



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“继子中拔将军”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

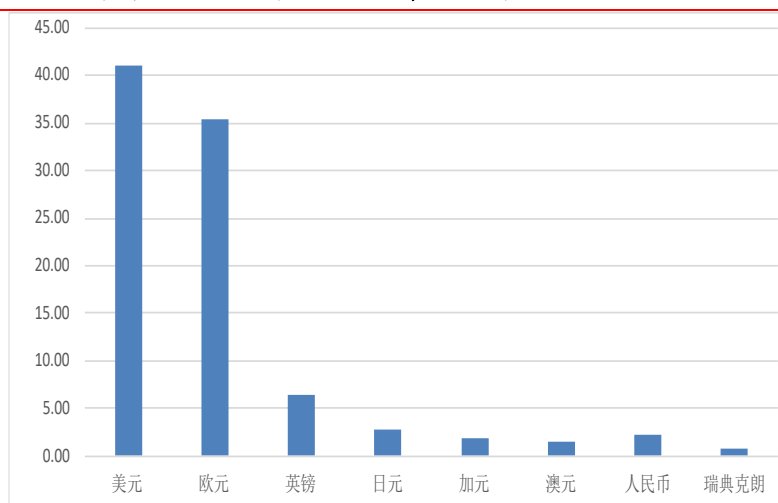
图 1 国际货币支付结算的市场份额（%，2022 年 3 月份）	4
图 2 人民币汇率强势依旧	5
图 3 美元指数（日，1973 年 3 月=100）	5
图 4 美国通货膨胀的变化（%，月）	6
图 5 全球主要经济体国债 YTM-10 年（%，月）	7
图 6 人民币对美元汇率的阶段变化（日）	8
图 7 美元指数和欧元指数	8
图 8 人民币汇率普遍性升值态势	9
图 9 英国和美国央行近期加息的进程和力度	9
图 10 欧元和英镑兑美元汇率的持续走低态势	10
图 11 强美元对美国经济、金融的影响效应	10
图 12 发达经济体经济增长呈现回落趋势（GDP 实际同比，%/季度）	11
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。

