

宏观深度报告

坐看云起时：人民币汇率再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

2022年4月19日以来，人民币汇率一改此前偏强格局转为快速贬值，成为资本市场聚焦所在。我们倾向于认为，年内人民币对美元汇率进一步走贬的空间已较有限。今年末美元兑人民币汇率的上限或在6.85左右，年内最高值有可能突破这一水平，但“7”这个关键点仍然较难突破。事实上，在5月23日国常会进一步部署稳经济一揽子措施后，在岸美元兑人民币汇率晚间最高升至6.645，也许就是一个不期而至的“预演”。

一、美元角度：进一步上冲的动能较为有限。美元指数自今年2月以来加速攀升，是本轮人民币汇率急贬的重要催化因素。其主要受到两方面因素驱动：一是，俄乌冲突后，美元的避险属性凸显；二是，俄乌冲突影响下，美国的经济基本面相对欧洲和日本更具韧性。我们认为，尽管目前美元强势的基础没有发生变化，但驱动美元进一步上冲的动能已经不强：一方面，日元创下近20年新低之后，日元贬值对美元指数的推升作用面临衰减；另一方面，市场对欧洲经济的悲观预期或难进一步发酵，欧央行与美联储的货币政策“松紧差”将面临收窄，欧元进一步贬值的空间也已有限。

二、基本面角度：中国经济已过“至暗时刻”。1、今年4月中旬以来，我国本土新增确诊病例和无症状感染者数量见顶回落，疫情对交通物流和产业供应链的冲击已逐步趋于缓和。2、越来越多的房地产“松绑”政策已在路上。5月20日5年期以上LPR降低15bp，为LPR改革以来最大降幅。后续房地产贷款利率将呈现更大幅度的回落，这对于提振房地产销售、稳定房地产投资将发挥关键性作用。3、2022年以来，财政政策在逆周期调节中发挥支柱性作用，“靠前发力”的特征非常突出。今年三季度在地方专项债完成大部分发行、留抵退税红利充分释放后，有较大的可能性推出特别国债，更“掷地有声”地支持重点项目、刺激消费复苏。

三、货币政策分化的角度：输入性通胀的掣肘增强。与2021年相比，中国当前面临的输入性通胀压力未变，但人民币汇率的影响从显著的平抑作用转为了同样显著的助推作用（我们估算人民币汇率贬值可能对今年6月及以后的PPI同比产生3个百分点左右的推动），这将明显减缓中国PPI回落的速度，且在粮价、价格传导和新一轮猪周期影响下，下半年CPI同比运行区间或将升高至3%左右。这将使中国货币政策的掣肘增强，限制中美货币政策分化的幅度，在一定程度上减弱人民币贬值压力。

四、政策调控的角度：年内人民币贬值的上限已近。2015年8月11日人民币汇改以来，以年度尺度衡量人民币升贬幅度其实有一定边界。在岸人民币贬值幅度最大的是2016年，贬值了7%；振幅最大的是2018年，振幅达到11.3%。若按这两个最大值计算，今年末人民币汇率对应应在6.82，年内贬值的顶部则在7.02。但我们倾向于认为，今年美元兑人民币汇率的振幅很难达到2018年水平，从而年内“破7”的可能性实际上比较小。

正文目录

一、	美元角度：进一步上冲的动能有限	4
二、	基本面角度：中国经济已过“至暗时刻”	8
1、	疫情冲击逐步趋于缓和	8
2、	房地产的实质松绑已在路上	9
3、	财政持续发力的可能性较高	11
三、	货币政策分化角度：输入性通胀的掣肘增强	12
四、	外汇政策调控角度：年内人民币贬值的上限已近	13
	附录	14

