

## 日元贬值，下一个会是人民币么？

分析师：陈兴

执业证书编号：S0740521020001

邮箱：chenxing@r.qizq.com.cn

研究助理：谢钰

研究助理：马骏

### 相关报告

1 宏观专题 20220105：开年宏观经济与市场十大预判

2 宏观专题 20220111：就业为何难以拖住美国加息脚步？

3 宏观专题 20220116：缩债还有缩表，美债由谁来买？

4 宏观专题 20220125：地方经济工作焦点何在？

5 宏观专题 20220207：应该担心人民币汇率贬值么？

6 宏观专题 20220213：美国劳动参与率能恢复到什么程度？

7 宏观专题 20220220：战火之下，大类资产有何表现？

8 宏观专题 20220301：“两会”需要关注什么？——全国“两会”前瞻

9 宏观专题 20220305：5.5%的经济增长如何实现？——《政府工作报告》九大看点

10 宏观专题 20220308：防疫放松需要满足什么条件？

11 宏观专题 20220315：持而盈之，不如其已——宏观经济和资本市场春季展望

12 宏观专题 20220329：高油价一定会带来高通胀么？

13 宏观专题 20220407：金融稳定保障基金如何运行？

### 投资要点

- **宏观交流思考：日元贬值，下一个会是人民币么？**
- **货币政策取向背离，我国情况也很类似。**今年3月日元贬值速度骤然加快，在一个多月时间里，日元对美元贬值幅度就超过了8%。日元贬值诚然和俄乌冲突引发的能源价格上涨不无关系，但美日之间货币政策取向相反也对此推波助澜。美联储加息并准备缩表的同时，日本央行继续维持货币宽松，并在3月底加码无限量购债。而我国政策虽未像日本这样激进，但其实与其类似，也没有做好全面转紧的准备，这不禁令人担心人民币汇率。
- **关注出口强弱，支撑汇率关键。**疫情以来贸易形势特别是出口强弱在各国汇率水平决定上更为关键。如日元快速贬值之前，日本出口就先出现了显著下滑，今年前两月仅有4%左右，而去年全年还高达18.5%。在日元对美元贬值的同时，不少资源国货币对美元表现出很强的升值，其背后或也在于出口的支撑，像巴西雷亚尔在3月对美元升值幅度超过9%，而前两月巴西出口增速高达36%，接近20%出口增速的澳大利亚，其货币澳元在3月对美元升值幅度也超过了3%。
- **出口增速被美反超，疫情加大经营压力。**人民币汇率的强势其实也和出口有关。在去年四季度以来美元走强的过程之中，人民币汇率却一反常态，相对于美元逆势升值，这主要是由于出口旺盛带来较强的结汇需求所致。今年前两月我国出口增速录得16.3%，但这一增速已然被美国反超，同期美国出口增速超过18%，与之形成对比的是，去年我国出口增速比美国高出近7个百分点。3月以来国内本土疫情导致很多地方停工停产，加大外贸企业经营压力。所以短期人民币汇率可能不会出现像日元这样快速的贬值，但出口回归常态化的过程或将使得汇率易贬难升。
- **放大调整压力，警惕外部风险。**对于资产价格而言，汇率的变化可能会使得海外政策调整压力在国内得到放大，需要更加警惕外部风险。3月境外机构减持债券，北上资金也有流出。当前中美利差远离了“舒适区”，美联储缩表可能继续推高美债利率，如果叠加人民币汇率贬值，将会引发更大的资本流出压力。届时恐怕只有提高国内利率水平加以应对，对于债市和高估值的权益板块而言，会加剧调整风险。
- **一周扫描：**
- **疫情：国内疫情依然严峻，XE毒株加速传播。**截至4月7日，我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超1万例和2.4万例。当前，目前的上海疫情仍处于发展状态，发生了较多的社区传播并外溢到多省多市，防控形势非常严峻。吉林市已经实现社会面清零目标。最近一周，全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约914万，相较前一周下降17%。法国新增确诊拐点初显，韩国疫情持续好转。全球新冠肺炎新增死亡病例约2.4万人，较上周下降27.8%。德国新增死亡持续上行，泰国新增死亡回升。**XE毒株已在全球加速蔓延**，多国放松口罩禁令。全球加强针接种率平缓上升，世卫推荐强生疫苗作为加强针。

