



上海证券
SHANGHAI SECURITIES

人民币汇率前景及成因

日期: 2022年05月11日

分析师: 胡月晓
Tel: 021-53686171
E-mail: huyuexiao@shzq.com
SAC 编号: S0870510120021
分析师: 陈彦利
Tel: 021-53686170
E-mail: chenyanli@shzq.com
SAC 编号: S0870517070002

相关报告:

《中美利差倒挂，影响几何？》
——2022年05月07日
《经济目标仍可接近 资本市场否极泰来》
——2022年05月04日
《人民币汇率进入中期平稳阶段》
——2022年04月02日

■ 主要观点

人民币缘何急速贬值？

美元的强势进程早已启动，其基础是西方货币政策的退出趋势。结合时间点和期间相关进程来看，中国经济受到疫情冲击后市场预期弱化，是导致人民币兑美元汇率突然失速的重要原因。4月后，市场对经济受到的影响忧虑逐渐上升，加上1季度经济数据弱于预期，市场对中国经济前景的预期发生转向，从而人民币兑美元汇率的平稳进程被打破。中国经济本就处在增速换挡期的经济增速下降期，俄乌战争叠加疫情对经济增长前景的影响，使得市场对中美两国间经济增长速度变化方向，形成了不同预期。

人民币短期或再贬至 6.75-6.80

在俄乌冲突叠加疫情影响下，中美利差倒转加剧了人民币对美元汇率的波动性，1季度数据更是强化了这种预期。股、债、汇“三杀”，表明市场对中国经济前景信心的预期走弱。人民币汇率波动幅度将加大，或再贬之（6.75-6.80）后再回升。

人民币中期将回升至 6.30-6.40 的均衡区

2020年以来，中国在疫情防控的成功，造就了中国经济在全球经济中的领先态势，人民币随即进入持续升值阶段；同期西方货币体系变化进入了“矜子中拔将军”阶段，相对不那么坏的经济体货币胜出。中国经济中长期稳健性犹存，防疫政策坚持直至胜利也已曙光在望，社会已在酝酿全面复工，对疫情影响的关注已转向疫情后的复工和常态化管理机制。对中国经济过度悲观前景预期的修正，将使人民币汇率得以扭转，重新向原平衡区缓进。

人民币长期将再进入平稳运行阶段

从国际金融和世界经济格局演变趋势看，人民币国际化进程不可阻挡，国际化发展中的币值偏强态势，仍是决定未来人民币远期走势的基础。更长远角度，中国克服楼市泡沫对中国经济可持续发展的影响，成功实现转型、升级，基于国际经济、金融和政策政治环境的变化，按照人民币汇率的市场价值和历史价格，以及人民币国际化的发展方向，人民币汇率再上台阶也是可能走势。

■ 风险提示

俄乌冲突扩大化，中国通胀超预期上行，国际金融形势改变，中国货币政策超预期变化。

目 录

1 人民币汇率走势全景图	4
1.1 标杆贬值，整体平稳.....	4
1.2 欧美经济体利率回升的同步性	6
1.3 人民币对美元汇率的“急贬”态势.....	7
2 人民币汇率运行进程改变的原因	8
2.1 美元加息对国际汇率市场的影响	8
2.2 经济因素成汇率走向决定因素	10
2.3 人民币缘何急速贬值？	11
3 人民币汇率的变化前景	12
3.1 中美利差短期仍将扩大	12
3.2 全球汇市进入跷中选将阶段.....	13
3.3 人民币短期或再贬至 6.75-6.80	15
3.4 人民币中期将回升至 6.30-6.40 的均衡区	16
3.5 人民币长期将再进入平稳运行阶段.....	16
4 风险提示：	17