图表目录

图表 1	美元指数创新高，对人民币汇率形成牵引	4
图表 2	2022 年 3 月以来，日元急贬成为美元升值的重要催化因素	5
图表 3	能源和食品对欧元区通胀贡献超过 2/3	5
图表 4	能源和食品对美国通胀贡献率不到一半	5
图表 5	欧洲和日本能源的对外依赖度较高	6
图表 6	俄乌冲突后欧洲经济预期急转直下	6
图表 7	日元贬值已创二十年来新高，其与美日利差多数时间显著相关	6
图表 8	当前市场看跌日元汇率的情绪较浓	7
图表 9	美日国债利差扩大促使日元汇率贬值	7
图表 10	美联储年内加息预期已相对稳定	7
图表 11	日本央行持有国债的比例已占存量的近 50%	7
图表 12	美国经济相对欧洲的“预期差”正在减弱	8
图表 13	欧元贬值后 1 年左右欧元区制造业景气上升	8
图表 14	4 月中旬起，我国本土新增确诊病例和新增无症状感染者数量见顶回落	8
图表 15	整车货运流量指数逐步向历史同期水平回归	9
图表 16	公共物流园吞吐量指数 4 月 6 日以来逐步回升	9
图表 17	上海实现社会面清零后货运物流将显著恢复	9
图表 18	吉林整车货运物流指数恢复至历史同期的六成	9
图表 19	5 月以来，部分地区房地产政策调整情况	10
图表 20	1-4 月财政赤字形成进度仅次于 2020 年同期	12
图表 21	1-4 月地方专项债融资进展较历史同期更快	12
图表 22	人民币贬值或将对今年 6 月及以后的 PPI 同比产生显著推升	12
图表 23	2021 年 11 月以来粮价环比涨幅显著扩大	13
图表 24	2021 年底以来 PPI 上游向下游传导显著加强	13
图表 25	当前人民币汇率贬值已接近 2015 年以来年度最大贬值幅度及振幅	14

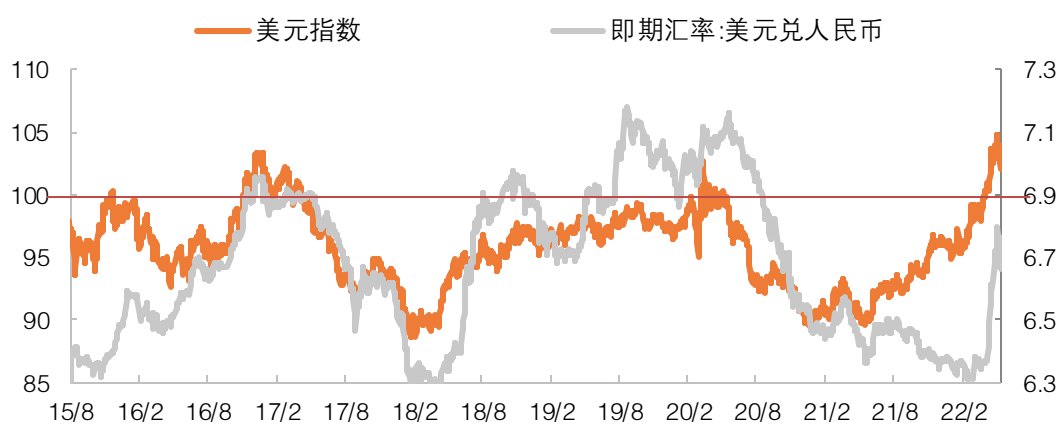
2022年4月19日以来,人民币汇率贬值较猛,离岸美元兑人民币汇率从4月18日的6.3789最高贬值到5月12日的6.8275,创下2020年9月以来新高。5月12日以来,美元兑人民币汇率从高点有所回落,5月20日央行“非对称降息”(5年期LPR报价大幅下调15bp)后,离岸美元兑人民币汇率非但没有因国内货币政策放松而进一步贬值,反而从6.7一度拉升近400点,当天收于6.66;而在5月23日国常会进一步部署稳经济一揽子措施后,在岸美元兑人民币汇率晚间最高升至6.645。这表明,中国经济“稳增长”的能力和前景,是人民币汇率最根本的决定因素,此前一段时间造成人民币汇率快速贬值的冲击因素正在减弱甚至逆转。