- **海外:美联储缩表或提上日程,就业市场仍在改善。**美联储公布3月FOMC会议纪要,缩表或提上日程。与会者一致认为,政策需要在应对新数据和不断变化的前景方面保持灵活,此次纪要比预期的更加鹰派。多位美联储官员认为美联储可能最快将在5月快速收缩资产负债表。欧洲经济增长预期转弱,进一步收紧货币政策是必要的。标普首席商业经济学家 **Chris Williamson** 表示,欧元区经济增长前景正在恶化。多位欧央行官员认为,欧洲央行将按需进行一切必要的调整。斯洛伐克同意“卢布换气”,其他欧盟国家仍处观望状态。美国进一步加大对俄制裁,将取消美国和俄罗斯的正常贸易关系。美国上周初请失业金人数创1968年以来新低。美国当周红皮书商业零售销售年率升幅明显。
- **物价:农产品批发价格上涨,国际油价回落。**本周农业部农产品批发价格指数环比上行,猪肉价格上涨,28种重点监测蔬菜均价下行、7种重点监测水果均价上行。本周布伦特原油和WTI原油均价环比均有所回落,国内动力煤均价稳定,螺纹钢均价延续上涨。
- **流动性:存单发行利率下行,美元指数回升。**本周短端资金利率分化,DR001周度均值环比上行13.5bp,DR007周度均值环比下行12.1bp;3个月Shibor利率和3个月存单发行利率周度均值均下行。票据利率下行,国股银票1个月、6个月和1年转贴现利率周度均值回落。本周央行公开市场共进行了300亿元逆回购操作,本周央行公开市场累计有6100亿元逆回购到期;下周央行公开市场将有400亿元逆回购和700亿元国库现金定存到期,周五将有1500亿元MLF到期。本周美元指数回升,人民币保持平稳。
- **大类资产表现:全球股市普跌,国债收益率下行。**本周全球多数权益市场下跌,纳斯达克领跌。A股市场主要指数均下跌,其中创业板指下跌幅度最大。本周国内股票涨幅前三的行业分别为建筑装饰、钢铁和建筑材料。本周10年期国债收益率周度均值下行2.9bp,10年期国开债收益率周度均值下行3.6bp。
- **风险提示:政策变动,经济恢复不及预期。**

## 内容目录

1. 宏观交流思考：日元贬值，下一个会是人民币么？ .....	- 5 -
2. 疫情：国内疫情依然严峻，XE 毒株加速传播 .....	- 6 -
3. 海外：美联储缩表或提上日程，就业市场仍在改善 .....	- 10 -
4. 物价：农产品批发价格上涨，国际油价回落 .....	- 11 -
5. 流动性：存单发行利率下行，美元指数回升 .....	- 14 -
6. 大类资产表现：全球股市普跌，国债收益率下行 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1: 主要经济体汇率对美元升值幅度和出口增速 (%)	- 6 -
图表 2: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊 (七日移动平均, 例)	- 7 -
图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量 (七日移动平均, 万例)	- 7 -
图表 4: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)	- 8 -
图表 5: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)	- 8 -
图表 6: 各国疫情管控指数 (七日移动平均)	- 9 -
图表 7: 各经济体人口流动性情况 (七日移动平均)	- 9 -
图表 8: 各经济体每日加强针接种量 (七日移动平均, 万剂)	- 9 -
图表 9: 各经济体加强针接种率 (%)	- 10 -
图表 10: 美国初次申请失业金与持续申请失业金人数 (万人)	- 11 -
图表 11: 美国商业零售销售年率 (%)	- 11 -
图表 12: 农产品批发价格 200 指数	- 12 -
图表 13: 食用农产品价格指数	- 12 -
图表 14: 22 个省市猪肉平均价格 (元/公斤)	- 12 -
图表 15: 牛羊肉、蔬菜、水果和鸡蛋价格 (元/公斤)	- 13 -
图表 16: 布伦特和 WTI 原油价格 (美元/桶)	- 13 -
图表 17: 螺纹钢价格 (元/吨)	- 14 -
图表 18: 动力煤平仓价 (元/吨)	- 14 -
图表 19: R001 和 DR001 利率 (%)	- 14 -
图表 20: R007 和 DR007 利率 (%)	- 14 -
图表 21: 3 个月 shibor 和存单发行利率 (%)	- 15 -
图表 22: 国股银票转贴现收益率 (%)	- 15 -
图表 23: 央行公开市场操作 (亿元)	- 15 -
图表 24: CNY 即期汇率和 NDF 远期汇率	- 16 -
图表 25: 美元指数	- 16 -
图表 26: 全球主要股指表现 (%)	- 16 -
图表 27: 申万行业表现 (%)	- 17 -
图表 28: 国外主要商品期货表现 (%)	- 17 -
图表 29: 国内主要商品期货表现 (%)	- 18 -
图表 30: 10Y 国债和国开债收益率 (%)	- 18 -
图表 31: 10Y-1Y 国债和国开债期限利差 (%)	- 18 -

