如果美指跌到 80，人民币兑美元能升破 6 吗？

尽管人民币走势与美元指数互为镜像，但可借鉴数据少和弹性估计值低，导致难以用美指单一变量来研判人民币汇率走势。

- 自"811"汇改以来，人民币中间价走势与美指互为镜像。简单的实证分析结果显示，美元兑人民币汇率中间价与美元指数之间的弹性估计值并不高。由于模型拟合度较低，说明单一美元指数对美元兑人民币中间价汇率变动的解释度不强。理由一是影响人民币汇率的因子很多，即有我国内在因素，也有外部因素，单凭一个美元指数无法完全涵盖所有的信息；理由二是人民币汇率政策是维持一揽子货币稳定。
- 新汇率政策可借鉴的历史数据较少，其中美元仅在 2017 年和 2020 年贬值，此期间境内外汇供需状况和市场汇率预期也明显不同。从前述弹性估计值推算，美元指数跌至 80，人民币汇率升破 6 的难度不小。
- 慎将适应性预期用于研判美元指数。部分美元利空因素或在 2021 年下半年有所反转，如美国经济复苏和美联储收紧预期出现。当前美德利差走扩也减小了美元再次大幅贬值的概率。
- **风险提示：海外疫情超预期，政策不及预期，全球经济恢复不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师：管涛
(8610)66229136
tao.guan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520100001

联系人：付万丛
wancong.fu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120090034

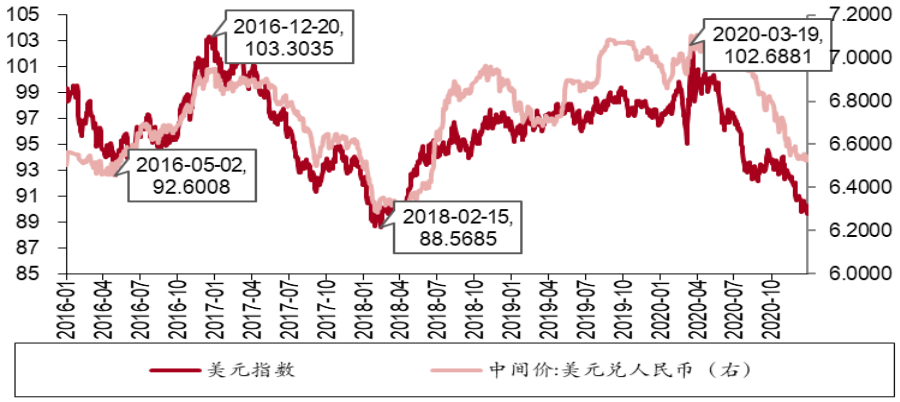
一、2015 年以来美指走势与人民币汇率的变动关系

“811”汇改后，洲际交易所（ICE）美元指数走势与人民币兑美元汇率（本文如非特指，人民币汇率均指人民币兑美元双边汇率）中间价存在较强的镜像关系。尤其是自 2016 年 2 月引入人民币汇率中间价报价机制以来，在不使用逆周期调节因子的情况下，中间价就是由上日银行间市场下午四点半收盘价与篮子货币汇率走势两因素决定，其中隐含着美指强人民币贬值、美指弱人民币升值的逻辑。

从 2016 年初至 2020 年底，以 10%为技术性牛熊市标准来看，美指走过了两轮牛熊切换：牛市期分别升值 11.6%（2016 年 5 月 2 日至 2016 年 12 月 20 日）和 15.9%（2018 年 2 月 15 日至 2020 年 3 月 19 日），熊市期分别贬值 14.3%（2016 年 12 月 21 日至 2018 年 2 月 14 日）和 12.7%（2020 年 3 月 20 日至 2020 年 12 月 31 日）。目前美指正在试探 2018 年 2 月的低点，而人民币汇率中间价较 2018 年 4 月 2 日 6.2764 高位仍有近 2000 基点的距离（见图表 1）。

过去 5 年，人民币汇率中间价同比变动率分别为-6.39%、6.16%、-4.79%、-1.62%和 6.92%；相应的，美指分别为 3.73%、-9.89%、4.14%、0.39%和-6.73%（见图表 1）。

