



靳毅：强美元下，人民币如何演绎？





欧元和日元贬值是近期美元走强的主要推手，其贬值主要原因有二：1) 短期来看，美、日、欧央行货币政策存在阶段性错位；2) 长期来看，美元走强的背后，是全球经济增速的逐渐放缓。

美元升值格局下，人民币的未来走势，同样可以分为短期和长期维度来看待：

短期来看，人民币贬值存在两大“催化剂”：1) 美元快速升值周期中，人民币难以独善其身；2) 股市赚钱效应下降使得资本存在外流压力。

长期来看，出口增速下降，将使得人民币贬值逻辑相对确定。中国出口正在面临海外需求退坡和订单外流的双重挑战，而本轮国内多地爆发 Omicron 疫情，将加快后者的演绎，今年二三季度出口面临较大压力，进

而使得人民币进一步承压。

展望未来，随着后续市场对美欧央行货币政策预期差的逐渐弥合，美元升值增速趋缓，叠加国内资本市场继续下探空间有限，短期资本外流的“催化因素”将边际钝化。

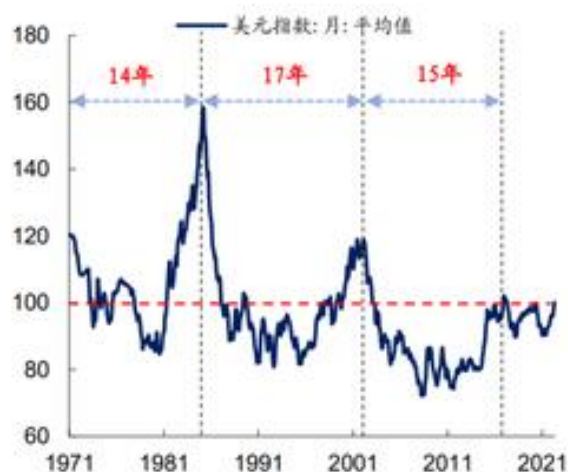
本轮中国经济周期走在美国前面，国内经济已经处于“筑底”阶段，一旦中国经济企稳反弹，而美国经济高位回落，那么中美利差也将出现反转，人民币的贬值压力将边际减轻。

1、全球贬值潮来袭

今年以来，伴随美联储加息预期的愈演愈烈，美债利率快速上行的同时，美元指数也不断走强，近期重返“100 大关”。在此格局下，近期人民币、欧元以及日元均出现了不同程度的贬值。

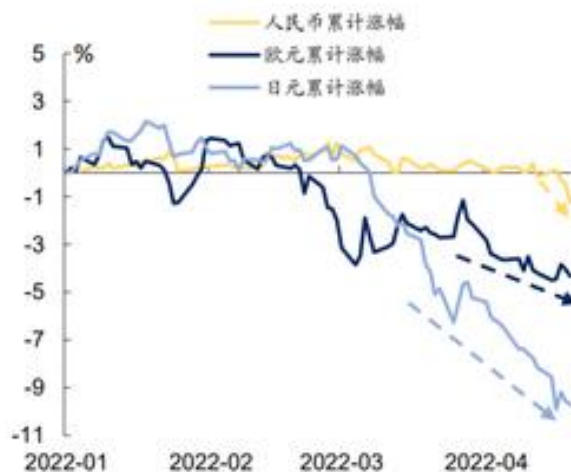
历史上来看，美元指数存在 3 轮大周期，每轮持续时间为 14 年至 17 年不等。上一轮周期的顶点出现在 2017 年，伴随着美联储加息进入尾声，美元指数逐步登顶。然而，2018 年的中美贸易战以及 2020 年全球疫情爆发的扰动下，美元走势始终处于高位盘整状态，并没有出现“周期性”回落，目前美国通胀高企，本轮美联储加息节奏将比以往来得更快，一轮新的“美元周期”或将开启。

图 1: 美元阶段性走强或将开启



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 2: 人民币、欧元以及日元出现不同程度贬值现象



资料来源: Wind、国海证券研究所

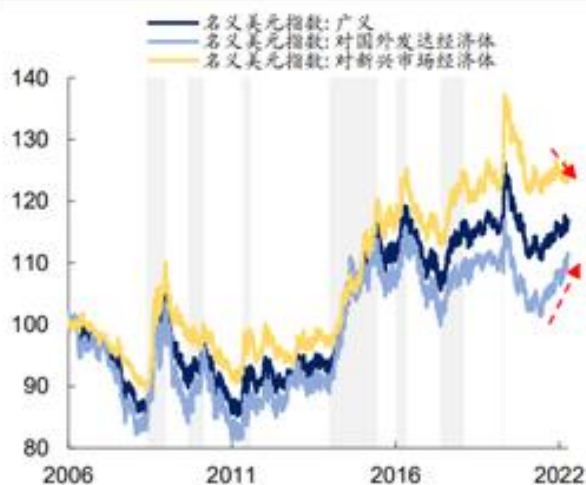
2、如何看待美元升值？

2.1

美元走强，这次不太一样

本轮美元走强，并没有引发新兴市场货币大幅贬值。在传统认知里，伴随美元的升值，新兴国家面临的“资金出逃”现象往往较为严重，然而这轮美元走强与以往有所不同，相较于新兴市场，发达国家货币的贬值更为显著。年初以来，美元相较发达经济体货币累计涨幅超 3.0%，而相较新兴国家货币不升反贬，累计跌幅达-0.5%。

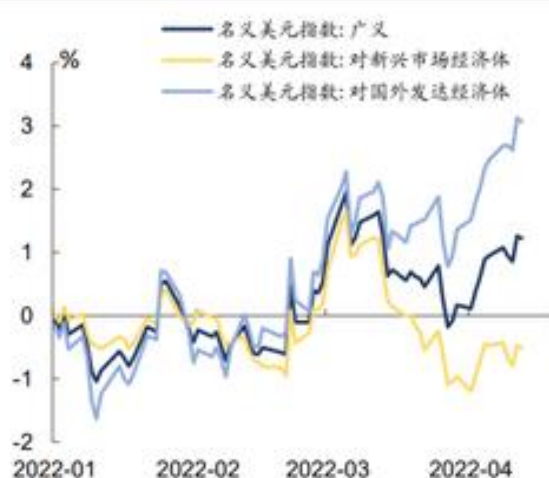
图 3: 美元升值时, 新兴市场货币往往出现贬值



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 图中灰色区域表示美元上行周期; 此处采用“广义美元指数”, 量纲与 ICE 编制的美元指数有所不同。

图 4: 年初以来, 美元相较不同市场货币累计涨幅



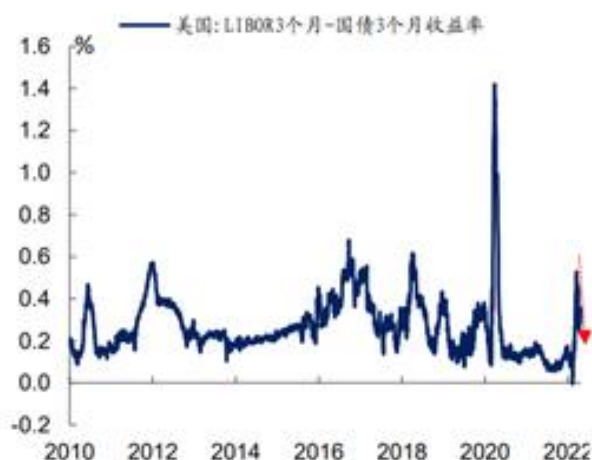
资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 累计收益率比较基期为 2022 年 1 月 3 日

经常账户的持续顺差是本轮新兴市场货币能够保持韧性的主要原因。

历史上来看, 东南亚制造型国家, 和以巴西、澳大利亚、新西兰为代表的大宗商品输出国的货币, 对国际大宗商品价格变动均表现为正相关。疫情以来全球大宗商品涨价, 新兴国家“出口强”边际对冲了美债利率上升带来的“吸水效应”的现象。

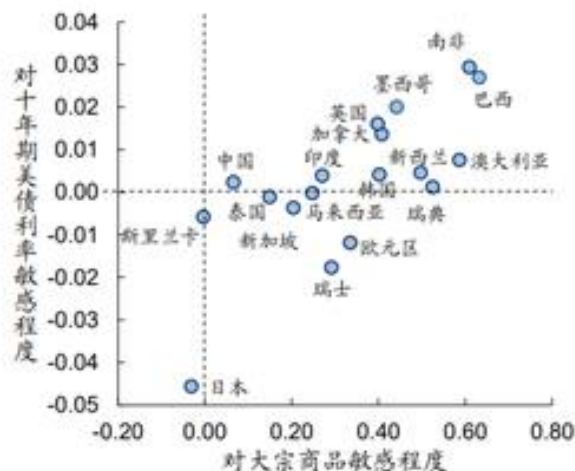
图 5: TED 利差显示美元并没有持续回流



资料来源: Wind、国海证券研究所

注: 当离岸美元流动性放松时(美元回流压力缓解), Ted 利差收缩

图 6: 货币对美债利率和大宗商品价格变动敏感度



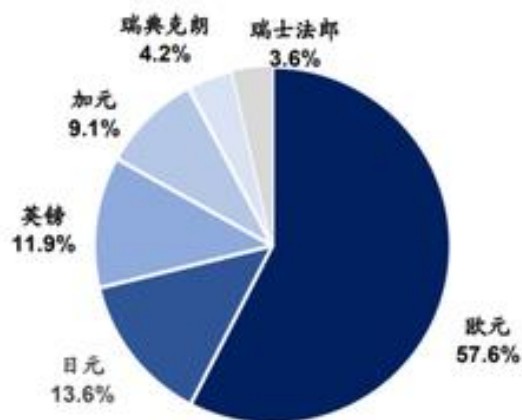
资料来源: Wind、国海证券研究所

2.2

美元为何升值？

欧元和日元贬值是近期美元走强的主要推手。从美元指数构成来看，欧元和日元在权重上占据了美元指数的“半壁江山”，两者权重合计超美元指数 70%，其贬值能够解释本轮美元 80%以上的升值。

图 7: 美元指数构成



资料来源: Wind、国海证券研究所

图 8: 日元、欧元贬值对美元拉动作用显著



资料来源: Wind、国海证券研究所

那么，本轮美元升值过程中，欧元和日元究竟为何贬值？我们认为，可以分为短期和长期两大维度来看待这个问题：

(1) 短期来看，美、日、欧货币政策的错位是“导火索”。在全球通胀高企，美联储越发“鹰派”的同时，欧洲央行的态度相对“鸽派”，以及日本央行的强硬“鸽派”态度无疑是本轮欧元和日元出现大幅贬值的一大原因。

表 1：美、日、欧央行在货币政策推出上存在错位

央行	时间	表态内容
美联储	4 月 21 日	鲍威尔：“如果时机合适，‘加息前置’策略有一定益处，加息 50 基点是个将要讨论的方向。”
日本央行	4 月 22 日	黑田东彦：“哪怕日元贬值，日本央行也必须继续“激进地”宽松。日本央行必须继续实施货币刺激措施，用超级宽松的货币政策，以稳定的方式，来实现 2% 的价格稳定目标。要稳定实现 2% 的目标还有很长的路要走。”
欧洲央行	4 月 22 日	拉加德：“欧洲央行债券购买行动很可能在第三季度初结束，今年加息的可能性很高，而 6 月的会议是根据新数据决定下一步行动的時刻。”

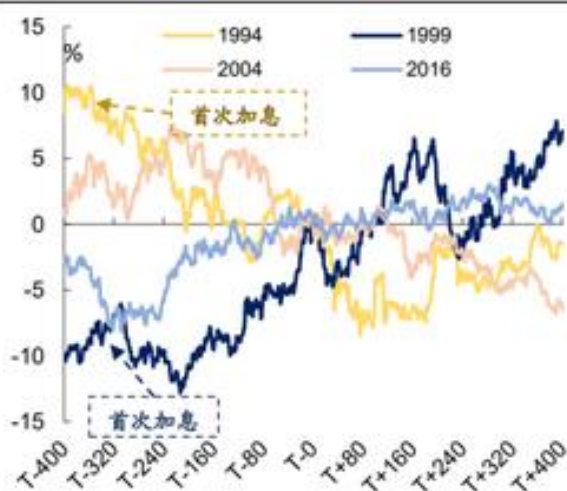
资料来源：Wind、华尔街见闻、搜狐网、国海证券研究所

(2) 长期来看，美元走强的背后，实则是全球经济增速的逐渐放缓。历史上来看，美元指数走势与全球经济走势呈负相关，当全球经济走弱时，美元的吸引力才会变强。这也是为什么，1994 年正值全球经济复苏之际，

即使美联储加息，美元吸引力也相对有限，导致美元“不升反贬”。

反观本轮美联储加息周期开启，需求逐渐退坡的格局下，全球经济增速放缓已经开始逐渐兑现。叠加“俄乌冲突”对欧洲、日本受到能源进口冲击较为显著，对日欧经济增速放缓的预期是本轮欧元和日元贬值的另一大原因。

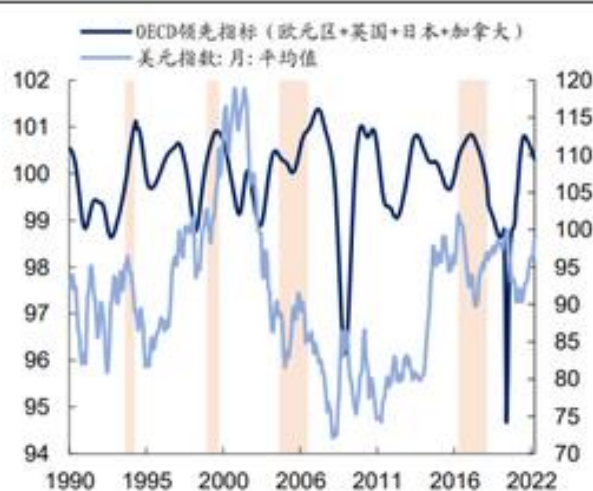
图 9：美联储加息周期中，美元指数表现



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：T 为历轮加息周期中的最后一次加息时间

图 10：OECD 领先指标和美元指数呈负相关



资料来源：Wind、国海证券研究所

注：选用美元指数中占比最大的四个国家（经济区）的 OECD 指标

3、人民币将如何演绎？

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_40876