## 1. 宏观交流思考：日元贬值，下一个会是人民币么？

**日元步入贬值通道，3月以来速度加快。**去年年初以来，日元汇率就步入了贬值通道，美元兑日元汇率由2021年初的103提高到了2021年底的115左右。今年3月以来，日元贬值速度骤然加快，今年3月初相比于去年底，日元对美元事实上还略有升值，然而在短短一个多月的时间里，日元对美元贬值幅度就超过了8%。

**货币政策取向背离，我国情况也很类似。**日元贬值诚然和俄乌冲突引发的能源价格上涨不无关系，但美日之间货币政策的相反取向也对日元贬值起到了推波助澜的作用。美联储在3月议息会议上宣布加息并暗示5月很可能缩表的同时，日本央行继续维持宽松的货币政策取向，并在3月底再度宣布“无限量”的购债加码。而我国货币政策宽松力度虽未像日本这样激进，但其实也还没有做好全面转紧的准备，国内本土疫情的扩散给经济带来了新的下行压力，仍需要货币政策施以援手，这不禁令人担心，人民币汇率是否会重蹈日元走势的覆辙？

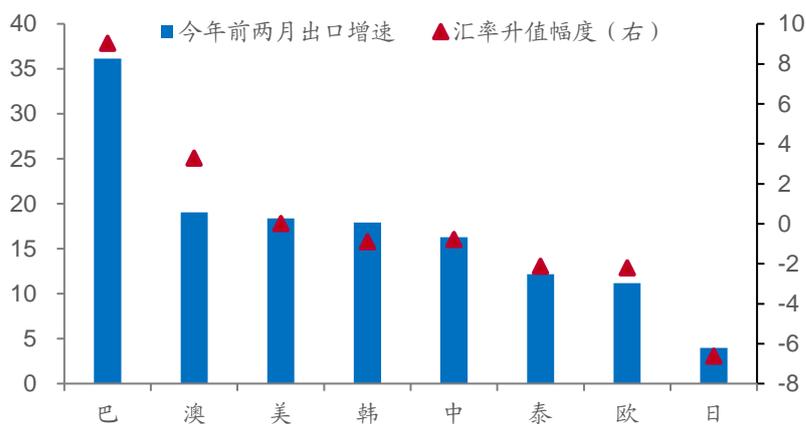
**关注出口强弱，支撑汇率关键。**事实上，我们发现，疫情冲击以来在全球经济的恢复进程之中，虽然货币政策等因素对汇率存在干扰，但贸易形势特别是出口强弱在各国汇率水平决定上更为关键。如日元快速贬值之前，日本出口就先出现了显著下滑，今年前两月以美元计价的出口增速仅有4%左右，而去年全年日本出口增速还高达18.5%。在日元对美元贬值的同时，不少资源国货币对美元表现出很强的升值，其背后或也在于出口的支撑，像巴西雷亚尔在3月对美元升值幅度超过9%，而今年前两月巴西的出口增速高达36%，接近20%出口增速的澳大利亚，其货币澳元在3月对美元升值幅度也超过了3%。

**结汇需求旺盛，汇率逆势升值。**其实人民币汇率的强势一定程度上也和出口有关。虽然去年下半年特别是四季度以来，我国货币政策上就和美国开始出现分化，但在美元走强的过程之中，人民币汇率却一反常态，相对于美元逆势升值，这主要是由于出口旺盛带来较强的结汇需求所致。根据世界贸易组织的数据来看，2021年我国出口在全球的份额相比于2020年再度上升，目前达到接近15%的水平，而美欧日等发达经济体出口份额均有下降。

**出口增速被美反超，疫情加大经营压力。**因而，今年人民币汇率的强弱恐怕还是要落实到出口状况上来。前两月我国出口增速录得16.3%，在去年较高的基数水平上仍然实现了较快增长，但这一增速已然被美国反超，今年前两月美国出口增速超过18%，而去年全年我国出口增速相比于美国还要高出接近7个百分点。特别是3月以来国内本土疫情导致很多地方停工停产，商务部发言人也指出，外贸企业仍面临较大经营压力，部分外贸企业受疫情影响面临生产经营受阻、物流运输不畅等阶段性问题，而原材料成本上涨、跨境海运不畅、供应链瓶颈等问题又未根本缓解。由于我国生产和供应能力在全球来看依然偏强，所以短期人民币汇率可能不会出现像日元这样快速的贬值，但出口回归常态化的过程或将使得汇率易贬难升。