本文从美元指数、中国经济、货币政策和政策调控四个角度探讨人民币汇率进一步贬值的空间。我们认为,此前一段时间人民币汇率贬值已接近2015年以来的年度最大幅度,当前美元指数进一步上冲的动能已较有限,中国经济正走出最差的时段,中国货币政策宽松面临的掣肘增强,汇率调控的政策工具箱还有较多储备,因而,年内人民币对美元汇率进一步走贬的空间已较有限。若要给出一个倾向性的区间,我们认为,今年年末美元兑人民币汇率的上限或在6.85左右,年内最高值有可能突破这一水平,但“7”这个关键点仍难突破。近期人民币汇率的急速拉升也许就是一个不期而至的“预演”。

一、美元角度：进一步上冲的动能有限

美元指数自今年2月以来加速攀升,是本轮人民币汇率急贬的重要催化因素。5月12日,美元指数创下104.75的高点,是2015年8月11日人民币汇改以来的新高。而此前当美元指数在100以上运行时,美元兑人民币汇率都运行在6.9以上。因此,某种程度上本轮人民币贬值是一个向合理水平回归的过程,是对2021年8月以来“美元强、人民币更强”的非常态的纠正。

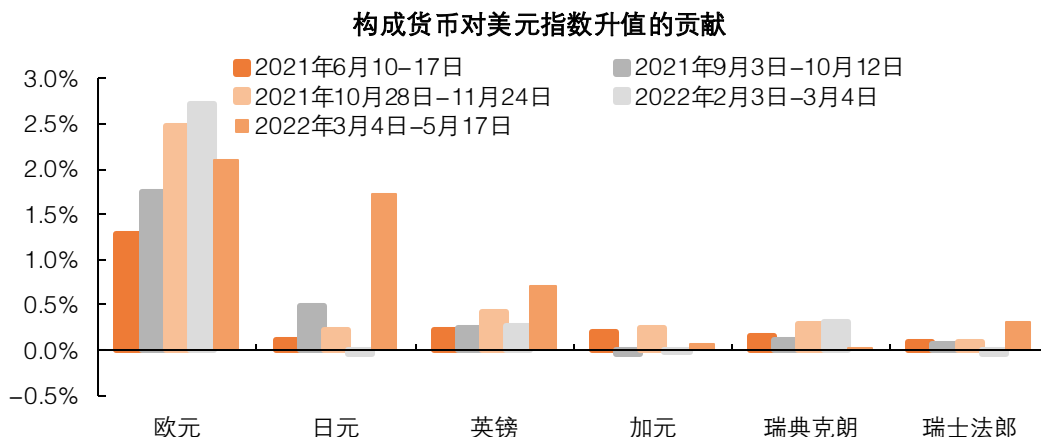
图表1 美元指数创新高,对人民币汇率形成牵引



资料来源: wind,平安证券研究所

本轮美元指数之所以创下新高,主要受到两方面因素驱动。一是,俄乌冲突后,美元的避险属性凸显。特别是,日元在此期间并未表现出传统上的“避险属性”,反而出现了急速贬值,成为美元指数上涨的加速器。2022年3月4日到5月17日,日元对美元指数上涨的贡献达到1.7个百分点,与同期欧元2.1个百分点的贡献已差距不大。这与2018年的情况大相径庭:当年美国贸易保护政策与美联储紧缩背景下,美元指数全年上涨4.1%,而美元兑日元却下跌2.8%,日元的避险属性凸显,抑制了美元指数过快上涨。

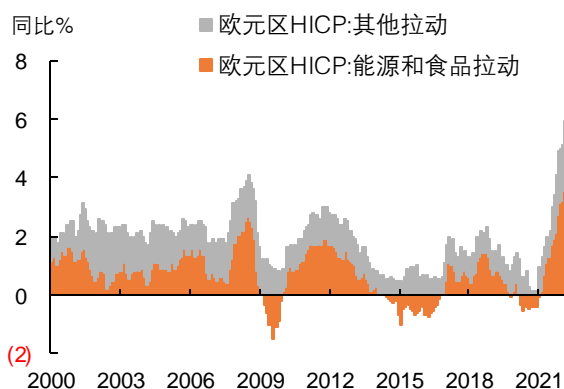
图表2 2022年3月以来，日元急贬成为美元升值的重要催化因素



资料来源: wind,平安证券研究所

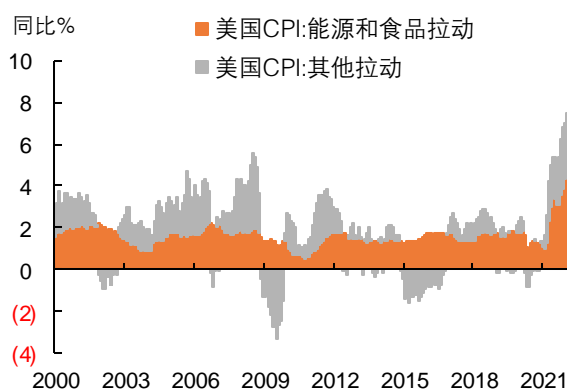
二是，俄乌冲突影响下，美国的经济基本面相对欧洲更具韧性。俄乌冲突后，国际能源和农产品紧缺加剧，而欧洲作为能源净进口地区，通胀压力直线攀升。2022年4月，欧元区调和CPI的食品和能源分项合计拉动HCPI 5个百分点，贡献了HCPI的超过2/3。而输入性通胀的加剧使得对欧洲经济的预期急转直下，3、4月份欧元区19国的消费者信心指数从此前-9.5下滑至-22左右，Sentix投资信心指数从2月-7下滑至5月的-22.6。能源价格上涨同样对日本经济产生冲击，2021年8月以来，由于日本进口矿物原料的成本攀升，日本从贸易顺差转为持续逆差。而美国自2011年页岩油革命后已经成为原油制品净出口国，美国经济相对受益于能源价格上涨。2022年4月美国食品和能源分项拉动CPI 3.4个百分点，对整体CPI同比的贡献率仅为41%。IMF在4月的世界经济展望中，仅小幅下调2022年美国经济增长预期0.3个百分点至3.7%，而将同期欧元区和日本的经济增长预测分别大幅下调1.1和0.9个百分点至2.8%和2.4%。

图表3 能源和食品对欧元区通胀贡献超过2/3



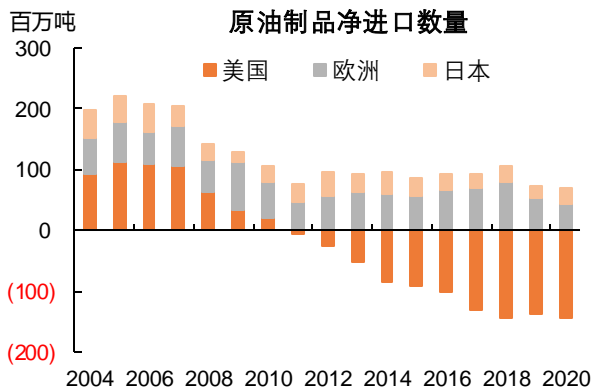
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 能源和食品对美国通胀贡献率不到一半



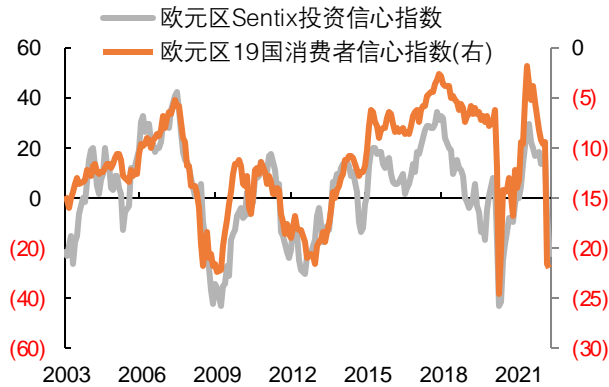
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 欧洲和日本能源的对外依赖度较高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 俄乌冲突后欧洲经济预期急转直下

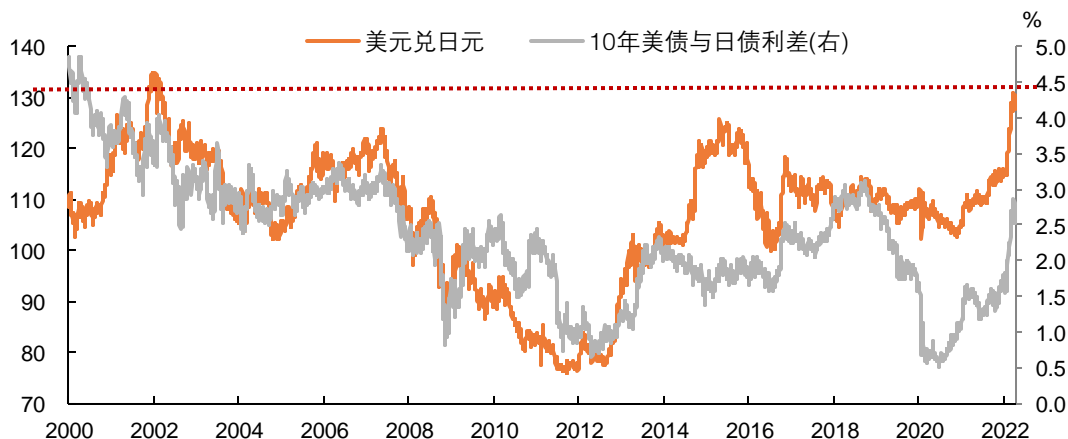


资料来源: Wind,平安证券研究所

从美元指数的上述两方面驱动因素来看，我们认为，尽管目前美元强势的基础没有发生变化，但驱动美元进一步上冲的动能已经不强。

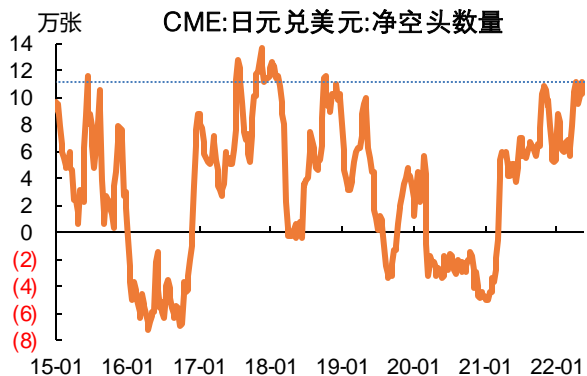
一方面，日元贬值对美元指数的推升作用面临衰减。首先，从市场指标看，当前日元贬值已较充分。4月28日，美元兑日元汇率升至130.85高点，已刷新了2002年以来新高。3月下旬以来，CME日元兑美元非商业净空头数量已突破10万张，处于历史高位，说明市场一致看跌日元，这在一定程度上孕育着空头减持、多头回补的动能。其次，美债利率进一步快速上行的空间不大，对日元汇率的拖累减弱。本轮日元失去“避险属性”的重要原因之一，是美债利率快速上涨（与美国通胀预期走高、货币紧缩预期升温有关），造成美日利差迅速扩大，套息资金大量流出。不过，随着美联储不断引导加息预期，自4月下旬以来，CME利率期货对于2022年末美国政策利率的预期，基本维持在2.75%左右，已不再上升。10年美债收益率自5月6日升破3.1%后，近期已出现回落迹象，日元汇率也已出现小幅反弹。最后，日本央行在4月28日宣布“无限制”购买日债后，货币政策缺乏进一步宽松的空间。在日元兑美元汇率已跌破近二十年新低、“弱日元”加剧通胀压力的背景下，未来日本货币政策取向“易紧难松”。特别是，疫情以来日本央行持有的国债已达到国债存量的一半左右，日央行进一步购债的空间已然有限。

图表7 日元贬值已创二十年来新高，其与美日利差多数时间显著相关



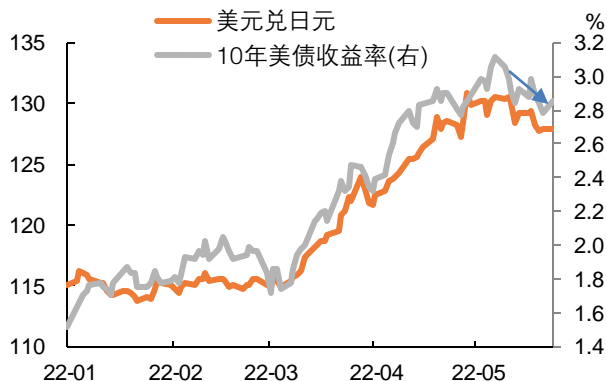
资料来源: wind,平安证券研究所

图表8 当前市场看跌日元汇率的情绪较浓



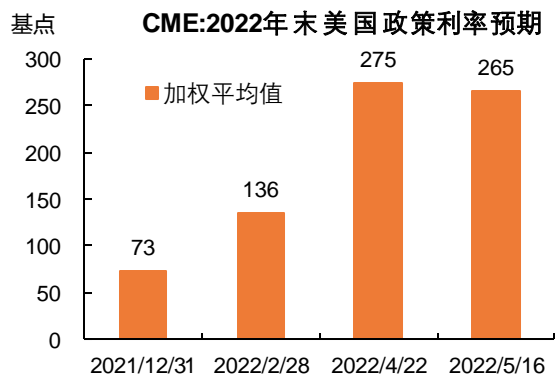
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 美日国债利差扩大促使日元汇率贬值



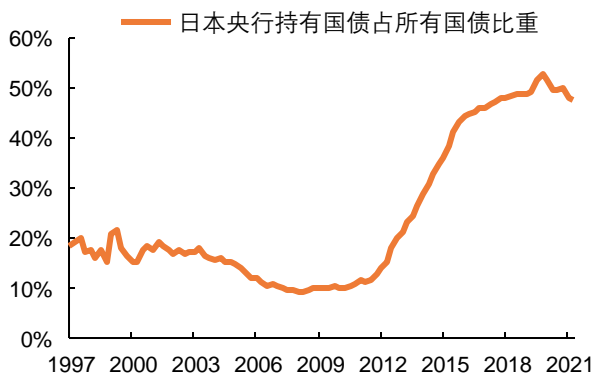
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 美联储年内加息预期已相对稳定



