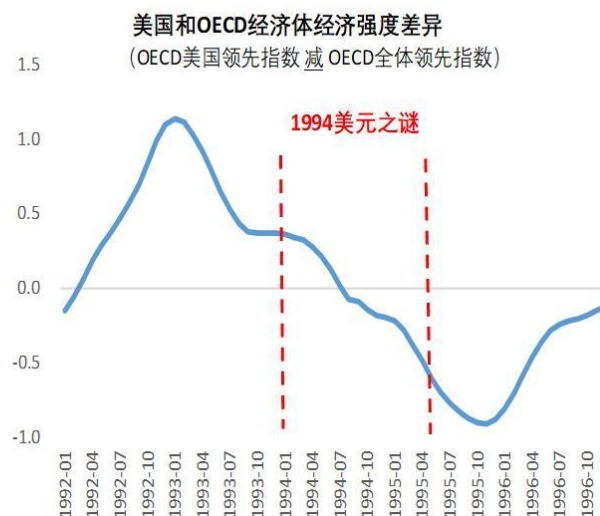
近期人民币汇率强势升值的势头已经有所改变，对美元汇率已经从 3 月初的 6.3 的高点跌破了 6.4 关口。中国出口动能和中美实际利差的见顶回落会在今年下半年会进一步加大人民币贬值压力。虽然人民币汇率小幅贬值可以被认为是在去年持续升值基础上的双向波动，并在一定程度上有利于出口，但大幅贬值显然不利于金融稳定，潜在风险值得监管层给予更多关注。

1994 年美联储加息周期中，美联储上调联邦基金利率高达 250 个基点，带动 10 年期美债收益率也大幅攀升。但期间美元指数非但没有上涨，反而在 1 年时间内下跌幅度将近 10% (图 5)。虽然美元疲软在美联储加息周期并不罕见，但如此大幅的下跌也着实令投资者大跌眼镜。市场试图从经济增长、通胀差异、跨境资本流动等诸多因素去分析，但依然无法得出令人满意的解释：当年美国经济基本面良好、通胀相对温和、资本依然维持净流入。

图5



图6



如果我们把目光转到美国以外地区会发现，虽然1994年美国经济的在美联储加息周期依然持续走强，但当时全球经济普遍走强，特别是美国以外地区包括欧洲、日本等发达经济体以及大部分新兴市场国家的经济增长十分强劲。如果以OECD美国领先指数和OECD整体领先指数之差来反映美国和美国以外主要经济体经济增长差异，可以发现：在从1993年初至1995年末期间，美国经济和美国以外地区经济增长的相对表现持续下降，而1994年中更是开始弱于美国以外地区（图6）。因此，美国和美国以外地区的经济增长差异是导致美元在1994年大幅走弱的最可能因素。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40663