图表 1.人民币汇率中间价与美元指数



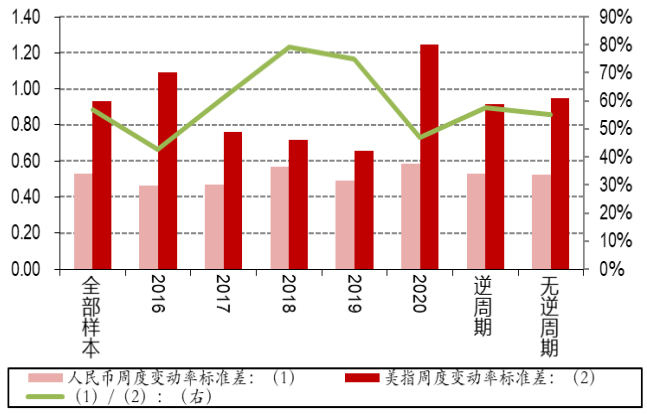
资料来源：万得，中银证券

注：2020 年 3 月 20 日至今尚难以确认美元指数低点，所以未在图中标出这一轮贬值最低点。

“811”汇改后，美元兑人民币汇率弹性和最大振幅均有所提升。从弹性上看，过去 5 年，美元兑人民币周度环比的波动率（标准差）为美指的 50%左右，较汇改前的微小波动明显有所提升。而且，是否使用逆周期因子并不引起波动率显著改变。2018 年和 2019 年美元兑人民币汇率的波动率上升或与中美贸易摩擦冲击有关（见图表 2）。从最大振幅上看，两者关系与波动率相似：除了 2018 年和 2019 年外，人民币年最大振幅为美指的 60%左右，表明人民币较美元更为稳定，与我国有管理的浮动汇率安排相符（见图表 3）。

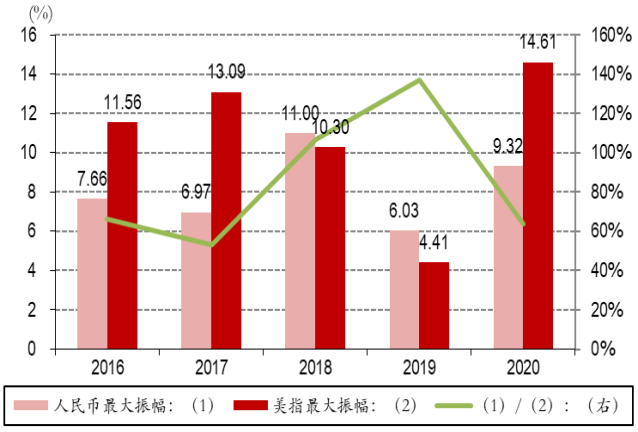
当前，随着美指快速下行和人民币汇率持续走高，市场有声音认为美指 2021 年年内可能跌至 80，并由此预计人民币兑美元有望升破 6 比 1。本文拟就此进行探讨。

图表 2. 美元兑人民币汇率与美元指数周度环比波动率(标准差)



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 年度人民币汇率与美元指数最大振幅



资料来源：万得，中银证券

注：最大振幅=全年最大值/全年最小值-1。

二、美元指数走势与美元兑人民币汇率中间价变动的弹性分析

我们使用美指周度环比变动率（2016 年 1 月至 2020 年 12 月）对美元兑人民币汇率中间价环比变动率进行回归分析。线性回归结果显示，后者相对美指变动的弹性较低：美指弹性估计值为 0.283，即美元指数每涨跌 1%，美元兑人民币汇率中间价涨跌 0.283%；是否含有常数项并不影响参数估计值（见图表 4）。而且，虽然美指的弹性估计值在统计上高度显著，但拟合度仅 0.24，表明美指变动仅能解释 24%的中间价变动，模型解释力度不强。

我们做了两组检验。一是美元兑人民币汇率变动滞后项是否影响当期人民币变动。结果显示人民币具有趋势强化效应，这不同于美指的均值回归效应。美指滞后项对当期美指变动影响显著为负，说明美指涨多了会跌，跌多了会涨。美指弹性估计值在含有滞后项的检验中未出现显著改变。二是分组比较弹性估计值是否因使用逆周期因子而出现显著变化。结果表明，虽然使用逆周期因子期间弹性较高，但也仅有 0.3 左右。而且，拟合值依然偏低（见图表 4）。

图表 4. 实证分析结果

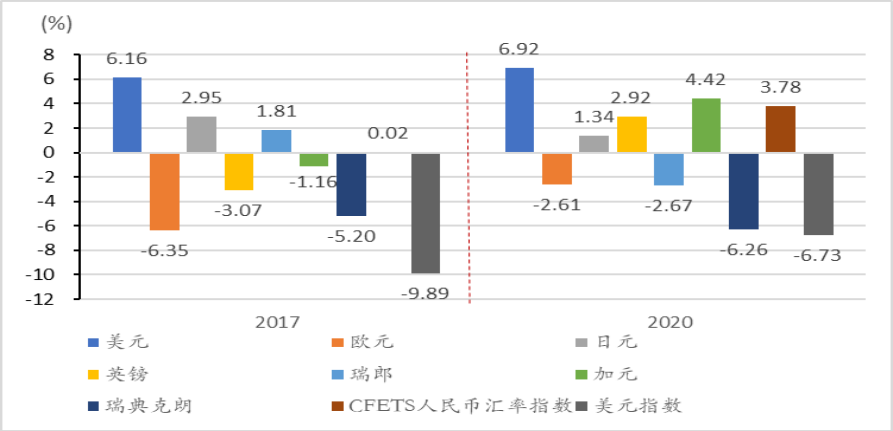
	全部样本（201601-202012）			使用逆周期因子（201706-201712,201809-202010）	不使用逆周期因子（201601-201705,201801-201808，202011-202012）
美元指数	0.283***	0.283***	0.288***	0.301***	0.258***
中间价滞后项	-		0.104*		
常数项	无	有	有	有	有
样本数	247	247	247	138	109
拟合值	0.24	0.24	0.26	0.27	0.21

资料来源：万得，中银证券

注：***代表显著性为 1%，**代表显著性为 5%，*代表显著性为 10%。

模型解释力度低可能有两方面因素。一是影响人民币中间价的因子很多，如我国经济基本面、经常账户差额、贸易形势、货币政策（2018 年美联储加息期间我国央行实施货币宽松政策）和宏观事件冲击（新冠疫情和大国关系）等。单一美元指数难以完全包含其他因子的信息。值得注意的是，人民币兑美元汇率是双边关系。而美元指数是美国多边关系的加权组合，并不与人民币汇率产生直接关系。二是人民币汇率政策是维持一揽子货币稳定。参考篮子与美元指数并不是简单的重叠，稳定一揽子货币并不是稳定人民币兑美元双边汇率。即便给定美指升贬值的幅度，构成美指的篮子货币兑美元汇率走势也会有多种情形。相应地，将其通过人民币兑美元汇率套算过去后，维持人民币汇率指数的稳定也会是多种的而非唯一的情形。如同样是美元指数贬值、人民币汇率升值，2017 年，中国外汇交易中心口径（CFETS）的人民币汇率指数保持基本稳定，人民币兑日元、瑞郎升值，兑欧元、英镑、加元和瑞典克朗贬值；2020 年，人民币汇率指数略有升值，人民币兑日元、英镑、加元升值，兑欧元、瑞郎和瑞典克朗贬值（见图表 5）。

