



大公国际：从中美通胀数据和 货币政策取向研判人民币汇 率未来走势



近期中美两国分别公布了各自的主要经济指标，其中的通胀数据尤为引人注目。通常情况下，通胀数据既是各国央行货币政策方向的先导指标也是判断各国汇率走向的重要参考。近期美国国内的持续通胀和中国国内相对平稳的物价水平，以及人民币对美元汇率一个月来的急剧贬值是目前国内和国际金融市场关注的焦点。本报告拟从近期两国经济数据尤其是通胀水平差异出发，结合两国央行政策趋势，研判未来一段时间人民币汇率的演变方向。

中美前四个月的经济指标中通胀和汇率两个指标形成了巨大的反差。美国国内通胀的持续和人民币汇率的急速贬值所形成的背离成为国内外金融市场关注的焦点。

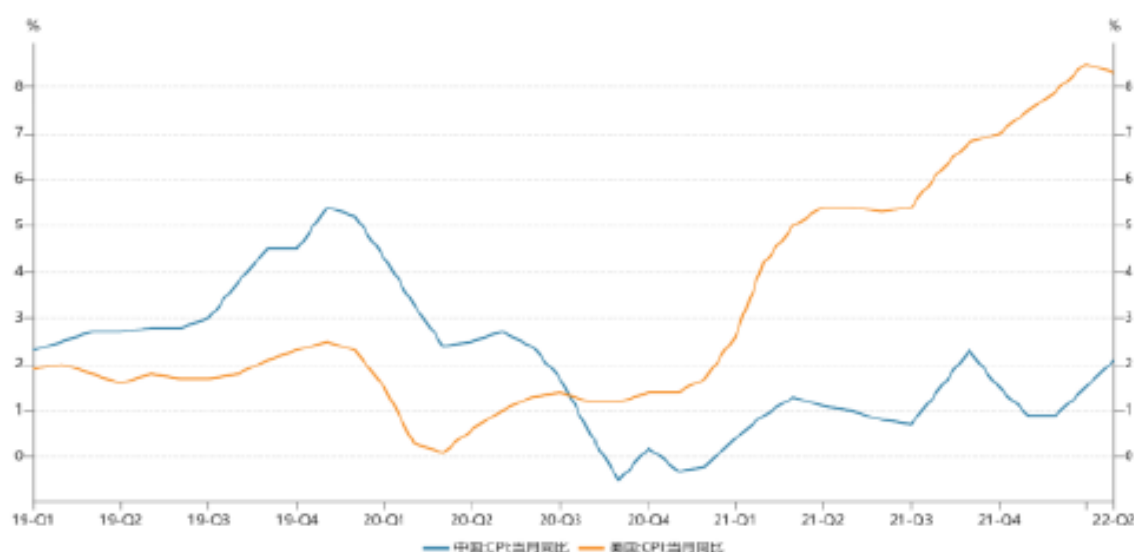
当前，疫情和地缘政治冲突给各国经济带来巨大冲击，未来经济走向的不确定性增大。作为全球最大的两个经济体，两者的经济状况对全球经济的复苏前景起着举足轻重的作用。本月上旬中美两国分别公布了各自前四个月的经济运行指标。从这些数据中，可以看到两个明显的反差：一个是美国国内通胀持续加剧，4月份CPI达8.3%；而中国国内CPI依然延续了年内的温和走势，4月份CPI数值仅为2.1%。另一个则是人民币对美元汇率的急剧贬值，近一个月来，离岸市场和国内市场人民币对美元汇率的贬值幅度超过6%，且目前这一趋势仍在持续。

从具体的数据看，中国4月份全国居民消费价格同比上涨2.1%。其中，城市上涨2.2%，农村上涨2.0%；食品价格上涨1.9%，非食品价格上涨

2.2%；消费品价格上涨 3.0%，服务价格上涨 0.8%。1-4 月平均价格比上年同期上涨 1.4%。总体上看，虽然国内疫情依然严峻，但物价水平大体维持了过去两年多来温和的走势。

而美国国内继 3 月份 CPI 达到 8.5%，为其国内 40 年来的最高通胀记录，4 月份虽然有所降低，但依然高达 8.3%。1-4 月平均上涨约 8.1%。此外，考虑到去年 3 月份和 4 月份 CPI 值分别为 2.6%和 4.2%，4 月份的高基值意味着上个月通胀实际上并没有出现拜登总统在其本月 11 日讲话中所宣称的“（4 月份）通胀出现了令人振奋的缓和”。而且从核心通胀（即从物价指数计算中剔除能源和食品等必需品）的数据，前四个月都维持在 6%以上的高位，表明当前美国国内的通胀不是前一段时间美联储不断声称的“暂时性的”，食品、能源、租房等各民生领域的价格高涨，已经成为美联储未来政策制定时必须关注的核心问题。

图 1：中美两国近年来 CPI 的走势对比



资料来源：万德数据

按照传统的决定汇率比价的购买力平价理论，不同经济体间各自的综合价格水平是形成不同货币间汇率的决定因素，两国货币汇率的比价主要决定于两国的通胀水平，如一国物价相对另一国通胀更严重，则该国货币的名义汇率就会相应贬值。显然，该理论难以有效解释当前中美两国通胀数据和汇率数据出现的背离，因为如果对比当前中美通胀水平的话，则目前人民币汇率快速贬值的逻辑并不成立。当然，如果从我国刚公布的 PPI 数据来看，近期 PPI 和 CPI 剪刀差依然维持较大差距，未来会逐步向消费端传导从而引导 CPI 走高。但考虑到自去年二季度以来 PPI 一直维持在较高的位置，CPI 偏低的原因显然更多是来源于消费端的疲软而非价格传导机制的不畅。因此我们认为出现这一背离更主要的因素则在于当前国内国际经济和金融环境的特殊性，购买力平价理论中通胀的因素已经不是左右汇率比较的决定性因素，本轮人民币汇率贬值有更为复杂的背景。

未来中美两国货币政策的背离和错位程度、疫情和地缘政治冲突持续加剧情况下对中美乃至全球产业链修复的预期，是决定人民币汇率年内走势的决定性因素。其中，后者较前者存在更多的不确定性。

当前中美两国货币政策的背离和错位趋势逐渐明朗化。在今年 4 月中美十年期国债收益率自 2010 年以来出现第一次倒挂时，就反映出了中美经济周期和货币政策周期的不同步，反映到汇率市场，就形成了对美元兑人民币升值的预期。由于当前两国各自的国内经济状况和本币在国际金融市场作用的差异，未来两国货币政策的错位则会进一步发展。考虑到美国

目前严重的通胀局势，当前市场普遍的预期是美联储会在今年以后的几次议息会议上将利率在目前基础上将联邦基准利率累计再提高 150 到 200 个基点，即由目前的 0.75-1.0% 提高到 2.25-2.5% 或者 2.75-3.0% 左右的区间水平，也有机构给出更激进的 3.25-3.5% 的区间水平。鉴于美国国内通胀形势的发展并不明朗，即便美联储和美国政府官员对于未来利率水平的预期也存在较大的差异，判断年内美联储利率水平存在一定的困难。从总的趋势上，下半年国际大宗商品价格有望高位逐步趋稳，美国国内供应链紧张的局面会随着中国等主要出口市场疫情的消退而有所缓解，加上美国自身去年二季度以来的高通胀基数，故其下半年通胀水平有望改善，同时当前美联储也担忧因加息过快而对经济和金融市场冲击过大等等，也间接减弱了美联储激进加息的可能性；但由于美国国内高通胀已经持续了一年多的时间，短期内回落到正常水平的难度很大，加息力度过小也难以扭转通胀持续的局面。初步判断 2.75%-3.0% 的区间利率水平应该是一个较为合理的预期。

图 2：美国 CPI 和核心 CPI 近年走势



数据来源：万德数据

我国国内的经济状况则决定了央行将继续维持政策宽松的基调。除了疫情的因素外，作为我国拉动经济增长支柱之一的房地产行业，从去年开始就显现下行的苗头。当前对加大基础建设投入拉动经济复苏寄予厚望，同时后疫情时期消费市场的恢复是政策关注的另一个重点。综合来说，在我国通胀水平依然较低的情况下，不但跟随其他主要经济体收紧货币的可能性很小，而且还会适度放松，近期央行对房贷利率的放松就是一个较为明显的信号。总体而言，我国年内货币政策仍以宽松为主但空间有限。综合中美两国的货币政策取向，这将形成未来人民币汇率继续走低的第一个压力因素。

在中美和全球产业链能否快速修复依然存在较大变数的情况下，美联储收紧货币对全球主要经济体今年的增长预期形成负面影响。一方面，从本轮美国国内通胀的性质上看，主要是源于供应端受疫情影响出现的中断，大批港口的货物产生积压，同时主要进口贸易伙伴受疫情影响无法完成相应的订单。地缘冲突又推高了粮食和能源价格，全球小麦价格自去年下半年以来上涨了 80%。因此，美联储加息的效果将体现在对需求端的抑制上，随着加息周期的演进，美国国内市场的供需曲线将在一个较低价格实现新

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_42222

