

专题报告

2022 年 6 月 20 日星期一

研究所年中宏观系列报告之一——（汇率篇）

有管理浮动体系下的人民币对美元汇率下浮

——2022 年下半年人民币兑美元汇率展望

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎: 021-65789350

✉:

shenchen_qh@chinastock.com.cn

内容提要:

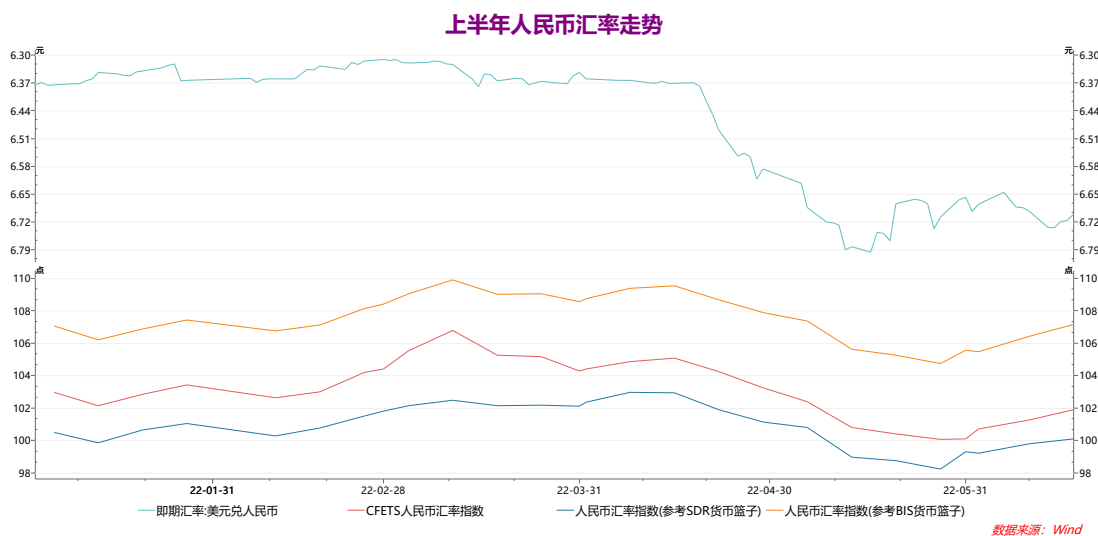
受到各种因素的影响,人民币兑美元汇率在上半年出现了一定幅度的回调。我们认为,下半年,影响人民币汇率回调的因素依旧存在,人民币兑美元汇率总体存在着易跌难涨的基本格局,情况比去年底我们所作的分析更加明显。但在有管理的浮动体系下,但这一贬值压力总体是可控的。央行可能容忍有序贬值,以发挥汇率的调节作用,为了防范系统性风险,央行最为关注的汇率在短期内急跌。从贬值的极限区间看,我们不认为7元是极限位置,7元只是个心理卡位,极限位置 and 关注点可能还在7.2元。在人民币兑美元汇率总体存在着易跌难涨的基本格局下,我们依旧建议对外汇支出的企业利用外汇市场和外汇衍生品进行必要的锁汇操作是必要的,对外汇收入企业尽管可以进行持汇待沽,但也可以利用外汇市场和金融衍生品增加和保住外汇收益。

正文

在笔者撰写的去年年终宏观系列报告之一——（汇率篇）——《均衡稳定有基础，双向波动更显著——2022 年人民币兑美元汇率展望》一文中详细地从进出口格局的变化、中美经济周期错位、美元指数的回升、中美关系的不确定等几个方面分析了人民币兑美元汇率可能在今年面临的压力，并认为汇率尽管因此面临下行压力，但总体是可控的。

事实也基本如此，人民币兑美元汇率在上半年出现了一定幅度的贬值，但总体幅度依旧相对有限，只是受到经济预期转差影响，个别交易日和交易时段出现了急跌的状况。

图 1：上半年人民币汇率走势



资料来源：研究所外汇管理局 WIND

展望下半年，笔者认为，人民币兑美元的走势依旧可能延续上半年的弱势走势，

因为上述的几个基本影响因素依旧存在，个别影响因素在一定条件下影响度可能加大，而且又增添了新的影响因素和不确定因素。但在有管理的浮动体系下，汇率依旧有望保持双向浮动的格局。

一、下半年人民币存在着易跌难涨的众多因素

首先，从进出口格局方面，尽管 5 月的进出口数据出乎市场预期的好，但是疫情对进出口的影响、对产业链的影响确实是存在的。而且，中央和国务院一再强调要求稳外贸和稳外资，则从一个侧面说明疫情对产业链和进出口的影响依旧是比较大和明显的。