**放大调整压力，警惕外部风险。**对于资产价格而言，汇率的变化可能会使得海外政策调整压力在国内得到放大，需要更加警惕外部风险。根据央行披露的数据，今年3月境外机构投资者减持人民币债券约1100亿元，为2015年初以来最大单月降幅，北上资金也有比较明显的流出现象。而当前随着美债收益率的快速上升，中美利差已经持续收窄，远离了过去所谓的“舒适区”，美联储缩表的进行可能会使得美债利率继续走高，如果此时叠加人民币汇率的贬值，将会引发更大的资本流出压力。届时恐怕只有提高国内债券收益率水平这一途径来加以应对，对于债市和高估值的权益板块而言，会加剧调整风险。

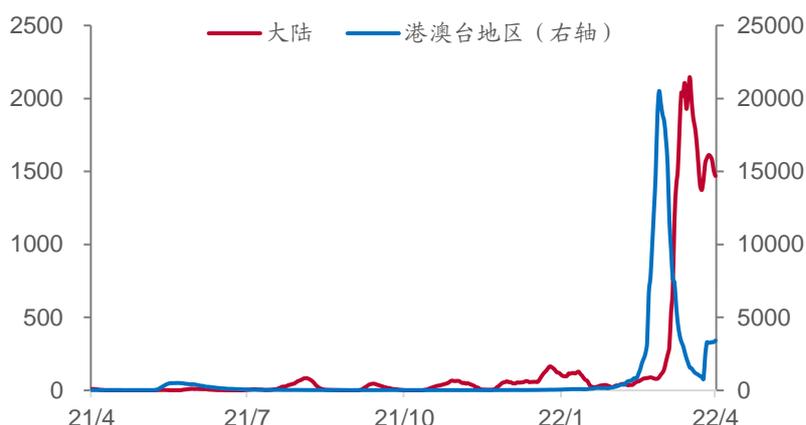
**图表 1: 主要经济体汇率对美元升值幅度和出口增速 (%)**



来源: WIND, 中泰证券研究所。欧盟 27 国出口为今年首月数据。

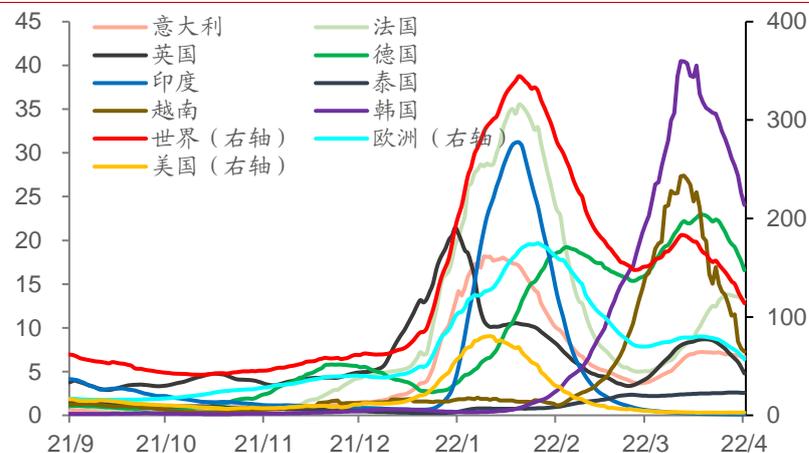
## 2. 疫情: 国内疫情依然严峻, XE 毒株加速传播

**上海单日新增无症状超 2 万例。**截至 4 月 7 日,我国大陆及港澳台地区一周新增确诊病例分别超 1 万例和 2.4 万例。除我国港澳台地区外,现存 322 个中高风险地区。当前,全国新增本土确诊病例主要集中在上海、吉林两地。4 月 7 日,上海新增无症状超 2 万例。目前的上海疫情仍处于发展状态,发生了较多的社区传播,防控形势非常严峻。当前吉林疫情得到有效遏制,经过对覆盖社会面全员检测结果的综合研判,吉林市疫情防控指挥部判定,吉林市已经实现社会面清零目标。本周中国香港地区疫情明显好转,连续多日新增确诊在千例以下。

