



张瑜：中美经济货币双周期 背离下的汇率走势



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜



近期，在美元指数强势走高背景下，人民币有效汇率和兑美元双边汇率出现齐涨的罕见局面。同时，随着中美政策周期加速错位，下一阶段的人民币汇率走势和跨境资本流动形势也备受关注。围绕上述关切，1月6日，中国金融四十人论坛（CF40）召开青年论坛双周内部研讨会，主题为“中美周期错位背景下的跨境资本流动与人民币汇率”。

本次会议上，华创证券首席宏观分析师张瑜分析了2020年9月以来人民币逆势走强的原因——

通过对汇率定价机制的定量测算，可以发现人民币走强主要是被日间交易所推高，背后驱动力是市场供求。从定性归因（即市场预期）来看，

当前企业和居民部门的汇率预期基本稳定，人民币虽有升值现象，但没有升值预期。关于汇率点位问题，从中美长期息差、一篮子指数（CFETS）和交易波动率来看，当前指数虽处高位，但与疫情后的出口份额提升基本匹配，人民币并未超升，仍处于合理区间。

展望未来，美国经济中的四个潜在动能值得关注。一是汽车产业链有望重启；二是地产投资或将加速；三是供给短缺条件下，美国补库存或许尚未结束；四是居民储蓄充裕对消费形成有力支撑。在此背景下，人民币面临的压力多于支撑，汇率大概率会走弱，但回调幅度不会很大，不会出现极端风险。

“本轮人民币升值基本可以和中国史诗级的强出口相匹配，这意味着后续回调空间不会很大……即使未来汇率波动、人民币贬值，货币政策可控性依旧很强。因为央行已经预留出了有效的储备工具，战略纵深充足。”张瑜表示。

人民币升值处于合理区间 未来承压或出现小幅回调

9月以来人民币为何逆势走强？

疫情以来，出口走强、息差升高、资本流入，人民币升值是一个正常而自然的结果。但市场最关心的是：人民币在当前位置是否超升？对此我将从定量角度给出参考。

第一个问题是定量归因，即关于汇率定价机制的讨论。9月以来美元

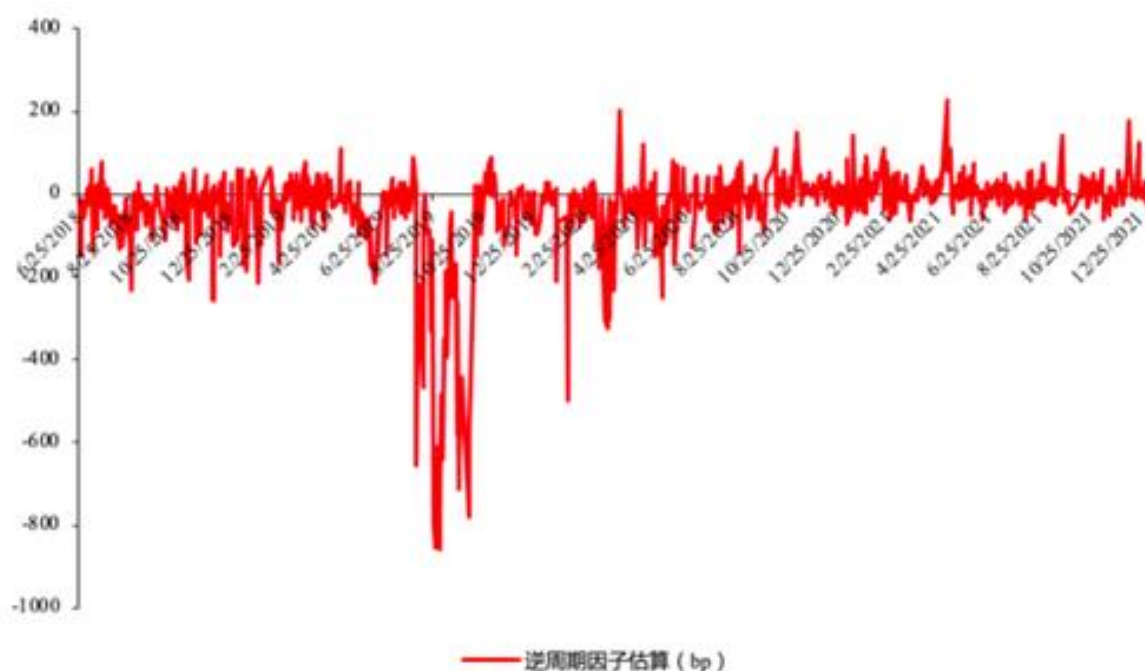
走强，但人民币依旧保持升值态势，人民币中间价与美元指数出现背离。通过中间价公式和逆周期因子倒算，可以将人民币汇率波动拆成三个定量部分。一是日间 8 小时市场供需情况，以下午 4 点半的收盘价减中间价作为比较基准。二是 15 小时的 CEFTS 夜盘，即维持一篮子稳定的外盘波动情况。三是逆周期因子，即对抗市场供求失效的纯外部因子。这三部分基本是“以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节的管理浮动汇率制度”这句官方表态的数字化表现形式。以此倒推，9 月以来美元和人民币同时走强究竟为何？背后的驱动因素是供需基本面、外盘还是逆周期因子？

图 1 汇率定价公式

$$\underbrace{T \text{ 日中间价} - T-1 \text{ 日中间价}}_{T \text{ 日中间价变动}} = \underbrace{T-1 \text{ 日收盘价} - T-1 \text{ 日中间价}}_{\text{参考市场供需}} + \underbrace{(T \text{ 日隐含中间价} - T-1 \text{ 日中间价})}_{\text{参考一篮子货币变化}} + \underbrace{\text{逆周期因子}}_{\text{有管理}}$$

首先排除逆周期因子。2020 年 5 月以来，逆周期因子整体呈退出状态。如果把当日逆周期因子超 100 个 BP 的波动算作“有动作”，9 月以来逆周期因子连续 5 日无动作，日波动幅度不超过 40~50 个 BP。这说明 9 月以来，交易主要是由银行间日盘交易推高的，而非逆周期因子或外盘的作用。

图 2 9 月以来逆周期因子保持退出状态



日间交易主要是基于供需。9月以来约120个交易日中，收盘价强于中间价的天数占比约65%，而该值在8.11汇改后的正常区间是20%~30%，这也可验证主交易时段的汇率走势较强。这是我研究的第一个问题，即通过定量拆因分析汇率上涨机制。关于上涨的原因，很多专家已经提到，包括结售汇顺差、出口强势等。

第二个问题是定性归因。我认为当前人民币虽有升值现象，但并没有升值预期。近些年CNH（离岸汇率）的指标意义在逐渐弱化。2016年底，离岸做空人民币爆仓，血泪教训深刻。此后离岸汇率贬值，CNH（离岸汇率）与CNY（在岸汇率）差值明显降低，货币池只有原来的三分之二，而且央票频发，这些因素导致离岸市场成为在岸尾灯。以前它是很强的领先性指标，离岸汇率升值，在岸汇率会有很强的升值压力；离岸汇率贬值，

在岸汇率也会贬值。但最近两年，离岸汇率变成在岸尾灯，在岸汇率升值，离岸汇率反而比在岸汇率升得更多；在岸汇率贬值，离岸汇率也会贬值更多。离岸汇率已经不再具有领先性和预期性。

研究预期性主要有两个维度。一是企业结售汇率，即企业的真实结售汇意愿，因为企业会以自己的持汇行为表达预期。二是居民行为。中国居民部门在看贬人民币时，主要通过购买黄金来表达溢出效应。因此在岸黄金现价与伦敦金现的价差，可以隐含地表达升值预期。虽然这一指标在黄金本身有行情时会出现偏离。但近期金价稳定，黄金隐含汇率可作为很好的人民币贬值预期捕捉指标。

目前看来，居民部门预期基本稳定，企业部门也没有明显的预期表达。2013、2014 年人民币升值预期很强，当时热钱涌入，企业出口结汇率很高，进口付汇率走低。但 2015 年贬值预期加强，情况出现反转，企业出口结汇率走低，而进口付汇率走高，企业倾向于持有美元的动机非常明显。2017~2019 年连续三年汇率大幅波动，但结汇率指标都比较稳定，企业部门没有出现非常野蛮的行为，比如过度资产本币化或过度负债本币化。因此可以得出第二个结论：目前企业和居民部门的汇率预期稳定。人民币虽有升值现象，但没有升值预期。

中美经济货币双周期背离下的汇率走势

关于汇率点位问题。当前人民币是否超升？如何定量衡量人民币在历史上的关系？站在交易员视角、宏观视角，人民币大致处于什么位置？汇

率点位分析是与上帝做对抗的一项工作，但我们还是希望尽量为投资做出一些定量参考。

首先看中美息差与人民币中间价。长期来看，研究人民币汇率的最好指标是中美十年债息差，因为其中包含了非常多的信息，包含实际利率增长、通胀问题、期限溢价（即风险偏好）等，因此中美长期息差是非常关键的一个宏观指标。2018 年 9 月到疫情之前，中美息差大幅走扩，但人民币却大幅贬值，因为中美贸易战下，人民币受情绪因素影响该升未升。因此判断点位时，首先要看人民币升值是否能补回原来的区间。由此可以得到第一个点位：当前中美息差在 137bps 左右，对应中间价水平 6.37-6.38，汇率水平基本符合息差定价，人民币并没有超升，仍处于合理区间。

其次看一篮子指数。CFETS 本质上是出口权重为主的指数，背后体现的是出口竞争力，因此与出口份额相关性较强。当前 CFETS 指数基本已达十年高位，接近 2014、2015 年人民币最强势时的位置，但本质却与 2015 年完全不同。2015 年一篮子指数走强与出口竞争力是反向关系。2014 年 6 月，美元开始升值并为加息做准备，Taper 启动后，人民币锚定美元被动升值。但当时并无基本面基础，一篮子指数走高是完全超调的，随后人民币大幅回调，导致出口份额一路回落。当前一篮子指数虽然和 2015 年一样贵，但背景是出口份额提升，因此汇率不会像 2015 年那样大涨大跌。由此得出第二个点位：截至 10 月我国出口份额 21.3%，按出口份额与 CFETS 指数季调回归，对应的 CFETS 指数应为 100.5。目前 CFETS 实际

值为 102.5，超涨 2%，涨幅并不大。当然这种判断要基于出口表现。

目前来看，中国出口份额很难持续维持高位。相比疫情之前，中国出口份额提升了 3%~4%。行业拆分来看，其中 1/3 的出口份额提升来自于中国有比较优势、竞争优势的细分行业，是可以继续保持的；2/3 是来自于市场暂时供给短缺、但中国本身没有比较优势的细分行业。从这个角度看，未来出口份额大概率会回落，人民币会面临贬值压力，但回调幅度远不会像 2014 年、2015 年那么夸张。因为当前的指数高峰是名可符实的，而 2015 年名不符实，与基本面并不匹配。

最后从交易层面看。8·11 汇改之后，人民币汇率波动率逐年缓慢攀升，年波动可达 8%，基本接近发达国家 10% 的波动率水平，不再是以前明显断档的状态。但今年汇率波动率很低，CFETS 指数和出口情况基本匹配，一篮子价格在未来趋于稳定。以 CFETS 指数和美元指数 1 月 5 日基期值为基准，估算 10% 的波动区间，对人民币中间价进行压力测试。可以看到，美元指数跌到 87 时，对应人民币升值到 6.1；美元指数上涨到 105 时，对应人民币贬值到 6.6。如果一篮子货币本身有回调空间（比如逆周期因子启

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_36372