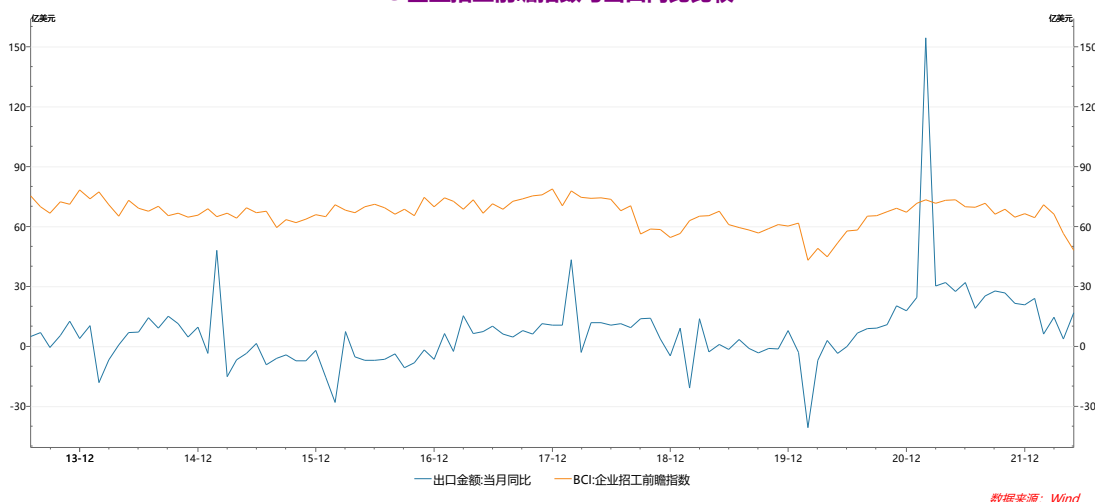
去年的时候我们担心今年由于疫情在全球得到有效控制后，我国在 2021 年形成的产业链优势和在国际贸易中的低位会得到削弱，但是，现在面临的问题是由于受到疫情的影响，我国的进出口格局和产业链面临着直接的冲击。

从数据看，尽管 5 月的进出口数据比较强劲，但是，从 PMI 新出口订单数据看，依据处于收缩区特别是中小企业的 PMI 新出口订单指标

从 BCI 企业招工前瞻指数看，5 月下跌明显，其与出口同比走势出现背离。由于出口和劳动密集型企业相关度较大，因此，一般情况下，BCI 企业招工前瞻指数比出口新订单 PMI 更对出口趋势有指向性。

图 2：BCI 企业招工前瞻指数与出口同比比较

BCI企业招工前瞻指数与出口同比比较



资料来源: 研究所 海关总署 WIND

而且，当月的银行在贸易收支项上对外收付款却出现增量不增收的情况。

数据显示，5 月份，海关统计口径的货物贸易涉外收付款顺差 404 亿美元，环比下降 38.89 亿美元；海关总署公布的货物贸易顺差 787.5 亿美元，环比增加了 276.31 亿美元；二者差值为-383.5 亿美元，4 月为-68.32 亿美元，缺口负向扩大。显示存在出口少收款和进口多付款的情况加大。其中，出口少收款 377.27 亿美元，大大高于前值的 21.47 亿美元，进口多付款 6.24 亿美元，低于前值的 46.83 亿美元。

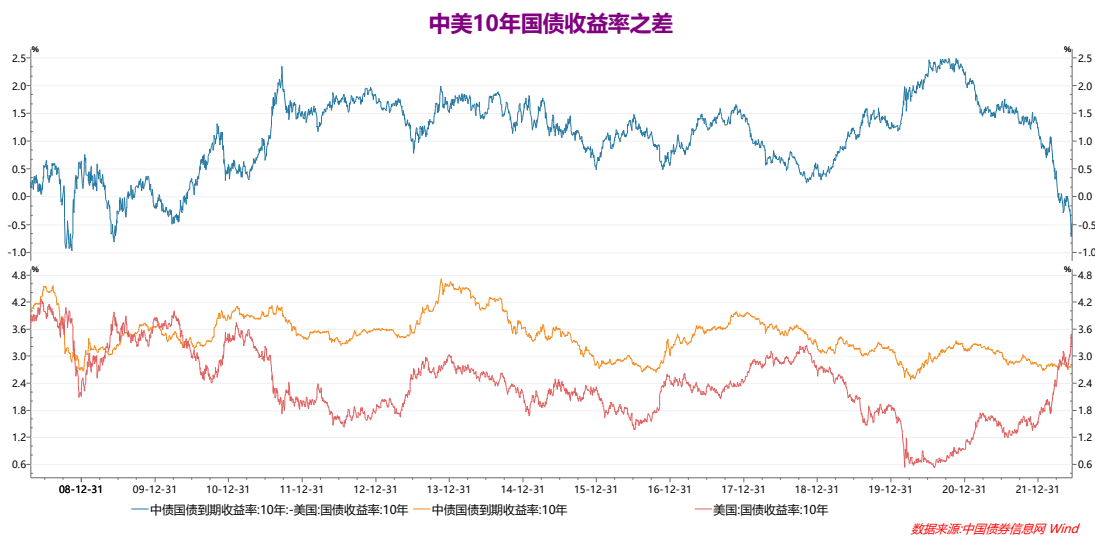
数据还显示，5 月，货物贸易顺差 81.88 亿美元，前值为顺差 214.79 亿美元。

当然，我们也要看到深度国际化的我国经济的产业链尽管受到疫情冲击，依旧具有韧性，而且也要辩证地看待产业外移这一现象，如部分产业链的外移是我国产业升级的结果。也要看到美国可能降低中国关税和中国加入 RECP 等地区性组织带来的有利变化。

其次，从中美经济周期错位看，目前的错位情况比去年年底有增无减：一方面，

中国受到疫情和地缘政治的冲击，经济下行压力更大，需要出台更加积极的财政政策和更加宽松的货币政策，保持经济在合理的增长区间内，另一方面，美国为应对高通货膨胀，采取了大幅提升利率的政策，导致中美之间的长期国债收益率之差进一步提升。目前其差值倒挂了0.47%。是2010年4月以来的低点。而中美经济周期的进一步错位，可能导致倒挂程度进一步增加。

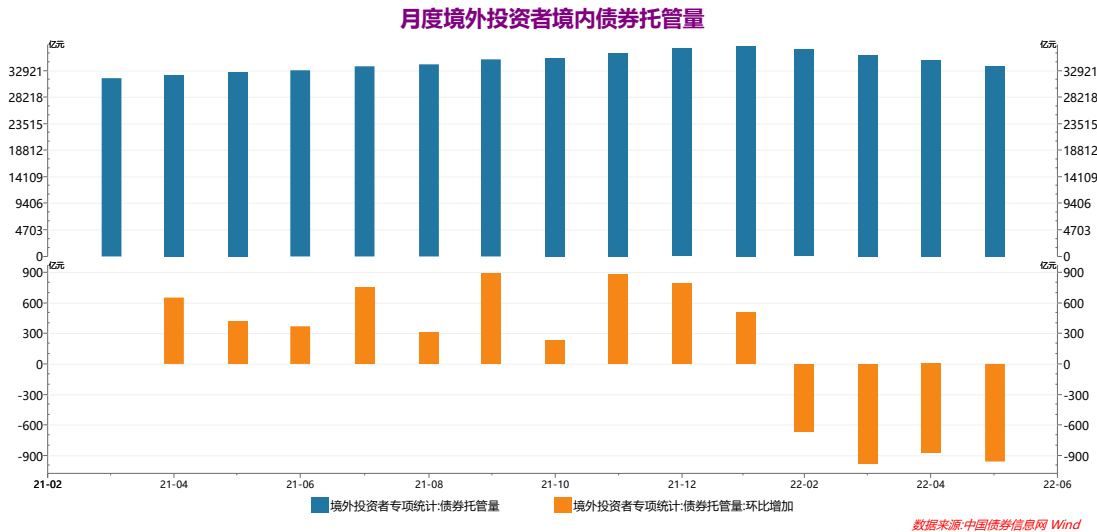
图3：中美10年国债收益率之差



资料来源：研究所外汇管理局 WIND

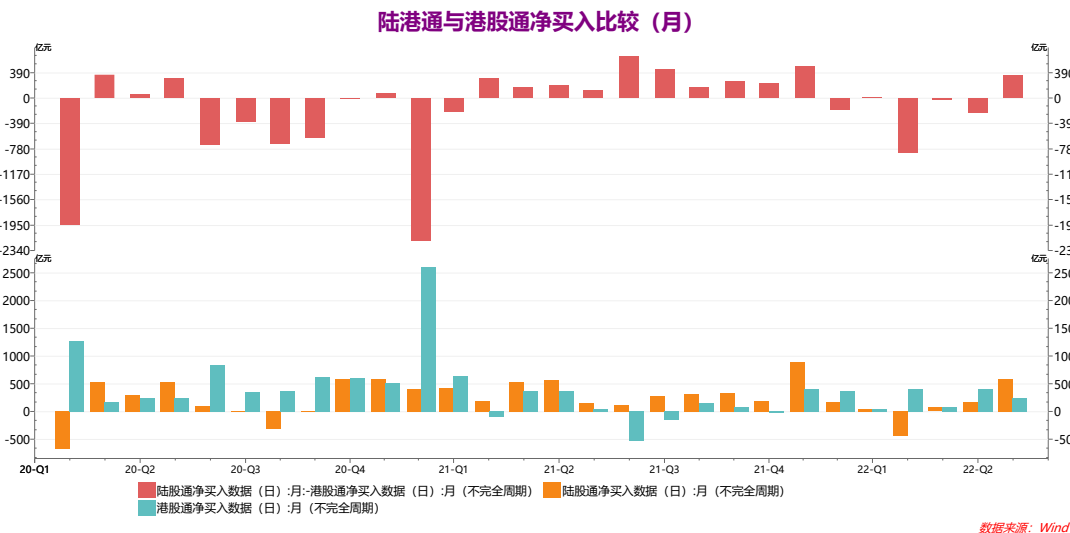
这一结果可能也是导致近月外资大幅减少持有人民币资产的原因之一。数据显示，境外投资者已经连续4月大幅减持人民币债券。

图4：月度境外投资者境内债券托管量



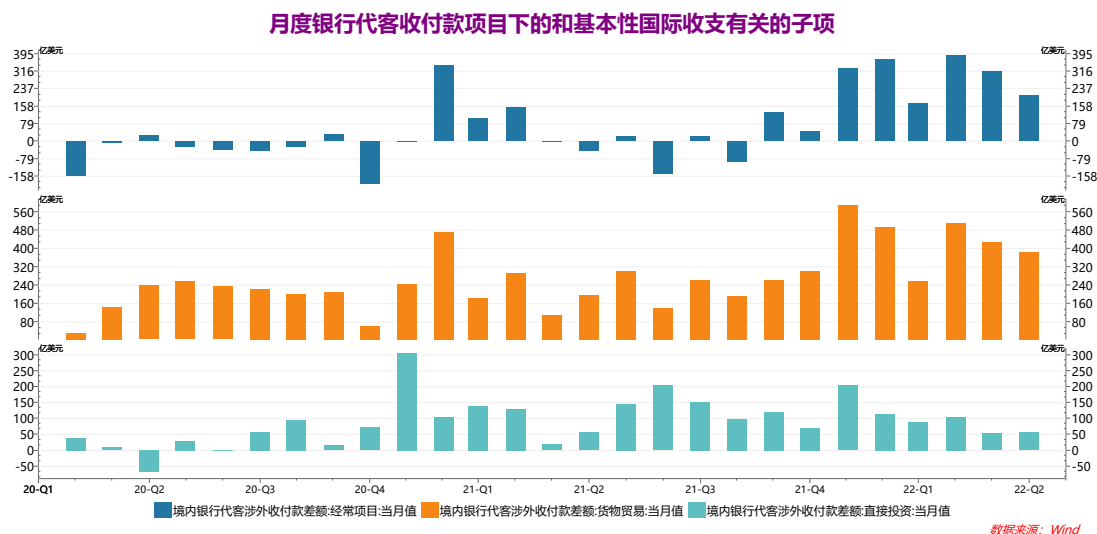
当然，外资减持人民币资产还有其他原因，如对中国面临着的经济下行压力的预期。陆港通下今年以来出现了明显的净流出情况。这和去年的情形出现了明显的对比。当然 6 月的数据有所改变。

图 5：陆港通与港股通净买入比较（月）



但是，也应该看到，我国的资本账户并不具有可兑换性，因此，境内资金因为利差变化而流出境内而流向美国等国家并不流畅。同时，也应该看到，从目前的数据看，包括经常项目和直接投资在内的基础性国际收支总体还是比较稳定的，尽管从 5 月的银行代客收付款数据看，出现了一定的边际变化。

图 6：月度银行代客收付款项目下的和基本性国际收支有关的子项



资料来源：研究所外汇管理局 WIND

第三，从美元走势看，美元的坚挺走势中期难以动摇。其中，最主要的愿意是俄乌冲突后，欧洲明显受到了压力，而美国明显坐收了渔翁之利。欧洲的政治与经济不稳定强化了美元作为全球避险货币的地位。

图 7：美元指数与美欧 PMI 之差



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_43159