图

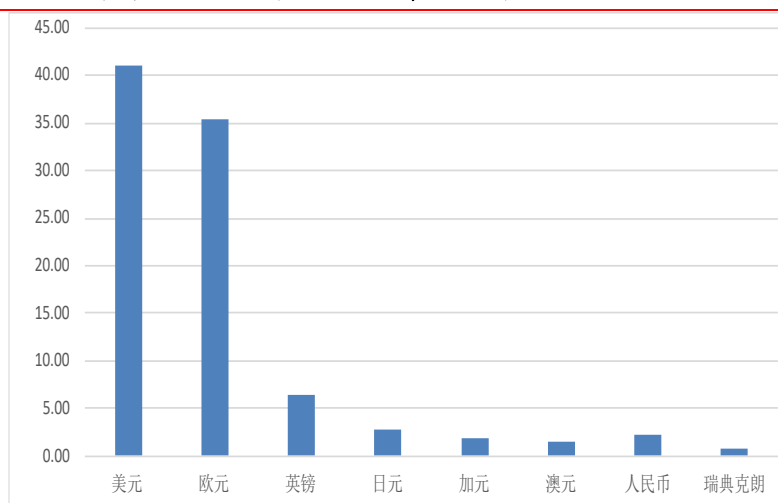
图 1 国际货币支付结算的市场份额（%，2022 年 3 月份）	4
图 2 人民币汇率强势依旧	5
图 3 美元指数（日，1973 年 3 月=100）	5
图 4 美国通货膨胀的变化（%，月）	6
图 5 全球主要经济体国债 YTM-10 年（%，月）	7
图 6 人民币对美元汇率的阶段变化（日）	8
图 7 美元指数和欧元指数	8
图 8 人民币汇率普遍性升值态势	9
图 9 英国和美国央行近期加息的进程和力度	9
图 10 欧元和英镑兑美元汇率的持续走低态势	10
图 11 强美元对美国经济、金融的影响效应	10
图 12 发达经济体经济增长呈现回落趋势（GDP 实际同比，%/季度）	11
图 13 中美经济增速变化相向而行的市场预期	12
图 14 中美利差倒转态势（中美 10 年国债收益率差，月/%)	12
图 15 西方本轮通胀属性为供给冲击	13
图 16 世界主要经济体通胀变化（CPI 同比，月/%)	14
图 17 2008 年金融危机后的全球经济内在低迷格局	15
图 18 中国经济前景预期走弱的市场影响逻辑	15
图 19 发达国家货币兑美元汇率的走势	16

1 人民币汇率走势全景图

1.1 标杆贬值，整体平稳

对于人民币汇率，市场最为关注的是人民币兑美元的汇率。人民币兑美元汇率之所以会成为“标杆”汇率，一是习惯，二是美元的重要性；美元是全球货币体系中最重要国际货币，无论是贸易、投资和储备领域，美元的市场比重和排名都在第一位。