图表 5. 2017 年和 2020 年人民币兑美元指数成分货币、CFETS 人民币汇率指数和美元指数升贬值（%）



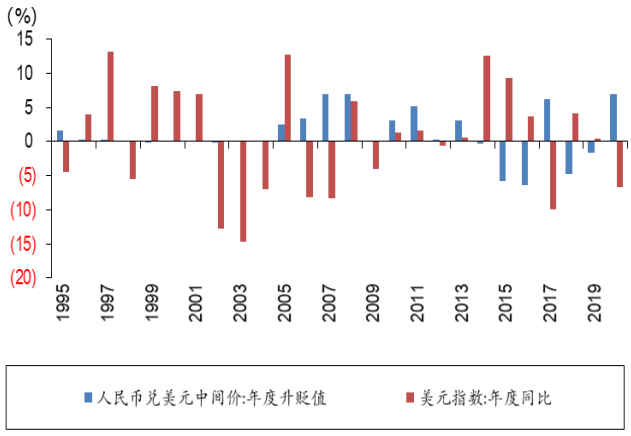
资料来源：万得，中银证券

三、尚难判断人民币汇率弹性是否大到可以追随美元指数贬值升破 6

自 1994 年初汇率并轨，确立以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度后，人民币汇率中间价有超 27 年的历史数据。但是，2015 年前，人民币汇率总体单向升值，目前实施的参考篮子货币调节的汇率政策仅有 5 年之久（2016 年至 2020 年）（见图表 6）。鉴于这 5 年数据中，美元处于贬值趋势的仅有 2017 年和 2020 年，可借鉴的数据就更少了。同时，这两年美元指数下跌时，境内外汇供需状况和市场汇率预期也明显不同。

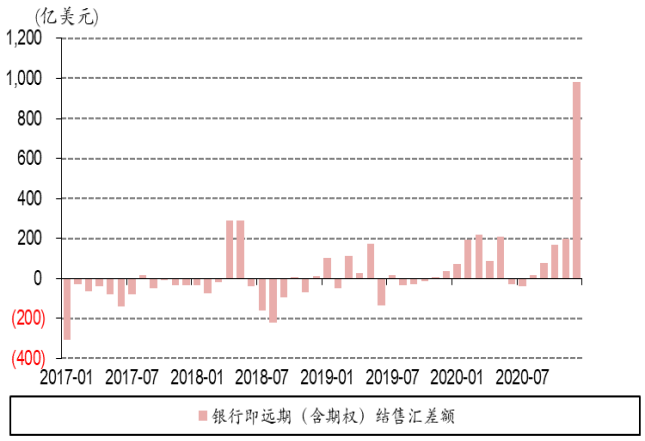
2017 年外汇供不应求，人民币汇率仍有较强的贬值预期。前 5 个月，美元指数累计贬值 5.29%，人民币汇率中间价仅升值 1.07%。随后，依靠引入逆周期因子，推动人民币走出一波强势升值，但当年各月（除 8 月份外）境内基本外汇供不应求，全年银行即远期（含期权）结售汇逆差 851 亿美元（见图表 7）。

图表 6. 人民币与美元指数年度涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 境内客户市场外汇供求状况



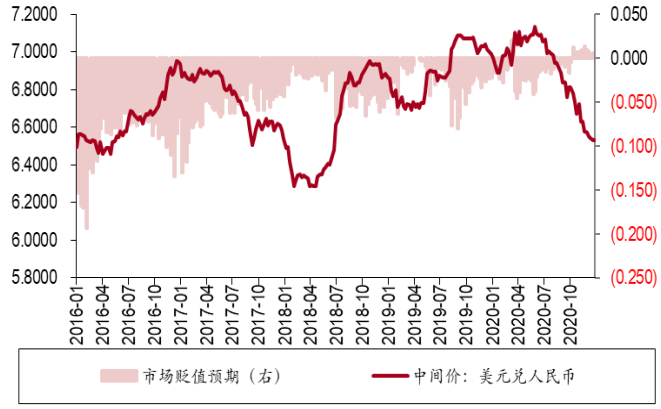
资料来源：万得，中银证券

注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇当月差额+远期净结汇未到期当月增加额+未到期期权 Delta 净敞口当月增加额。

2020 年却恰好相反，境内外汇供大于求，市场汇率预期逐渐由贬值转为偏升值方向（见图表 8）。一季度，在全球疫情大流行、金融大动荡、经济大停摆的情况下，美指飙升，带动包括人民币在内的非美货币兑美元溃败。但在逆周期因子作用下，尽管人民币汇率重新跌破 7，跌幅却远小于其他非美货币，导致万得人民币汇率预估指数升值。3 月 19 日，美指触及年内高点 102.69。年初至 3 月 23 日，境内人民币汇率中间价累计贬值 1.66%，同期万得人民币汇率指数和美元指数分别累计升值 4.54%和 6.23%。4、5 月份，美指回落，但受市场偏空情绪影响，人民币汇率继续承压，中间价进一步下跌 2.18%，万得人民币汇率指数较年初升幅收敛至 0.89%。6 月份以后，疫情防控、经济复苏、中美利差、美指走弱等多重利好共振，人民币震荡升值，万得人民币汇率指数补涨，到 11 月 10 日涨至 95.78，首次超过 3 月 23 日高点 95.46（见图表 9）。此时，人民币兑美元中间价已从 7.0940 升至 6.5897，累计升值 7.65%，完成了全年大部分的升幅。其间，逆周期因子于 10 月底被淡出使用。而逆周期因子的阻跌不阻涨，导致 2020 年人民币汇率升值幅度（6.92%）接近美指贬值幅度（6.72%）。

按照第二部分测算的美元兑人民币汇率变动相对于美元指数变动的弹性系数，如果 2021 年美指跌到 80，相当于从 2020 年底的水平下跌约 11%，对应着美元兑人民币下跌 3%稍强，远小于美元兑人民币跌破 6（即人民币兑美元汇率升破 6）所需 8%左右的跌幅。即便按照 2017 年美元指数贬值、人民币兑美元升值、人民币汇率指数基本稳定的情形，当年美指跌幅转化为美元兑人民币跌幅的比率约为 59%。根据这一转化率，2021 年，美指跌到 80，美元兑人民币大概下跌 6.50%，跌到（即人民币兑美元升到）6.10 左右的水平。

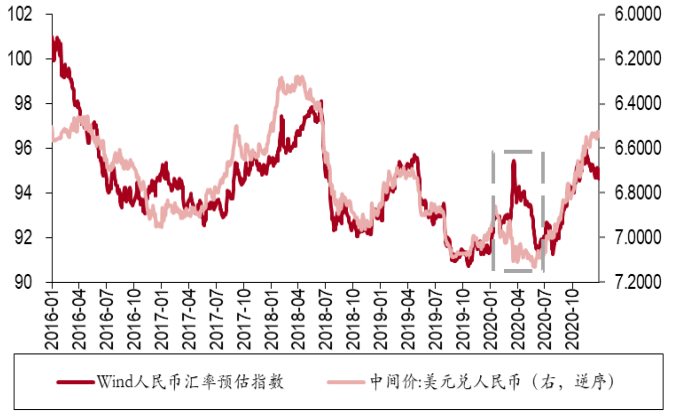
图表 8. 人民币汇率中间价与市场预期



资料来源：万得，中银证券

注：（1）隐含的市场汇率预期=人民币中间价/（1 年期 NDF-1 年期远期掉期报价/10000）-1；（2）汇率预期为正代表升值预期，为负代表升值预期。

图表 9. 人民币汇率中间价与 Wind 人民币汇率预估指数



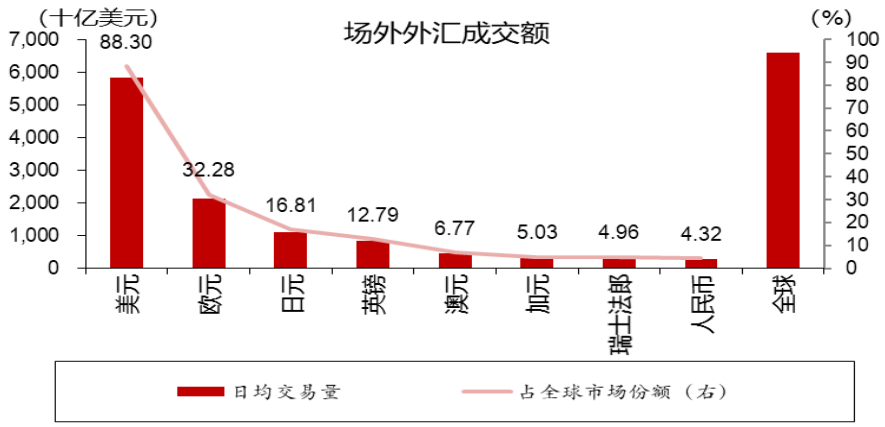
资料来源：万得，中银证券

当然，并不是说人民币汇率升破 6 的可能性一点都没有。那就是，市场出现升值情况下追涨杀跌的顺周期行为。但在境内外汇市场参与者逐渐趋于理性和成熟的情况下，一方面，升值快有助于释放升值压力，避免预期积累，目前升值预期并不强；另一方面，2020 年前 11 个月，市场低买高卖的汇率杠杆调节总体正常发挥；再一方面，影响汇率升贬值的因素同时存在且此消彼长，不排除升值持续一段时间且累积一定幅度后，有可能触发市场的自发调整，或招致更多的政策调控。

四、慎将适应性预期用于研判美元指数走势

在有管理浮动框架下，人民币市场汇率走势更多遵循适应性预期，即市场以为人民币汇率一涨会永远涨上去、一跌永远会跌下去。但预测美指走势难度非常大，短期遵循随机游走过程。由于不仅美元本身是自由浮动的，而且美元指数对应的六大货币也均是自由浮动的汇率安排，所以美元市场化程度较高，价格发现机制更为有效。根据 BIS 统计，2019 年日均外汇市场交易量排前七的是美元、欧元、日元、英镑、澳元、加元和瑞士法郎。排名第二至第七的为美元指数组成部分。其中，美元日均交易量达到 5.82 万亿美元，占总量 88.3%（见图表 10）。想要在如此庞大的市场中，通过准确预测来获得无风险收益的难度可想而知。

图表 10. 全球场外外汇日均交易额（十亿美元）



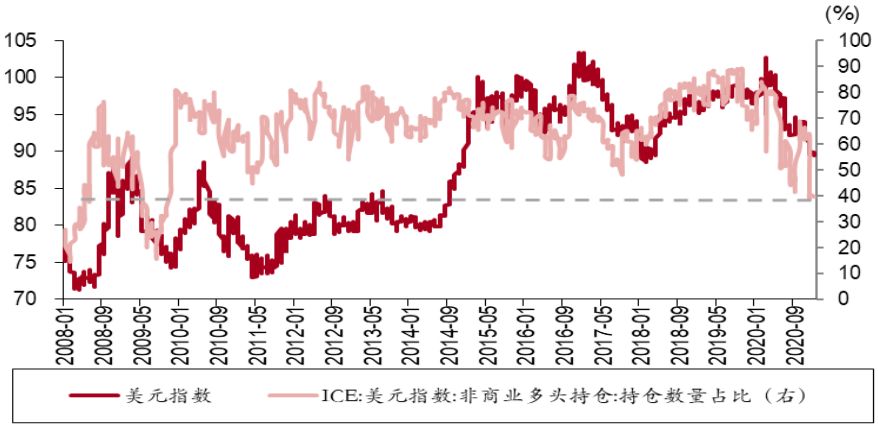
资料来源：BIS，万得，中银证券

当前，短期看空美元仍是市场共识，但要警惕技术面和基本面的不确定性。

从技术上看，美元贬值最快的时期可能已经过去。根据美银全球基金经理调查结果显示，2020 年 12 月份做空美元是第二拥挤的交易，约 17%的基金经理认为美元会贬值，仅次于做多科技。从 ICE 非商业美元多空仓位数据也可以看出，从 2020 年 4 月的九成左右多头持仓占比降至年底的四成占比，这与同期美元快速贬值一致。12 月份，美指多头仓位占比是 2011 年以来最低的，距 2009 年低点也已不远（见图表 11）。虽然并不代表美元颓势即将止步，但是美元空头力量进一步上升的空间已经较为有限。

另外，根据 1990 年以来三次经济衰退时期美元和欧元的表现来看，从衰退期间美元指数高点开始计算 6 个月、12 个月和 18 个月后的美元平均表现，分别为-12.7%、-13.7%和-10.4%，而欧元兑美元则是 15.5%、18.4%和 13.3%；贬值最为明显的一轮周期是 2001 年经济衰退后的复苏期（见图表 12）。而 2021 年美元的 6 个月表现为-9.4%和（截至 1 月 26 日）-12.2%。值得注意的是，过去三次中有两次美元指数会在 18 个月后较 12 个月有所回升。

图表 11. 美元非商业多头持仓占比与美元指数



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 美元指数和欧元兑美元在衰退期高点后 6、12 和 18 个月后的表现

	美元			欧元兑美元		
日期	6 个月	12 个月	18 个月	6 个月	12 个月	18 个月
Jul-91	(13.72)	(14.47)	(3.81)	18.53	21.15	6.26
Feb-02	(10.67)	(16.91)	(19.42)	13.86	25.35	31.02
Mar-09	(12.24)	(9.72)	(7.91)	14.02	8.65	2.68
Mar-20	(9.43)	**(12.17)**		10.72	**13.75**	

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_18433