资料来源: Wind,平安证券研究所

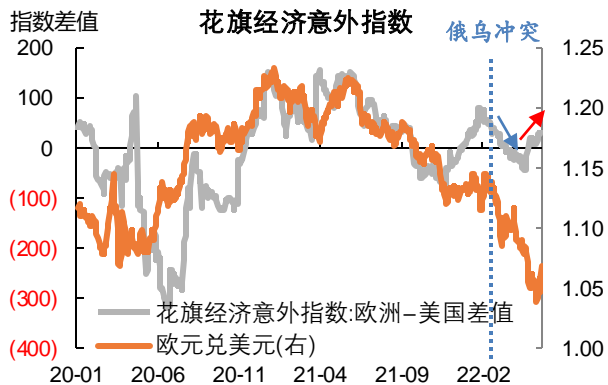
图表11 日本央行持有国债的比例已占存量的近50%



资料来源: Wind,平安证券研究所

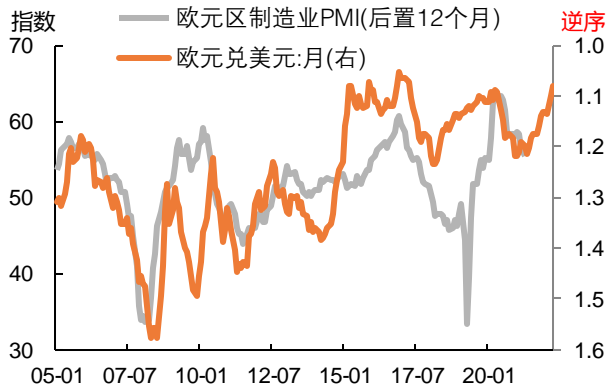
另一方面，欧元汇率进一步贬值的空间也已有限。首先，随着西方国家对俄罗斯的经济制裁力度已经相对充分，市场对欧洲经济的悲观预期或难进一步发酵。以花旗经济意外指数衡量一国或地区经济运行的预期差可见，新冠疫情以来，欧洲与美国的花旗经济意外指数的差值，与欧元兑美元汇率仍然展现出一致性。这一差值在俄乌冲突后显著走低，但自4月下旬以来已呈现出明显回升，表明欧洲经济运行相对好于预期，欧元兑美元汇率具备低位反弹的势能。其次，欧元汇率贬值回到低位，对欧元区的出口和经济具有拉动作用。数据显示，欧元汇率走势通常领先欧元区制造业 PMI 1 年左右，去年 6 月以来欧元走贬，有望对今年的欧洲经济产生积极贡献。最后，欧央行与美联储的货币政策“松紧差”将面临收窄。欧央行货币政策取向虽然较美联储、英国央行等更偏鸽派，但通胀压力不断攀升迫使欧央行考虑加快紧缩节奏。当前，包括欧央行行长拉加德在内的众多官员已经暗示，欧央行或考虑于 7 月停止购债并开启首次加息。随着美欧货币政策“正常化”的大方向归于一致，美元相对于欧元的吸引力或将有所减弱。

图表12 美国经济相对欧洲的“预期差”正在减弱



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 欧元贬值后1年左右欧元区制造业景气上升



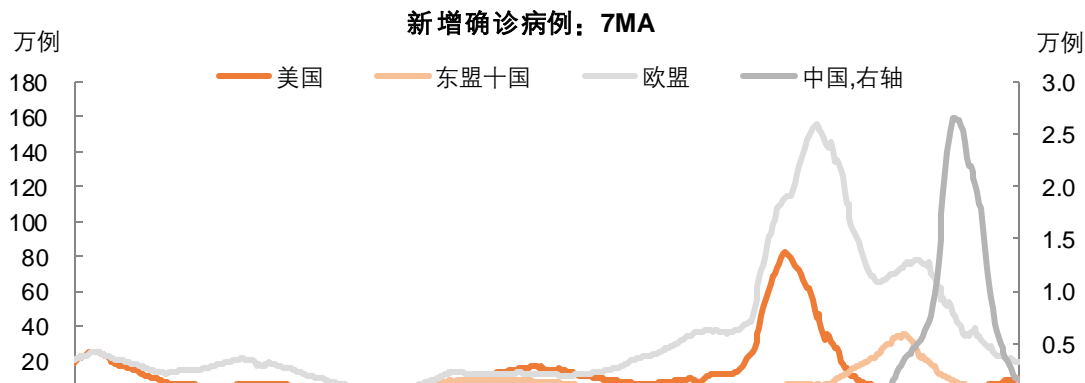
资料来源: Wind,平安证券研究所

二、 基本面角度：中国经济已过“至暗时刻”

1、 疫情冲击逐步趋于缓和

今年4月中国经济受到疫情冲击，主要增长指标大面积转负。4月工业增加值同比-2.9%，3月为5.0%；社会消费品零售总额同比从-3.5%下滑到-11.1%；房地产开发投资完成额累计同比从0.7%下滑到-2.7%。而中国本轮的疫情是在海外主要经济体疫情发展下降的周期内发生的，这种错位叠加中国经济下行压力的凸显，是本轮人民币汇率急贬的根本原因。

图表14 4月中旬起，我国本土新增确诊病例和新增无症状感染者数量见顶回落



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_42244



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn