

摘要

近期，人民币对美元持续贬值，再度引发市场关注。截至9月8日，美元兑人民币收盘报6.96，临近“破7”的关键关口。从年内来看，人民币对美元累计贬值幅度已达到8.46%。虽然人民币对美元汇率显著走弱，但对一篮子货币依然保持稳定。这表明

目前人民币对美元贬值主要是由于强美元所导致的，而非中国经济基本面的结构性恶化。

从历史经验来看，每次美联储的加息紧缩周期都会触发资金流出新兴市场，美元走强使亚洲新兴货币承压。在主要的亚洲新兴货币中，人民币并非唯一对美元贬值的币种，年内主要亚洲新兴货币对美元贬值幅度相近。

从近期美元指数对人民币汇率的影响来看，

人民币兑美元汇率回到由美元指数主导的局面，即美元走强则人民币对美元汇率走弱。

在2021年下半年至今年4月的时间段内，美元指数与美元兑人民币汇率曾呈现分化走势，形成美元指数与人民币兑美元汇率同步走强的情况。而自今年4月底人民币对美元开启贬值通道之后，美元指数与美元兑人民币汇率的相关性再次由负转正，并于8月达到87%的强相关性。

美联储的政策立场是影

响人民币兑美元汇率预期的重要因素

，而美联储主席鲍威尔的杰克逊霍尔讲话是近期汇率市场的主导因素。鲍威尔重申美联储对通胀的强硬态度，即使经济衰退也在所不惜，并表示紧缩性的货币政策将持续一段时间。

我们从中美利差和利率平价的角度来观察人民币汇率走势。我们的预测结果显示，9月美元兑人民币汇率的预测值为6.64，显著低于当下6.98的汇率水平；明年3月美元兑人民币汇率的预测值为6.97。

我们认为人民币兑美元即期汇率存在一定升值压力。

对人民币汇率无需过度悲观。

近年来，人民币兑美元汇率双向波动幅度有所增强，汇率弹性有所增加。以2020年新冠疫情为例，自世界卫生组织（WHO）宣布将新冠疫情列为全球大流行病之后，避险情绪升温推动美元指数快速上升，美元对人民币汇率一度破7。然而，2020年下半年，随着中国经济基本面显著改善，人民币汇率开启升值趋势，并延续至今年一季度。目前，央行通过降低外汇存款准备金率来调节汇率市场，我国财政、货

币政策双双发力进行逆周期调节。随着后续我国经济基本面的改善，人民币汇率有望企稳回升。

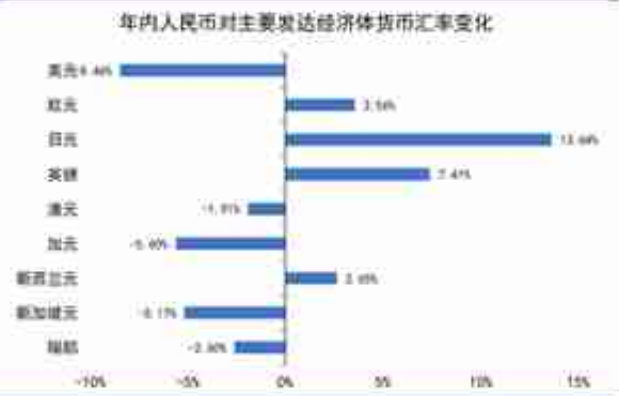
正文

1、人民币对美元承压，但对一篮子货币保持稳定

近期，人民币对美元持续贬值，再度引发市场关注。截至9月8日，美元兑人民币收盘报6.96，临近“破7”的关键关口。从年内来看，人民币对美元累计贬值幅度已达到8.46%。

虽然人民币对美元汇率显著走弱，但对一篮子货币依然保持稳定。从中国外汇交易中心公布的CFETS人民币指数来看，截至9月2日，人民币指数为102.02，年内下降幅度仅为0.4%。

图表 3：年内人民币对日元、英镑升值明显



图表 4：人民币对新兴市场货币涨跌不一



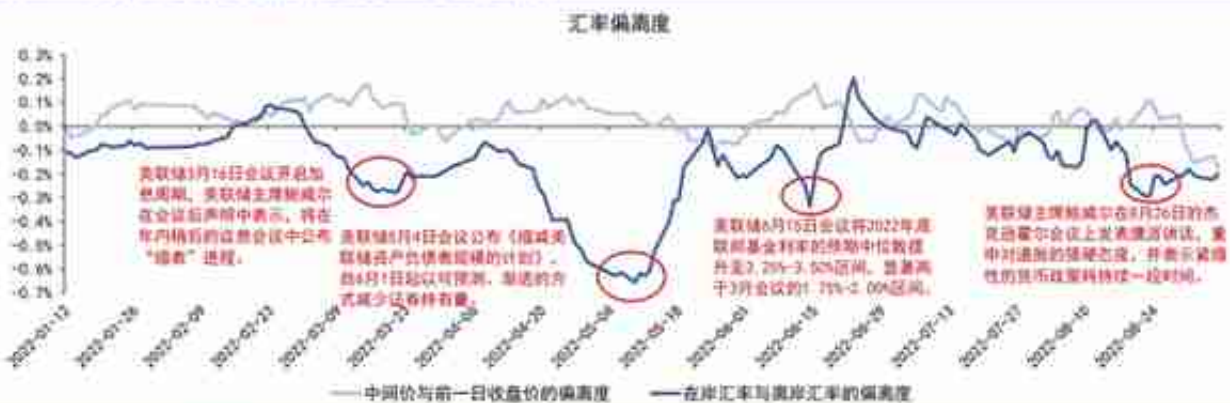
2、人民币兑美元汇率回到由美元指数主导的局面

近期美元指数持续走强，突破110点位。9月5日午间，美元指数一举突破110大关。9月6日，美元指数收盘于110.24，创20年新高。在之后的交易日内，美元指数盘中突破110的现象时有发生。

美元走强对亚洲新兴市场货币形成压制，主要亚洲新兴货币对美元贬值幅度相近。从历史经验来看，每次美联储的加息紧缩周期都会触发资金流出新兴市场，美元走强使亚洲新兴货币承压。在主要的亚洲新兴货币中，人民币并非唯一对美元贬值的币种。截至9月2日，韩元对美元年内贬值幅度为12.4%，泰铢对美元贬值9.1%，印度卢比对美元贬值6.5%，马来西亚林吉特对美元贬值6.7%。斯里兰卡卢布年内对美元贬值幅度达到42.9%，这主要是由于斯里兰卡自2019年以来连续遭遇复活节恐怖袭击、新冠肺炎疫情以及地缘冲突等一系列内外部冲击，在此背景下，斯里兰卡原本脆弱的经济走向崩溃：到期债务无法偿付，基本生活物资无力进口，通货膨胀失去控制。

从近期美元指数对人民币汇率的影响来看，人民币兑美元汇率回到由美元指数主导的局面，即美元走强则人民币兑美元汇率走弱。根据我们的测算，美元指数与美元兑人民币汇率在连续12个月内的相关性通常在80%-90%区间，而在2021年下半年至今年4月的时间段内，美元指数与美元兑人民币汇率呈现分化走势，两者之间的相关性由正转负，甚至一度达到-78%，形成美元指数与人民币兑美元汇率同步走强的情况。我们曾在《2021人民币汇率年报——人民币汇率是否高估？》一文中指出，2021年下半年人民币兑美元汇率呈现较强的顺周期性和单边升值预期，这意味着人民币对美元可能存在超调的可能性，并成为未来人民币兑美元汇率预期逆转的风险来源。自今年4月底人民币对美元开启贬值通道之后，美元指数与美元兑人民币汇率的相关性再次由负转正，并于8月达到87%的强相关性。

图表 7: 美联储政策态度影响人民币汇率贬值预期



4、从中美利差看人民币汇率的后续走势

正如我们在前文中论述的，目前美联储的货币政策以及美元指数是主导人民币兑美元汇率的重要因素，因此，我们从中美利差的角度来观察后续人民币汇率的走势。

1) 从中美利差看6个月后的人民币汇率

根据我们的测算，中美10年期国债利差对于6个月后的人民币汇率走势有较好的预测效果。我们的测算结果显示，9月美元兑人民币汇率均值为6.64，显著低于当下6.98的汇率水平；根据9月前6个交易日的数据，中美利差均值为-63.93bp，我们的结果显示，明年3月美元兑人民币汇率的预测值为6.97。

图表 10: 人民币对美元即期汇率短期存在升值压力



来源: Wind, 第一财经研究院

3) 对人民币汇率无需太过悲观: 即远期价差为负, 代表人民币对美元即期汇率存在贬值压力。

从中美利差和利率平价的角度来看, 目前人民币对美元汇率存在超贬的可能性。虽然市场不断讨论人民币汇率会不会“破7”这个议题, 但汇率所谓的关键点位并不能说明任何问题。在目前美联储加息周期和强美元的背景下, 市场对于人民币贬值存在一定的恐慌情绪, 放大了汇率的波动。

对人民币汇率无需过度悲观。近年来, 人民币对美元汇率双向波动幅度有所增强, 汇率弹性有所增加。以2020年新冠疫情为例, 自WHO宣布将新冠疫情列为全球大流行病之后, 避险情绪升温推动美元指数快速上升, 美元对人民币汇率一度破7。然而, 2020年下半年, 随着中国经济基本面显著改善, 人民币汇率开启升值趋势, 并延续至今年一季度。在美国加息周期的背景下, 人民币对一篮子货币依然保持了稳定, 这表明目前人民币对美元贬值主要是由于强美元所导致的, 而非中国经济基本面的结构性恶化。目前, 央行通过降低外汇存款准备金率来调节汇率市场, 我国财政、货币政策双双发力进行逆周期调节。随着后续我国经济基本面的改善, 人民币汇率有望企稳回升。

(本文题图来源: 第一财经)

文 | 刘昕 第一财经研究院研究员

联系我们 | yicairi@yicai.com