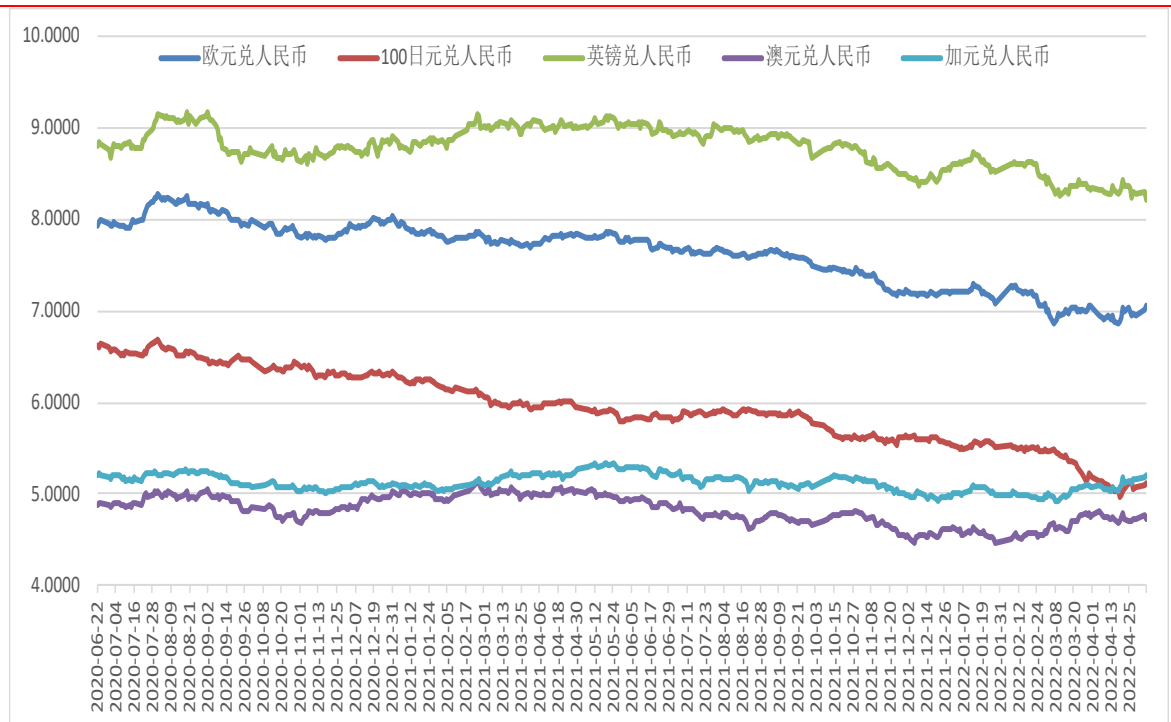
图 1 国际货币支付结算的市场份额（%，2022 年 3 月份）



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%。

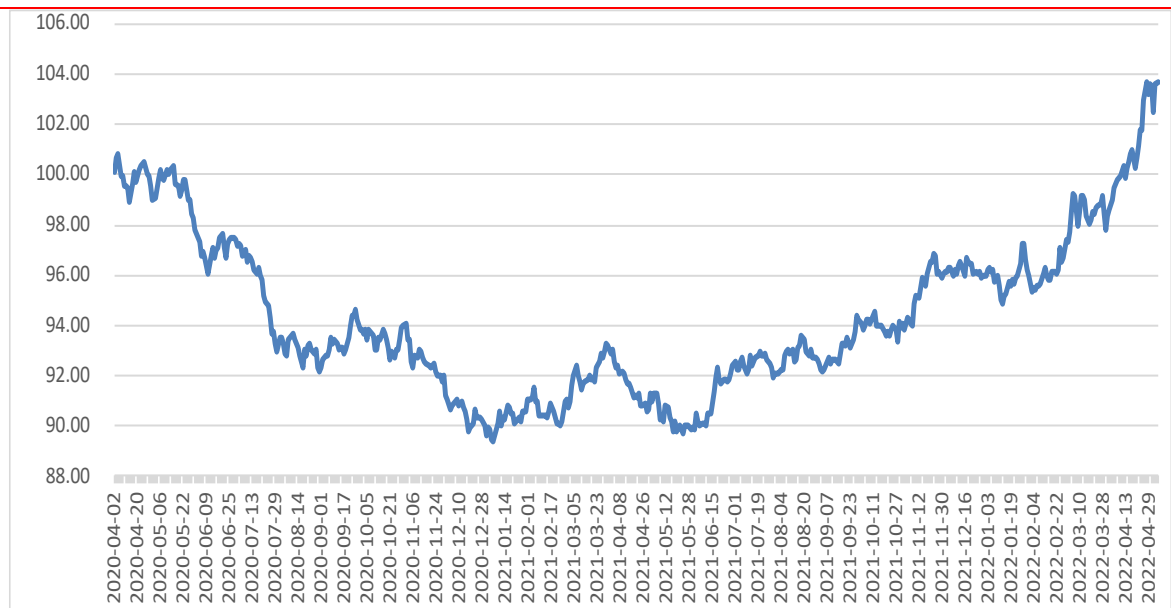
图2 人民币汇率强势依旧



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。

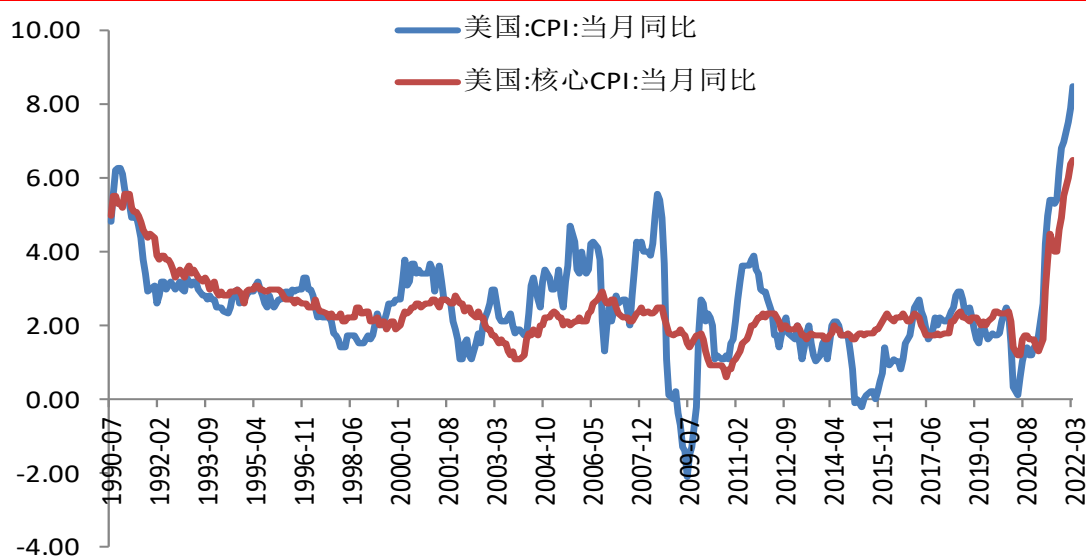
图3 美元指数(日, 1973年3月=100)