**图表 2: 中国大陆及港澳台地区本土每日新增确诊(七日移动平均, 例)**


来源: WIND, 中泰证券研究所

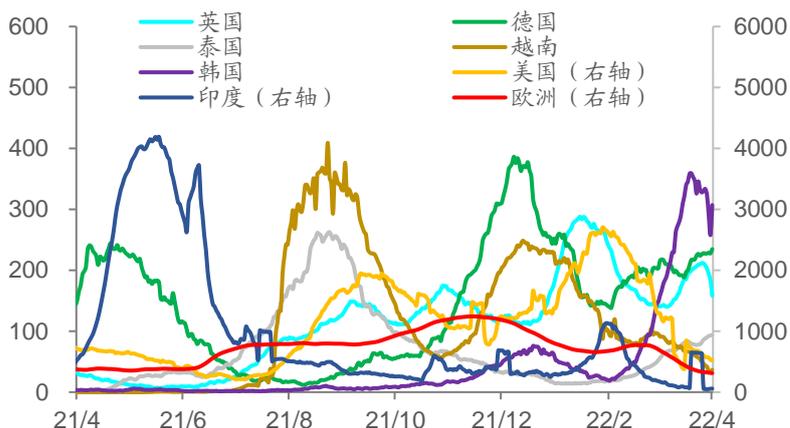
**法国新增确诊拐点初显, 韩国疫情持续好转。**截至 4 月 7 日, 全球新冠肺炎一周新增确诊病例录得约 914 万, 相较前一周下降 17%。美国本周新增约 20.7 万, 较上周上升 8.2%。欧洲本周新增 399.6 万, 较上周大幅下降 23.7%。上周, 法国新增确诊逆势上行, **本周新增确诊拐点初显**。本周新增 92.7 万, 较上周小幅下降 1.6%。亚洲方面, **韩国疫情持续好转**。韩国本周新增 168.3 万, 较上周大幅下降 26%, 韩国中央应急处置本部表示, 预计本国现有新冠重症病例和死亡病例数量将从本周或下周起逐步减少。越南本周新增 50.8 万, 较上周下降 48.8%, 连续两周大幅下降。

**图表 3: 各经济体每日新增确诊病例数量(七日移动平均, 万例)**


来源: CEIC, 中泰证券研究所

**德国新增死亡持续上行, 泰国新增死亡回升。**截至 4 月 7 日, 全球新冠肺炎一周新增死亡病例约 2.4 万人, 较上周下降 27.8%。欧洲一周新增死亡 1 万人, 较上周下降 14.3%, 死亡人数持续下行。其中, 英国本周新增死亡 1109 例, 相较上周大幅下降 24.6%。美国本周新增死亡 3600 余例, 相较上周大幅下降 19.5%。韩国本周新增死亡约 2100 例, 相较上周下降 7.6%。本周, **泰国新增死亡回升**, 录得 658 例, 相较上周大幅上升 19.4%。同时, 德国本周新增死亡 1600 余例, 较上周上升 4.8%, **死亡人数连续多周上行**。针对严峻的疫情形势, 德国卫生部长表示, 尽管新冠病毒感染率正在相对稳定地下降, 但是秋季可能会出现新的一波新冠感染潮。

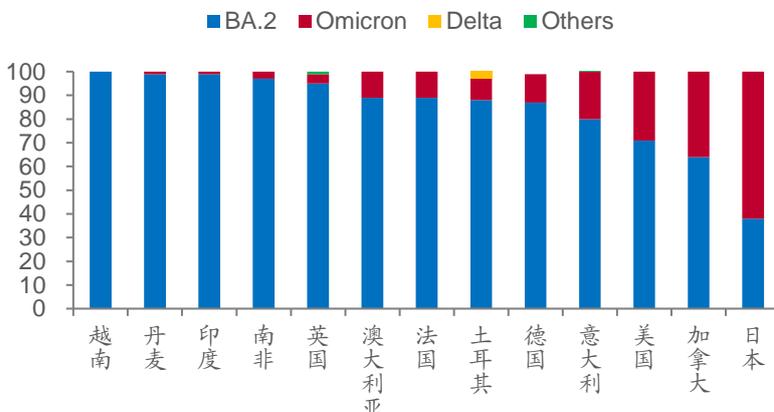
**图表 4: 各经济体近每日新增死亡数量 (七日移动平均, 例)**



来源: CEIC, 中泰证券研究所

**XE 毒株已在全球加速蔓延。**世卫组织表示, 目前为止, 新变种 XE 可能是传播速度最快的新冠毒株, 这意味着 XE 具有大范围流行的潜力。本周, 印度、捷克、巴西等国分别报告首例 XE 毒株感染病例。美国食品药品监督管理局表示, 奥密克戎 BA.2 亚型毒株占近期新增病例的一半, 当前美国接受基因测序的新冠感染病例中有 72% 的样本为 BA.2 毒株。日本东京都 7 日召开分析新冠疫情最新感染情况的会议, 数据显示, 奥密克戎 BA.2 亚型毒株的感染者比例占近期全体感染者的七成。

**图表 5: 近两周各国送检样本中各变种毒株比例 (%)**



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\\_40129](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40129)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn