



张瑜：关于汇率运行的全方位思考



意见领袖 | 张瑜

主要观点

1、年初以来汇率如何运行？强而不贵

横向比：和其余币种相比，自年初美元走强以来人民币贬值幅度相对不大，对主要非美货币升值，今年以来人民币汇率指数并不弱。

纵向比：无论从单一汇率还是一篮子汇率来看，汇率当前价格与价值的差异都维持在 2%左右的合理差异内，基本是匹配状态，汇率无明显高估或低估。

2、汇率未来的判断——波动为主，贬值持续时间有限，或呈现两段论

第一段：现在到明年年初，汇率或有偏贬值运行的可能性。在这一阶段，美国通胀确切的回归信号还看不到，由于当前美国通胀的宽度已与 1980 年持平，通胀继续超预期的风险较高，且美国 CPI 同比年内或依然将在 7%以上运行。因此美联储加息短期难以停止，预计到明年年初，中美货币政策背离或依然持续，美元可能进一步走高、息差可能维持偏窄、人民币贬值概率更大。

第二段：明年二季度开始到下半年，汇率稳定或略升。这一阶段美国需求或已出现明确回落，通胀明确回归，市场开始交易衰退甚至下一轮宽松，届时美元指数的支撑因素将弱化。同时，2023 年在全球经济“比差”

中我国经济增长反而更有优势，中美经济增速差或再度走阔。

3、如何理解汇率在货币政策中的角色？护航“以我为主”

2017年中间价形成机制稳定后，通过过去几年历次大波动的市场跟踪经验，我们认为有两个层面的理解：

大原则：货币政策独立性优先于汇率，所以以我为主的大框架下意味着，加大汇率弹性是基本方向。

小原则：虽然加大汇率弹性，不做点位方向的预设，但具体操作上我们也观察政策或存在三大小原则，主要是防范风险和减弱市场一致预期的过度交易：1) 控速度不控点位，2) 关键点位增加摩擦力 3) 避免大类资产共振螺旋下跌。

目前央行的汇率调控工具充足，即便面临较大的超预期冲击，央行政策空间仍较大，风险控制力较强。目前来看仅动用了逆周期因子、下调外汇存款准备金等工具，政策工具箱仍充足。

综上研判，汇率强而不贵，汇率弹性打开而非持续的单边行情（本次汇率波动大概率是呈现两段波动先的形态），是更利于国内货币政策的独立性的保持，更好的助力国内“以我为主”的政策基调。

4、居民和企业部门如何应对汇率波动？静观其变，做好套保，不对赌

基于以上判断，汇率波动因素复杂，且两段论的存在意味着汇率是双

向弹性加大的过程，居民企业对汇率的最佳应对状态是“静观其变，做好套保，不盲目对赌”。2017年初市场普遍预期人民币贬值，且企业据此进行对赌，而全年汇率大幅升值，造成全部A股上市公司合计汇兑损失达到170亿元。

5、更详细的“汇率四面”评估——当下属波动行情范畴，而非单边行情范畴

四面叠加同向性越强，单边趋势可能越持久（比如基本面恶化+贬值预期发酵+贬值交易扩大+政策意图不明显，贬值持续可能就偏长）；如果四面只有一面或两面，往往属于波动行情，很难有年度级别持续性涨跌单边行情。当下由于国内PMI重回50荣枯线之下，结售汇差额微负，基本面略有走弱；但预期面与交易面整体稳定；政策面有合理动作去降低关键位点的过度交易（逆周期因子和今日调降外汇存款准备率皆是此意图，不控点位但保持交易程度合理）。当下显然属于后者的波动范畴，并未观测到四面叠加。

6、汇率变化对资本市场的影响——速度比点位重要

对权益而言：权益市场对汇率的绝对点位反应不大，而对波动反应更大，升贬过快都会带来A股的波动加大，成为权益的边际主要矛盾。

对债而言：外资流入中国债市与中美无汇率风险息差关系密切，当中美无汇率风险息差下降时，外资流入中国债市减缓。近期伴随中美无汇率

风险息差再度转正、小幅回升，外资流出有止住的势头。

风险提示：美联储加息超预期，美国经济增速超预期



报告目录

一、年初以来汇率如何运行？强而不贵	4
(一) 汇率当下强弱如何评估？	4
(二) 汇率当下估值如何评估？	4
二、汇率未来的判断——波动为主，贬值持续时间有限，或呈现两段论	6
三、如何理解汇率在货币政策中的角色？护航“以我为主”	8
四、居民和企业部门如何应对汇率波动？静观其变，做好套保，不对赌	8
五、更详细的“汇率四面”评估——当下属于波动行情范畴，而非单边行情范畴	9
六、汇率变化对资本市场的影响——速度比点位重要	12
(一) 对权益而言	12
(二) 对债而言	12

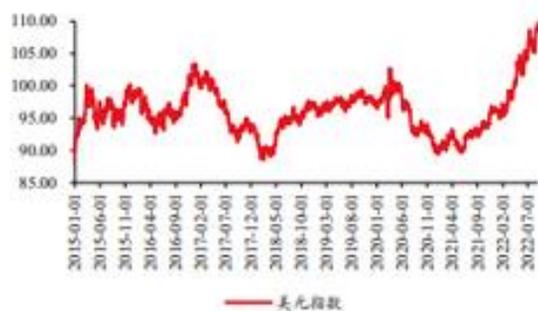
报告正文

一、年初以来汇率如何运行？强而不贵

(一) 汇率当下强弱如何评估？

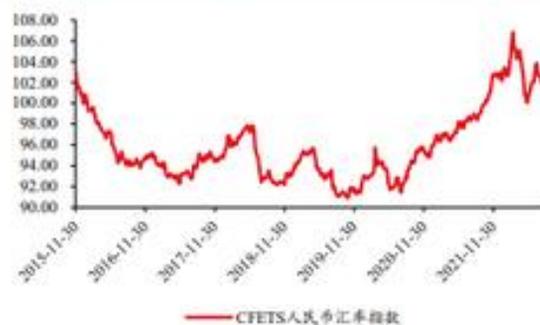
横向比较看强不强：和其余币种同期比较而言，自年初美元走强以来人民币贬值幅度相对不大，对主要非美货币升值。今年以来美元指数走强，累计上涨 14%，主要货币均对美元贬值。但人民币贬值幅度明显低于主要发达经济体货币，表示人民币兑主要非美货币升值。这说明今年以来人民币也在升值而非全面贬值，只是升值慢于美元。截至 2022 年 8 月 26 日，人民币兑美元中间价贬值 7%，期间日元/英镑/欧元/印度卢比兑美元分别累计贬值 16%/12.8%/11.7%/6.9%。

图表 1 今年美元指数快速大幅上行



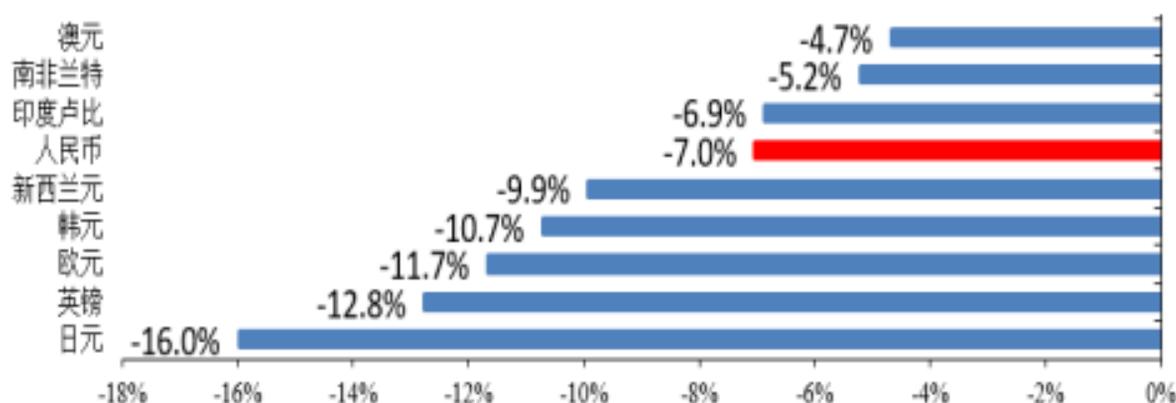
资料来源: wind, 华创证券

图表 2 今年以来人民币汇率指数并不弱



资料来源: wind, 华创证券

图表 3 今年以来人民币贬值幅度相对不算大, 排序位于稳健前位



资料来源: wind, 华创证券 注: 受限于数据可得性, 计算时间区间为 2021.12.30-2022.8.26

(二) 汇率当下估值如何评估?

纵向比较看贵不贵: 与人民币汇率自身的价值中枢比较而言, 虽然美元已经运行到接近 109-110 的阶段高位, 但人民币依然没有积攒贬值压力, 无论从单一汇率还是一篮子汇率来看, 价格与价值的差异都维持在 2% 左右的合理差异内, 基本是匹配状态, 汇率无明显高估或低估。(汇率的理论绝对价值是难以评估的, 只是按照多年运行规律选取解释度较好的锚来侧面观测)。

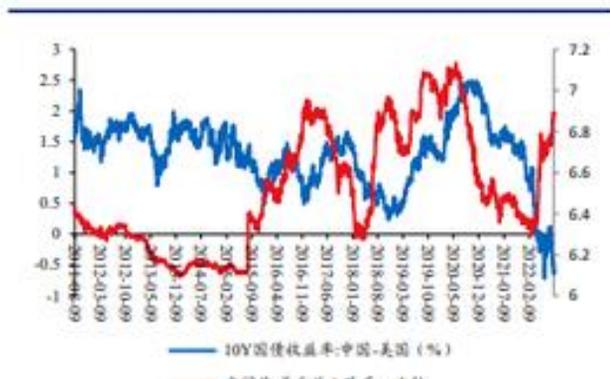
一方面，从 USD/CNY 单一汇率角度定量评估。长端名义利率包含了货币政策、经济和通胀的关键信息，历史上中美 10Y 国债息差与汇率长期对应关系较好。通过对 2011 年 1 月到 2019 年 2 月的息差与人民币中间价（1 个月移动平均）进行回归可得：

美元兑人民币中间价 = -0.36 中美息差 + 6.87，调整后 R Square = 0.4

（但 2019 年 2 月以来出现一段背离期，主要是因为中美贸易战）

2022 年 9 月 2 日中美息差降低至 -58bps，模型中采用 1 个月移动平均水平为 -30bps 左右，可以测算当前 USD/CNY 较息差理论历史定价超涨 1.6% 左右，价格相对于价值而言，定价处于合理区间。

图表 4 人民币中间价与中美息差相关性较高



图表 5 2011-2019 年 2 月期间中美息差能较好拟合人民币中间价走势



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_45856