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）



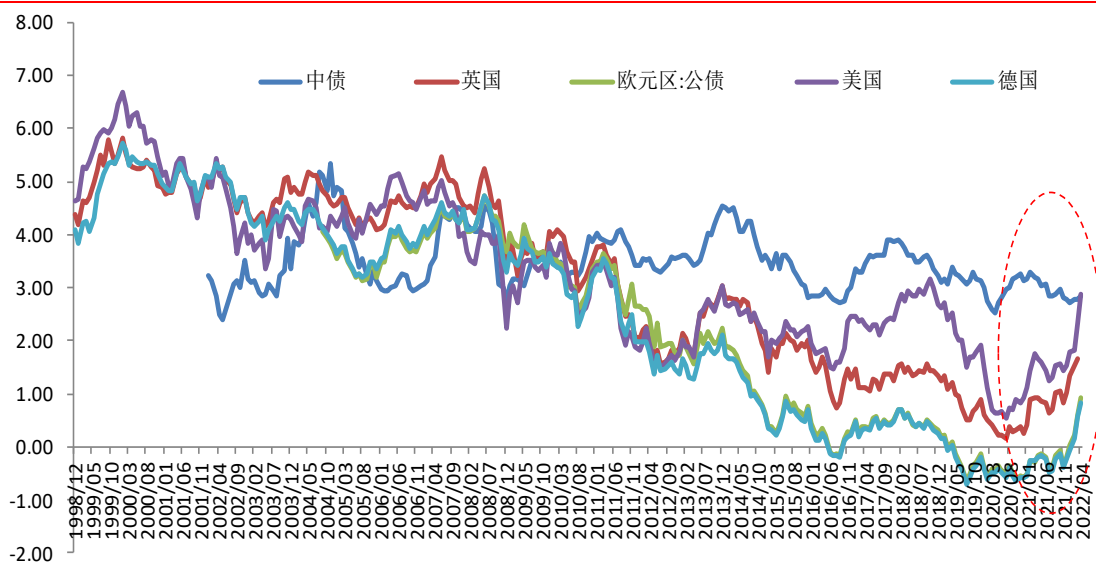
资料来源：Wind，上海证券研究所

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

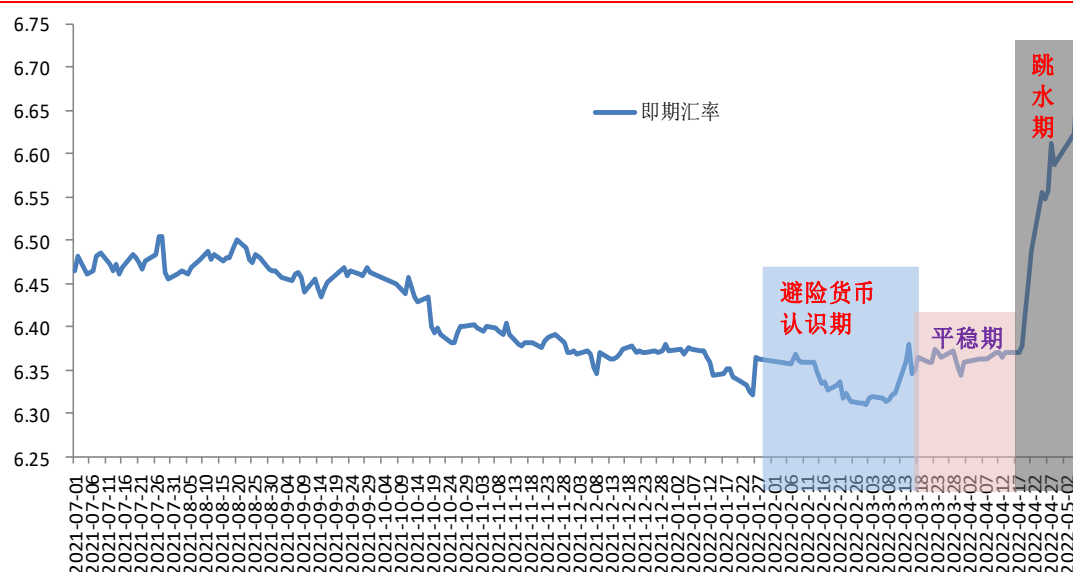
1.3 人民币对美元汇率的“急贬”态势

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）



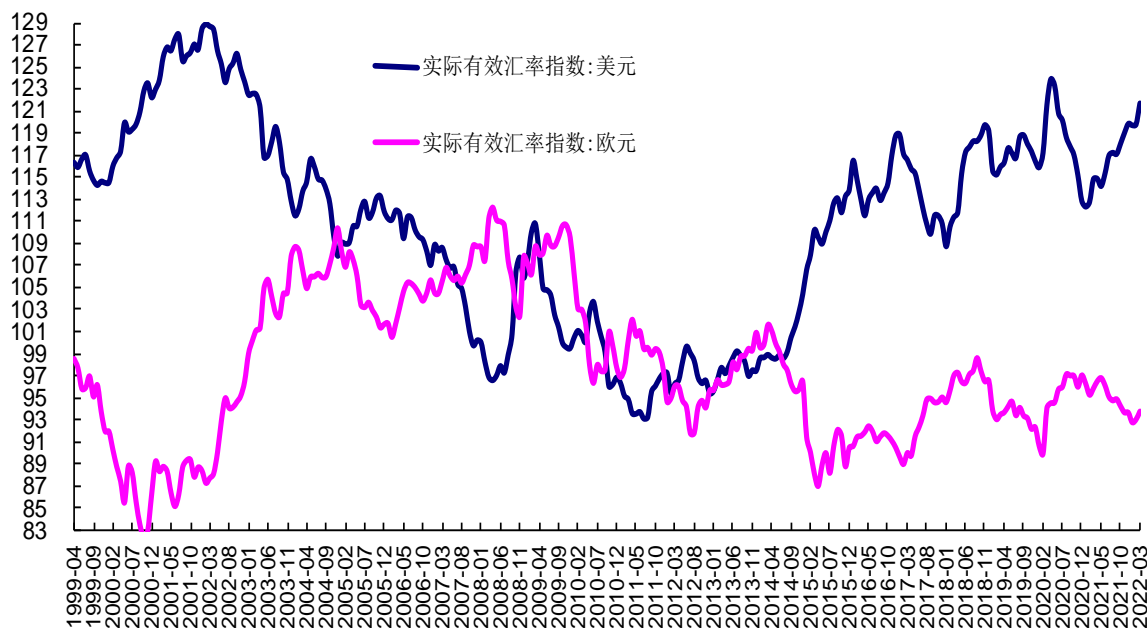
资料来源：Wind，上海证券研究所

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。

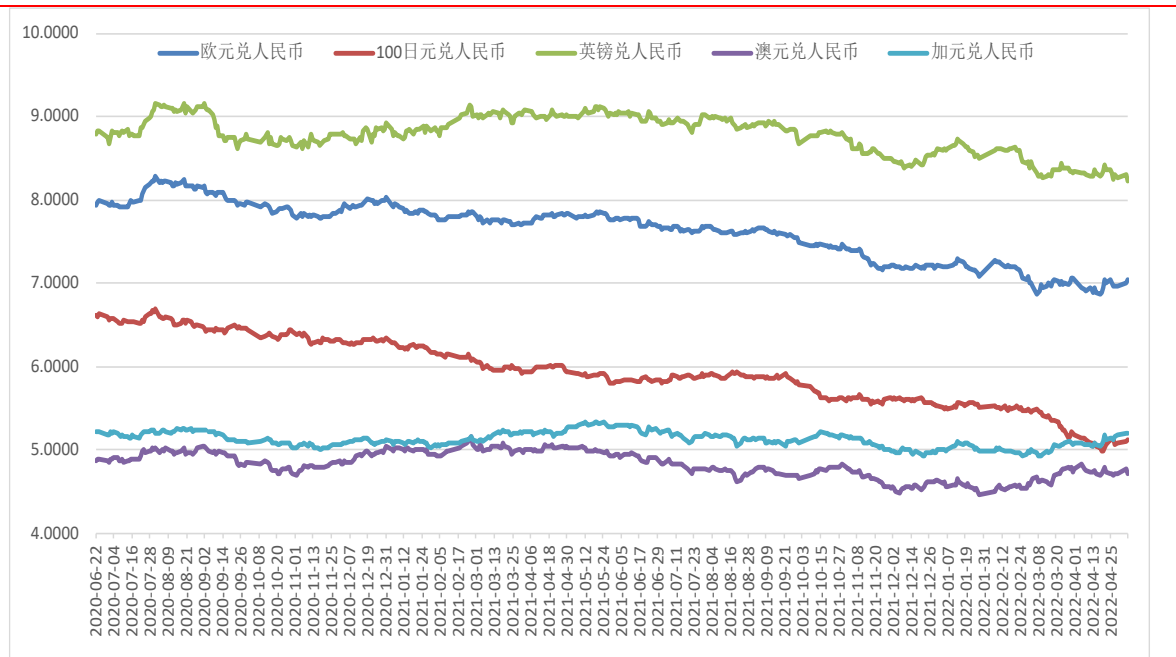
图 7 美元指数和欧元指数



资料来源：Wind，上海证券研究所

与国际货币市场上美元强势不同，本轮美元升值以来（即2021年下半年起），直至2022年4月中旬，人民币汇率表现出了普遍的强势，人民币不仅对美元强势，对其它货币也整体上维持了强势态势。

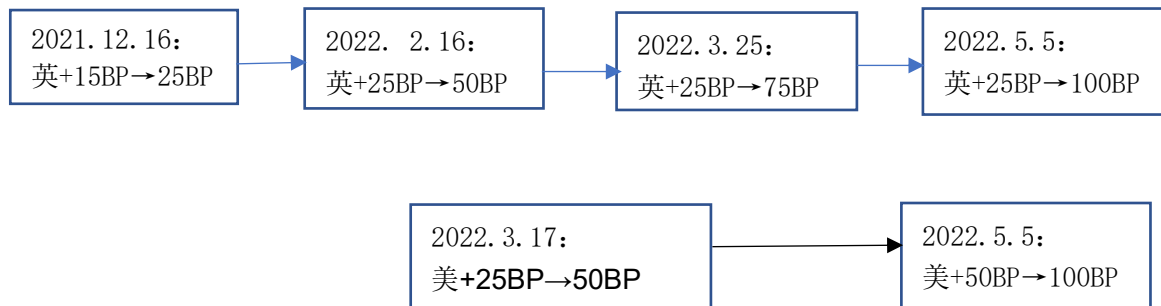
图8 人民币汇率普遍性升值态势



资料来源: Wind, 上海证券研究所

2022年4月中旬之前，国际货币市场呈现了美元和人民币双强态势。本轮美元走强过程中，市场对欧美经济体货币政策均出现了比较一致的升息预期。就欧美央行实际过程而言，美国并不是首个将加息付诸实践的央行；实际上英国央行自2021年12月就开启了加息进程——2021年12月16日，英格兰央行就也将基准利率由0.1提高到了0.25；并在之后又多次升息。

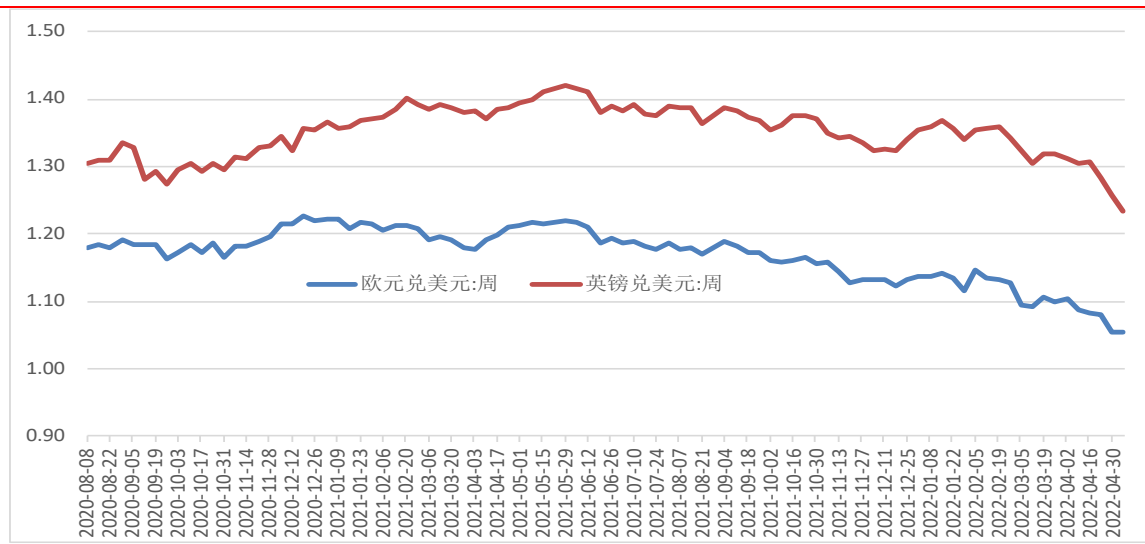
图9 英国和美国央行近期加息的进程和力度



资料来源: wind, 上海证券研究所

从英国央行加息的频度和开启时间看，英国显然在向市场释放出了更强烈的加息预期，但英镑兑美元的利率却并没有同步上行，显然利率平价模型并不能解释近期国际货币利率变动情况，我们认为主要是经济前景预期差异，导致了国际货币间强弱不同的走势：美元自 2021 年下半年以来的持续强势，表明市场对美国经济前景的预期要好于其它西方经济体。

图 10 欧元和英镑兑美元汇率的持续走低态势

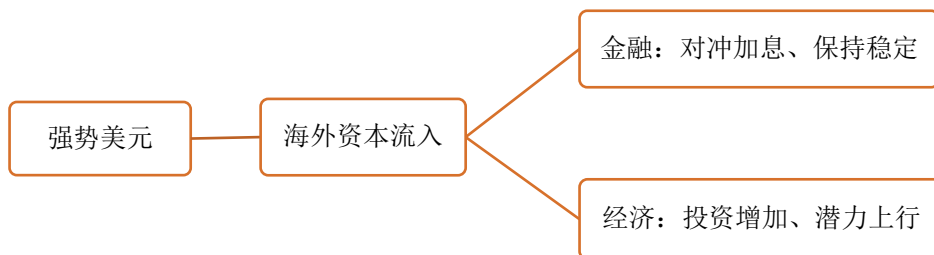


资料来源: Wind, 上海证券研究所

2.2 经济因素成汇率走向决定因素

俄乌战争发生后，受地缘政治因素影响，美元愈加强势，表现在汇率市场上，美元对非美货币升值加速。从美元兑主要非美国家货币的汇率升值变化看，俄乌战争时点明显是美元升值加速的分界点。美元变得强势，显然是有利于当前美国收紧货币政策以对抗国内通胀的——强势美元吸引的资本流入，显然有利于维持资本市场的稳定，却不会对实体部门的总需求产生直接的扩张作用。

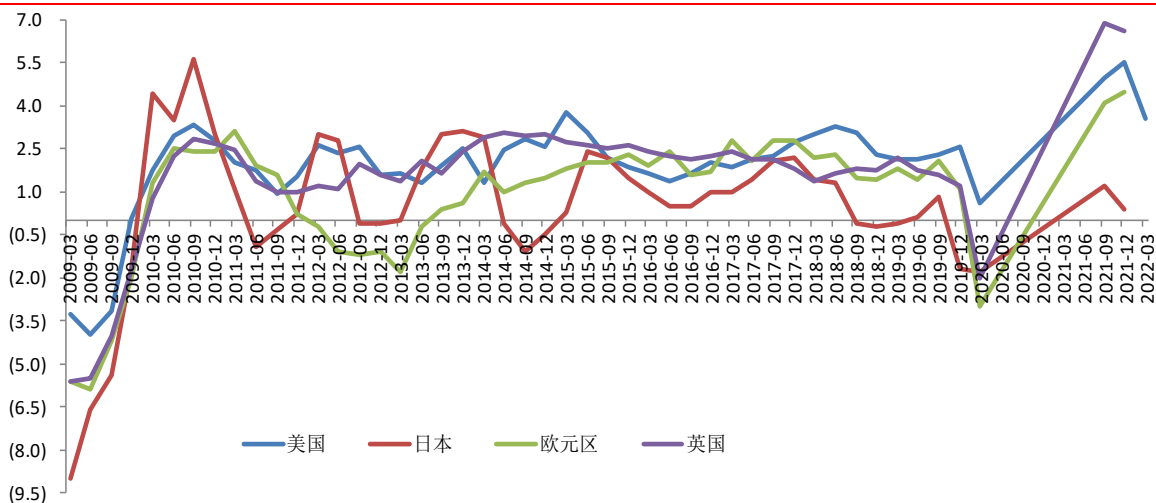
图 11 强美元对美国经济、金融的影响效应



资料来源: 上海证券研究所

国际货币市场上存在的固有认识——西方央行间存在着跟随美联储动作的传统，以及市场认为全球经济仍未走出 2008 危机阴影，潜在增长率依然低下的潜在认识，使得美元在国际货币领域的地位依然强势。最为重要的是，国际货币领域的美元霸权地位，依然无可动摇。

图 12 发达经济体经济增长呈现回落趋势（GDP 实际同比，%/季度）

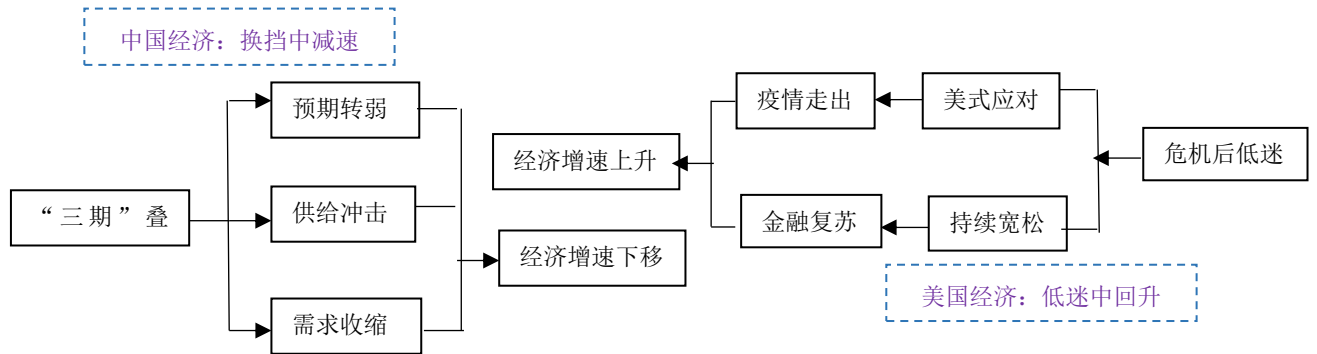


资料来源：Wind，上海证券研究所

2.3 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。为何西方宽松货币政策整体退出预期下，会出现美元一枝独秀？就西方六大央行而言，实际上美国加息并不是最早的，英国早在 2021 年 12 月就开启了加息进程，然而英镑兑美元的汇率弱势依旧。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。3 月 28 日，上海封城；4 月后，上海封城的经济影响逐渐显现，市场对经济受到的影响忧虑逐渐上升，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。

图 13 中美经济增速变化相向而行的市场预期



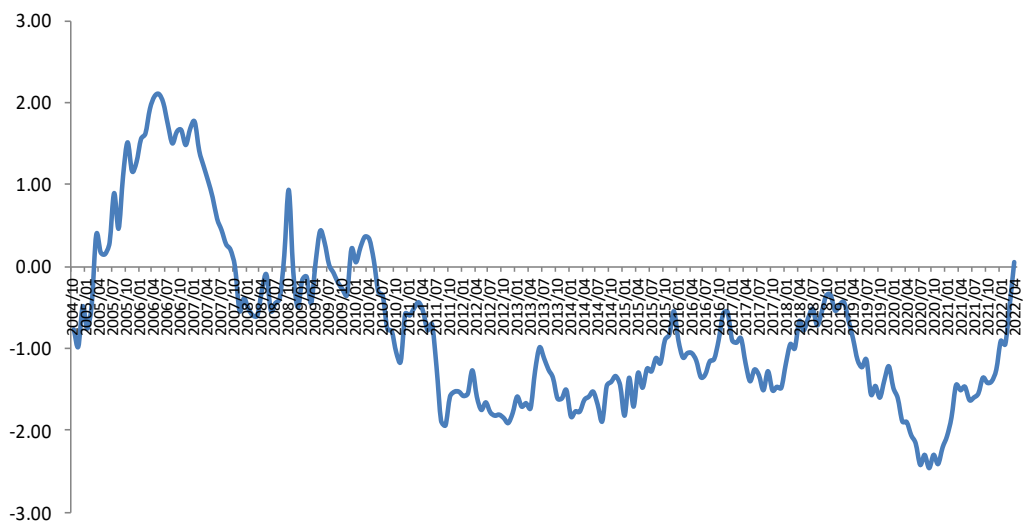
资料来源：上海证券研究所

3 人民币汇率的变化前景

3.1 中美利差短期仍将扩大

欧美国家通胀的持续上升引发了市场强烈的货币政策逆转预期，2022年后西方主要经济体先后开始加息，西方金融市场利率水平出现了持续回升态势。2022年4月，以国债10年到期收益率差衡量的中美利差，在14年6个月后倒转。

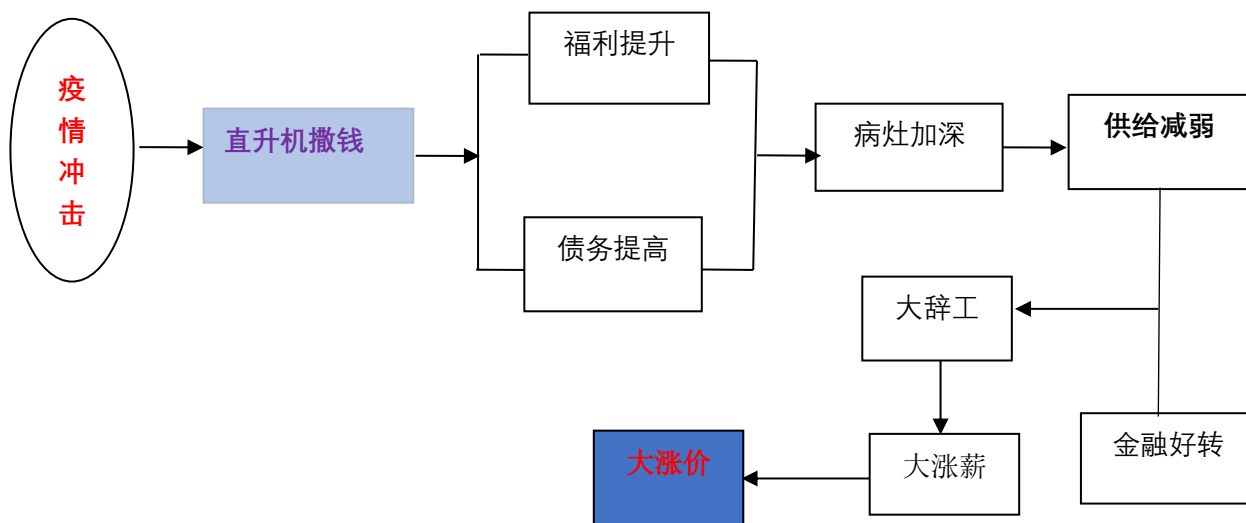
图 14 中美利差倒转态势（中美 10 年国债收益率差，月/％）



资料来源：Wind，上海证券研究所

我们认为，欧美等西方发达国家的通胀上涨，既是西方长期实行货币宽松的结果，更是西方社会结构变动的结果。前者因西方实行直接救助的全社会发钱模式，带来了经济低迷下需求的增长，加剧供求矛盾，使得通胀水平压力持续上升；后者则因美国社会简单劳动力近几年形成的工资上涨趋势性要求。

图 15 西方本轮通胀属性为供给冲击



资料来源：上海证券研究所

通胀现实压力使得美国货币的加息进程，至少延续到 2022 年 3Q，我们预期美联储仍有 1-2 次的加息进程，联邦基金利率大概率会升到 1.5-2.0 的水平，从而带动美国利率水平再度上扬。

然而中国通胀走势却和美国不同，稳中趋降是中国 2022 年物价运行的大趋势；加上货币政策导向仍是稳健基调下的结构调整，引导社会融资利率下降，仍是中国央行的一个重要目标。因此，我们预期未来中美利差仍将扩大，并将延续 1-2Q，或将达到 1.0-1.5；并在 2022 年 4Q 后才有回落。

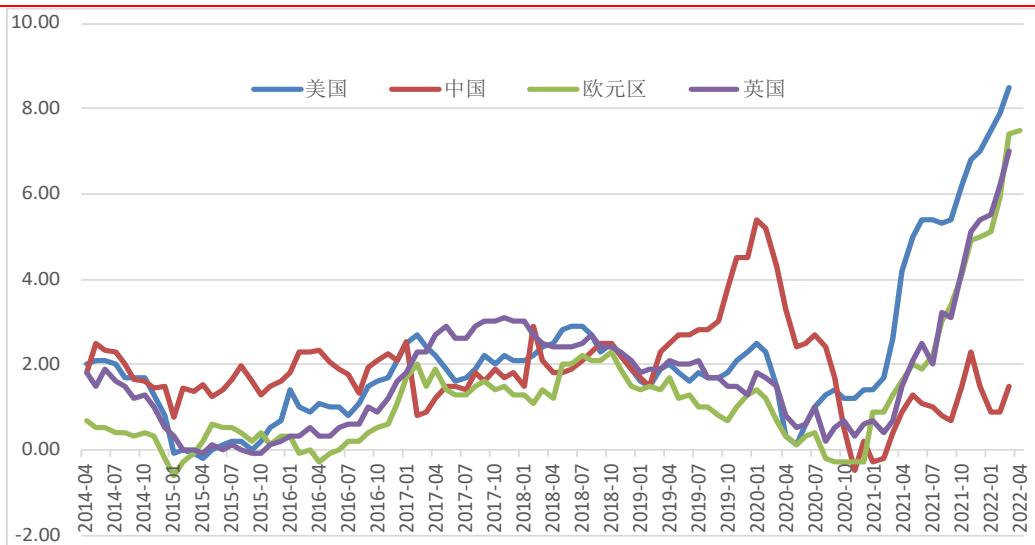
3.2 全球汇市进入选中选将阶段

汇率变动是政治、经济、金融等各方面因素综合影响下的演化反映。如果单一考虑国际金融市场上利率平价关系（国际汇市中最为基础的利率变动解析模型），那么本轮美元强势不会存在——从时间角度，英镑早于美元加息；从政策方向看，欧元也面临

政策收紧。对于资本项目仍受管制的人民币来说，利率平价模型更是不具适用条件，因而中美利差变化，也不能解释近期人民币汇率的变化。

从通胀的相对变动角度，欧美均面临通胀压力，从通胀的幅度和持续性上看，美国的通胀程度更高，持续性预期更强烈。2022年3月，美、欧、日的CPI分别为8.5、7.4和1.2。从通胀进程上看，美国更早进入高通胀，2021年5月份起，美国CPI进入了5.0上方，而欧洲同样水准是在2021年12月。显然，通胀差异也不是造成本轮美元强势的主因。

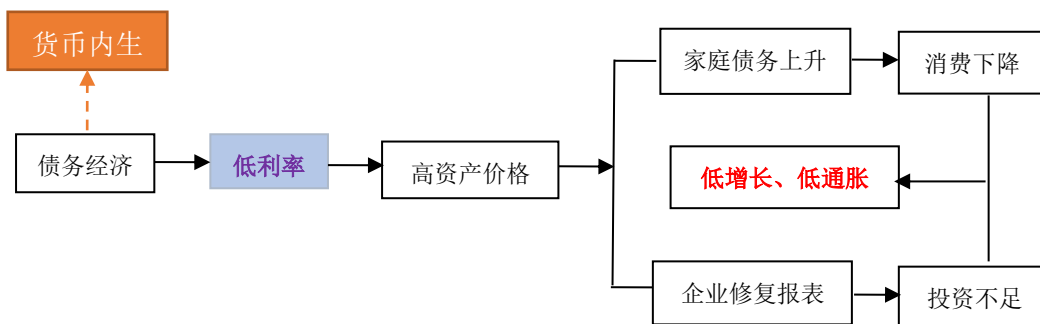
图 16 世界主要经济体通胀变化 (CPI 同比, 月/%)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

虽然从国家利益的角度，俄乌战争造成的大宗商品上涨，使得美国受益（高价卖更多资源）、欧洲受损（需花更多钱进口资源），但对美欧经济的冲击方向是一致的。另外，从日元更糟糕的走势看，传统避险货币也没有在当前国际动荡中表现出“避险”特征来。从经济进程角度，西方世界至今未走出 2008 年全球金融危机的阴影是不争事实；持续 2 年多疫情仍未结束，其对经济发展动能的伤害，还未到各界人士考虑时；叠加俄乌冲突等地缘政治影响，世界经济裂痕或永久性扩大，全球供应链体系受到冲击，已使各国经济复苏进程中不得不认真考虑产业链重构，这又反过来加剧了“脱钩”。显然，各国经济均面临增长和复苏困境，这使得各国货币比价间变动趋势，更少考虑政策和市场层面因素，而越来越倚重经济增长前景的重要性。但各国各有“难念经”的现实场景下，各国汇率走势实际上并不是反映一国经济走好，而是在与它国比较中相对好。

图 17 2008 年金融危机后的全球经济内在低迷格局



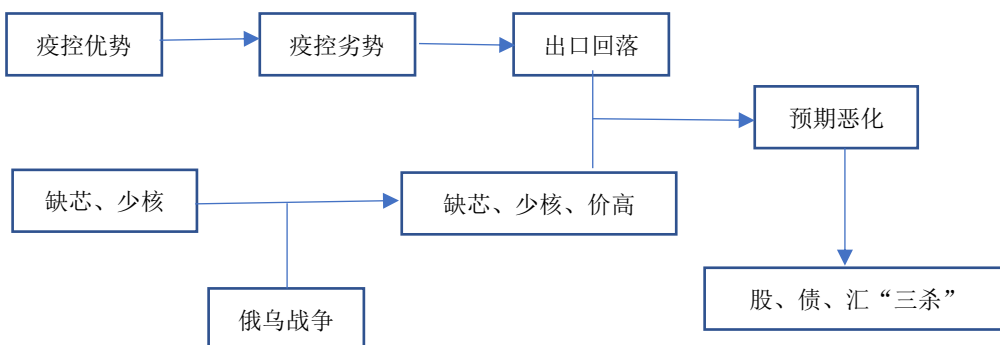
资料来源：上海证券研究所

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“矮子中拔将军”阶段，相对不那么坏的经济体货币胜出，然而该货币（即美元）和人民币比，仍然没有优势。

3.3 人民币短期或再贬至 6.75-6.80

本轮疫情对上海经济和社会的影响，让市场认为中外疫情形势将发生逆转，中国经济因疫情而来的优势不仅要丧失，而且可能转化为劣势，1 季度数据更是强化了这种预期。封城期间上海发生的各种现象，更是对中国经济前景预期下移，起了潜移默化作用。股、债、汇“三杀”，表明市场对中国经济前景信心的预期走弱。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，人民币汇率波动幅度将加大，或再贬之（6.75-6.80）后再回升。

图 18 中国经济前景预期走弱的市场影响逻辑



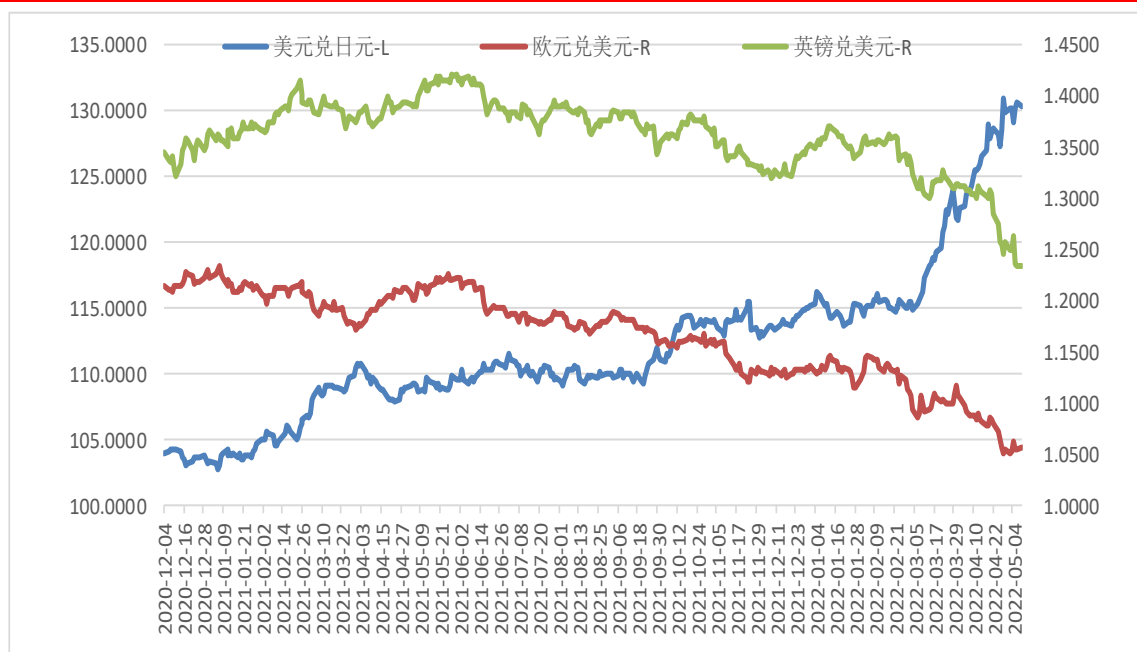
资料来源：上海证券研究所

3.4 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“矧子中拔将军”阶段，相对不那么坏的经济体货币胜出。中国经济发展的中长期稳健性犹存，因此该货币（即美元）和人民币比，仍然没有优势。

显然，人民币的这种优势并不会在 4 月下旬后就戛然而止。对病毒的科学认识终将为世人所知，天气转暖也有助于疫情消退，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。4 月 28 日的中国中央政治局会议，更是及时为市场信心的恢复打了一把“气”。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。

图 19 发达国家货币兑美元汇率的走势



资料来源: Wind, 上海证券研究所

3.5 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。

即使海内外疫情形势差异消除，世界经济重心向中国转移趋势不变，中国经济在全球经济中地位的提升，决定了人民币汇率稳中偏升的长期和远期走势；FED 难以实施强力收缩动作，美元

充裕时代将延续；中国将继续实施正常化货币政策。海外货币政策退出态势形成，市场整体上预期人民币汇率将走向“稳中偏贬”。从更长远角度，中国克服楼市泡沫对中国经济持续增长的影响，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。

4 风险提示：

俄乌冲突扩大化，国际金融形势改变：俄乌冲突已升级为两国之间的战争，西方对俄罗斯实施制裁或引致国际大宗商品市场动荡，并对国际金融市场产生扰动。

中国通胀超预期上行，中国货币政策超预期变化：由于大宗商品价格持续高位，以及疫情反复，通货膨胀和经济运行前景的不确定性提高，或许带来中国货币政策的超预期改变。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起 6 个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。
买入	股价表现将强于基准指数 20%以上
增持	股价表现将强于基准指数 5-20%
中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 5%以上
无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。
增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数
相关证券市场基准指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。