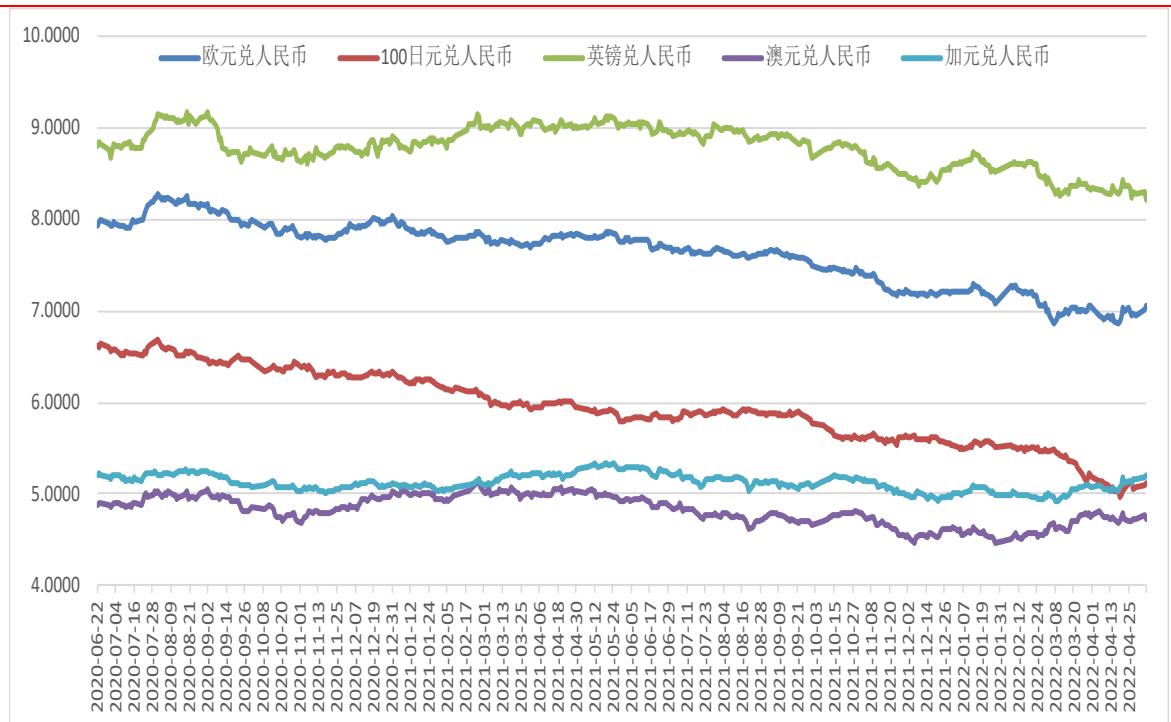
图 1 国际货币支付结算的市场份额（%，2022 年 3 月份）



资料来源：Wind，上海证券研究所

因此，人民币兑美元的汇率变化，自然是牵动市场“神经”的。然而，此次人民币汇率变化的市场全景图是，除对美元经历了一波急贬进程外，人民币对其它货币均表现相对平稳，4月下旬人民币兑美元汇率跳水期间，人民币对另外三大国际货币的汇率变动为——兑欧元贬值 1.0%，兑英镑升值 0.4%，兑日元贬值 1.9%。

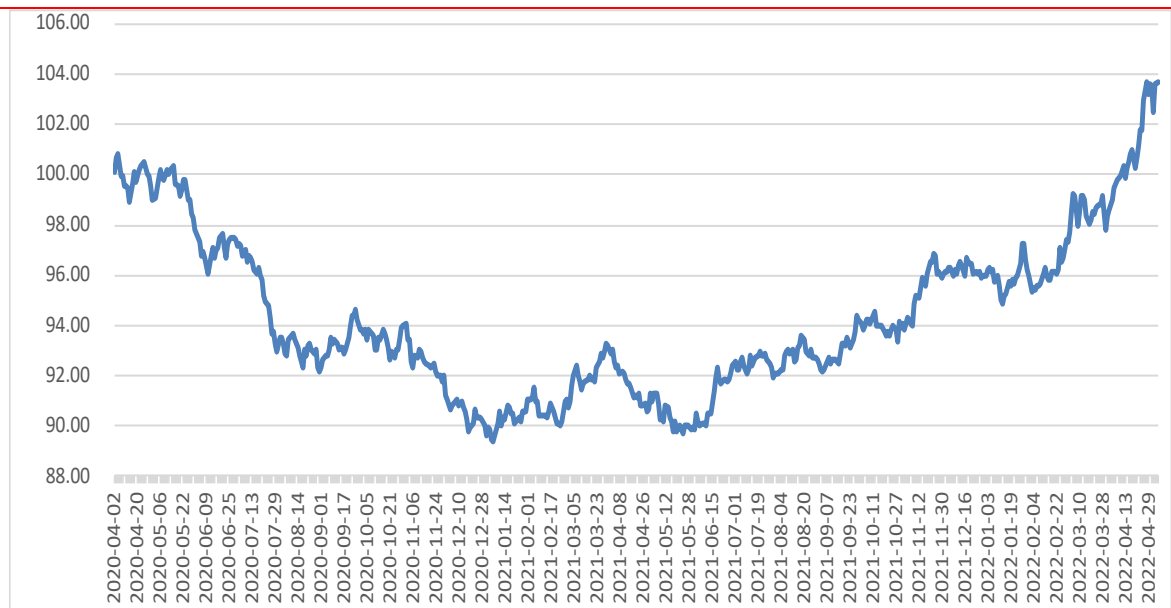
图2 人民币汇率强势依旧



资料来源: Wind, 上海证券研究所

从全球汇市变化图谱看, 显然人民币兑美元的这波急贬行情是在美元升值背景下发生的。从时间进程上看, 美元的强势早在2021年下半年就已启动。显然, 对美联储政策扭转的预期是导致美元进入强势进程的基础。

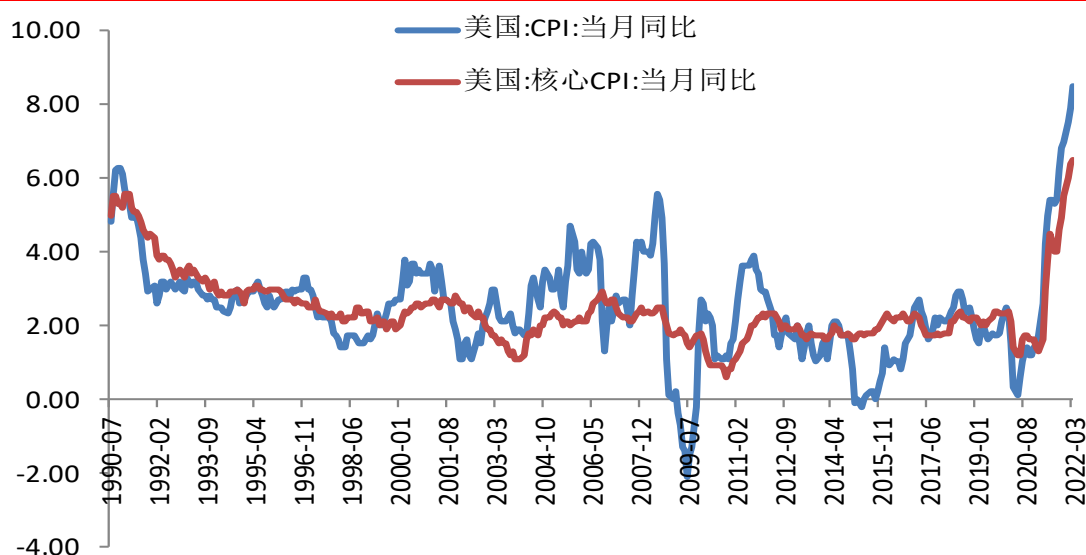
图3 美元指数(日, 1973年3月=100)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2021年下半年后，市场就开始酝酿美联储“taper”和加息的预期；伴随着欧美通胀的逐渐抬头，西方货币政策扭转的市场预期逐渐强化，尽管整个2021年进程中西方货币当局都在尽力消除市场的这种预期，不断表示通胀是临时的，不具有持续性等官方判断。

图4 美国通货膨胀的变化（%，月）



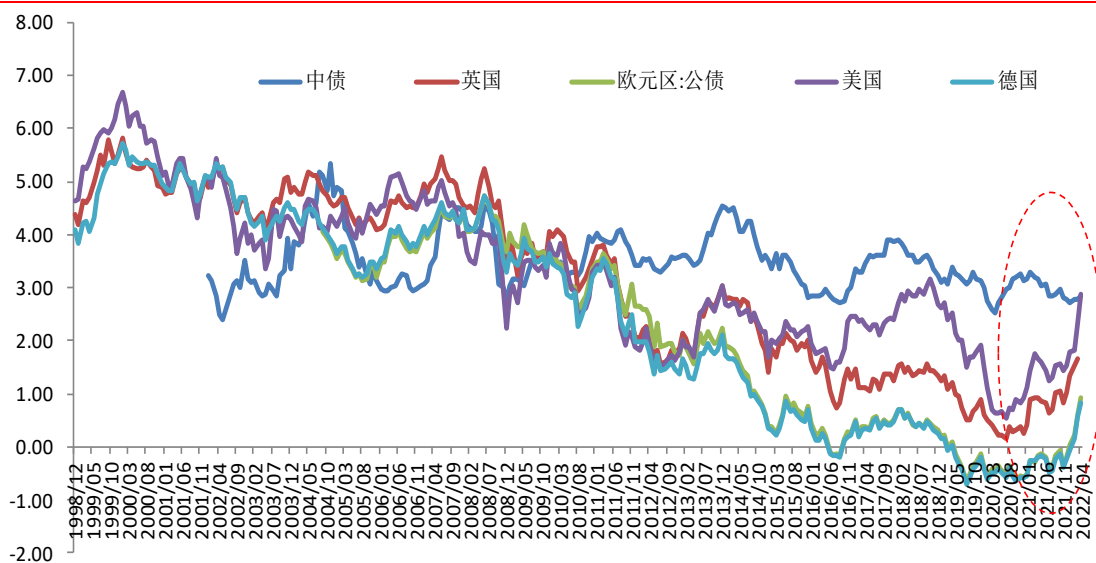
资料来源：Wind，上海证券研究所

1.2 欧美经济体利率回升的同步性

中国和欧美经济体间利率走势相向而行的态势早已形成，2021年下半年后，欧美主要经济体间市场利率就出现了见底回升的态势。欧美利率水平的上升，主要在于对通胀回升带来的货币政策收紧预期。尽管西方货币当局强调通胀的暂时性，但市场普遍预期欧美通胀将延续，甚至加速。在市场预期下，欧美利率已于2021年下半年后开启了缓慢上涨进程。

从欧美各国利率市场标杆利率—10年期国债到期收益率，走势变化看，2021年下半年后欧美利率呈现了一致性的见底缓回升态势，而中国利率水平则保持了相对平稳，中国和西方主要经济体间的利率差，自此开始出现变化，中美利差逐渐缩小，直至2022年4月末的逆转。

图 5 全球主要经济体国债 YTM-10 年 (%，月)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

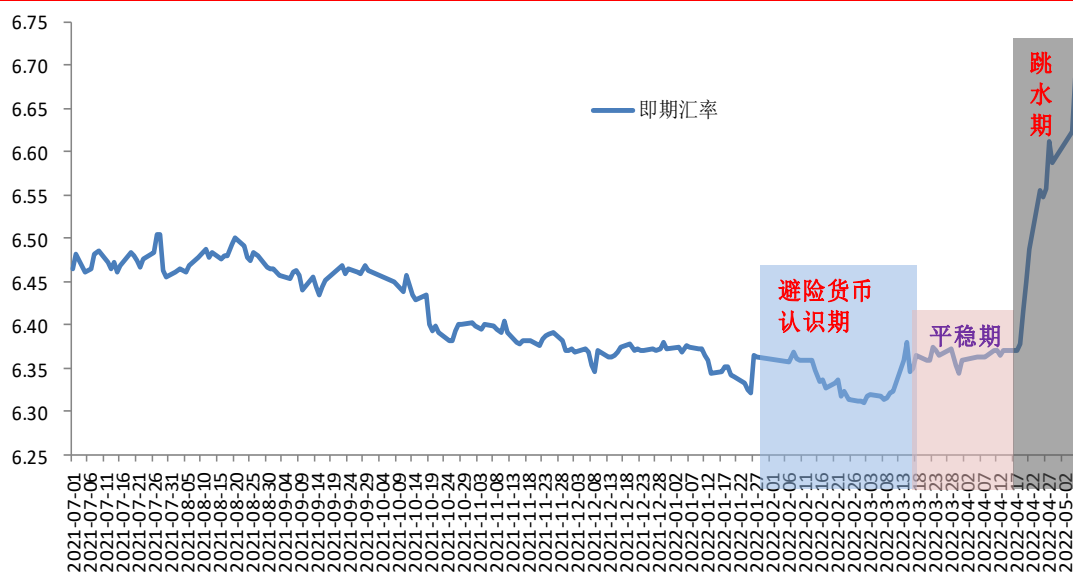
1.3 人民币对美元汇率的“急贬”态势

进入 4 月下旬后，人民币兑美元的汇率经历了一波急速贬值的进程，按即期汇率计算，4 月最后 10 个交易日贬值达 3.3%，不仅结束了 2020 年下半年以来的升值进程，而且抹掉了过去 5Q 的升值成果。

4 月 18 日之前，人民币一直表现平稳。尽管美元自 2021 年下半年以来就表现了强势，但人民币开启的升值进程却要更早于美元 1 年，当美元于 2021 年下半年开启升值进程时，人民币的升值进程已启动了 1 年有余。2021 年 7 月-2022 年 3 月间，国际货币市场呈现了中美货币联袂走强的态势。2022 年后，美元强势已越来越明显，然而人民币仍然保持了稳中偏升的不变态势，以致市场一度认为人民币已成避险货币。彼时，市场普遍认为，纵使美联储政策开启加息进程，但世界经济重心转向中国的趋势不变，人民币国际化下升值的大方向不变。

2022 年 2 月末，人民币兑美元接近 6.30，3 月虽略有反弹，但随即进入一个平衡运行区，3 月中旬后人民币兑美元汇率持续在 (6.35,6.40) 的狭窄区间平稳运行，持续 1 月有余，直到 4 月 18 日，随后人民币兑美元汇率的补跌或跳水模式开启。

图 6 人民币对美元汇率的阶段变化（日）



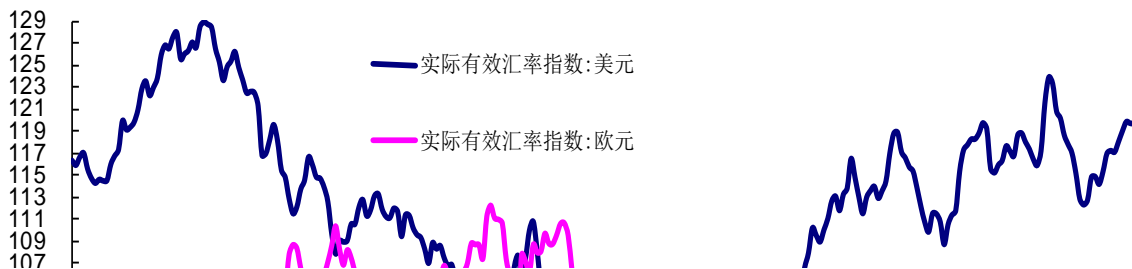
资料来源：Wind，上海证券研究所

2 人民币汇率运行进程改变的原因

2.1 美元加息对国际汇率市场的影响

美元的加息预期出现以来，国际货币市场上美元表现强劲，国际两大主要货币表现了显著的分化态势：美元强势和欧元弱势。

图 7 美元指数和欧元指数



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_41620



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn