

# 人民币汇率变动原因和未来走势分析

2022年/9月

## 摘要:

- 1、今年人民币兑美元经历两波快速贬值
- 2、人民币兑美元跌“破7”，但相对于其他货币依然较强
- 3、近期人民币贬值的主要原因分析
- 4、未来人民币对美元汇率预判

## 图表目录

图表 1: CFETS 汇率较为稳定.....	3
图表 2: 人民币兑主要非美货币升值.....	3
图表 3: 中国经济景气度弱于美国.....	5
图表 4: 中国进出口增速从高位回落.....	5
图表 5: 经常帐户顺差总体较为稳定, 但初次收入降幅持续扩大.....	6
图表 6: 中美利差由正转负, 且降幅持续扩大.....	7
图表 7: CPI 和 PCE 同比增速.....	8
图表 8: CPI 各细分项同比走势.....	9
图表 9: CPI 各细分项同比贡献.....	9
图表 10: 近年来美国各行业非农就业人数变化.....	10
图表 11: 美国各行业非农就业人数相比疫情前缺口.....	10
图表 12: 总体职位空缺率.....	11
图表 13: 分行业职位空缺率.....	11
图表 14: 非农企业平均工时、时薪和周薪.....	11
图表 15: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速.....	11
图表 16: 工业部门产能利用率.....	12
图表 17: 制造业产能利用率.....	12
图表 18: 美联储资产结构.....	12
图表 19: 美联储负债结构.....	12
图表 20: 联邦基金利率及超额准备金率.....	13
图表 21: 美联储 6 月 FOMC 利率位图.....	13
图表 22: 美联储 6 月 FOMC 对 2022-2024 年经济展望.....	14
图表 23: 月度国际资本流动净额.....	15
图表 24: 外国投资者持有美债规模.....	15

2022年9月，人民币兑美元汇率跌破7的整数关口，引发了国内外市场的广泛关注。人民币贬值预期再度上升，资本外逃的压力陡然增加，甚至对于中国经济的悲观情绪也开始蔓延。

未来人民币的走势将会如何？这不仅事关外汇投资，更关系到中国国际贸易和经济发展前景。为了对于人民币汇率走势做出清晰的判断，必须首先分析清楚这一阶段影响人民币汇率变动的主要因素；其次，对于影响人民币汇率变动主要因素的未来趋势进行全面分析；最后，在此基础上，运用量化模型对于人民币汇率的未来走势做出预测。

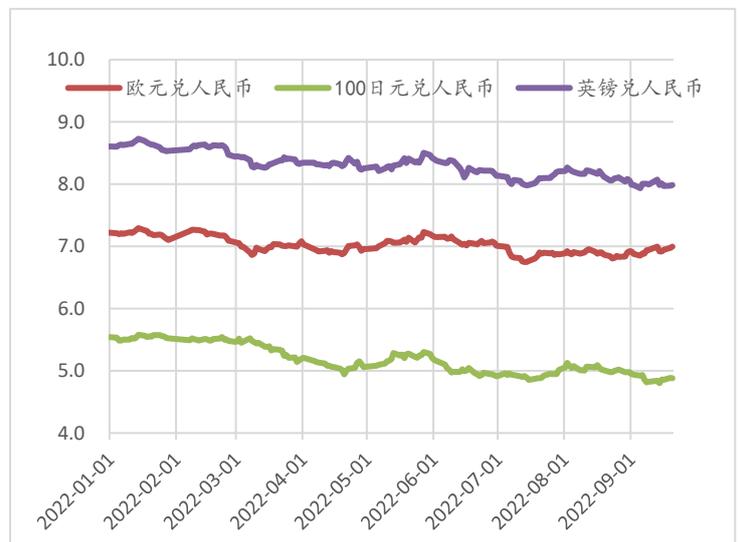
## 1、今年人民币兑美元经历两波快速贬值

今年人民币兑美元汇率经历了两轮快速贬值(见下面图表1)。第一轮是4月中旬到5月中旬，从6.35贬值到6.8。贬值幅度大约为8%，持续贬值的时间大约为一个月。第二轮是8月中旬到现在，从6.8贬值到7.0。目前贬值幅度为3%，持续时间为一个月。在这两次快速贬值之间的时间，人民币兑美元的汇率保持相对稳定。在5月13日-8月15日这两个月期间，人民币兑美元的汇率基本保持在6.7-6.8之间。

图表 1: CFETS 汇率较为稳定



图表 2: 人民币兑主要非美货币升值



数据源：国家统计局、iFinD、致富研究院

数据源：国家统计局、iFinD、致富研究院



## 2、人民币兑美元跌“破7”，但相对于其他货币依然较强

今年4月以来，人民币兑美元累计贬值达到11%。但是，对比人民币兑其他主要非美货币的汇率却比较坚挺（见上面图表2）。年初至今，无论是兑欧元、日元，还是英镑，人民币整体走势都是稳中略有升值。因此，准确地说并不是人民币对外贬值，而是美元相对于非美货币（包括人民币、欧元、日元等）出现不同程度的升值。相比于欧元、日元等货币人民币的表现属于相对坚挺的。

## 3、近期人民币贬值的主要原因分析

近期人民币相对于美元贬值是多种原因综合作用的结果。概括起来主要有这样一些：

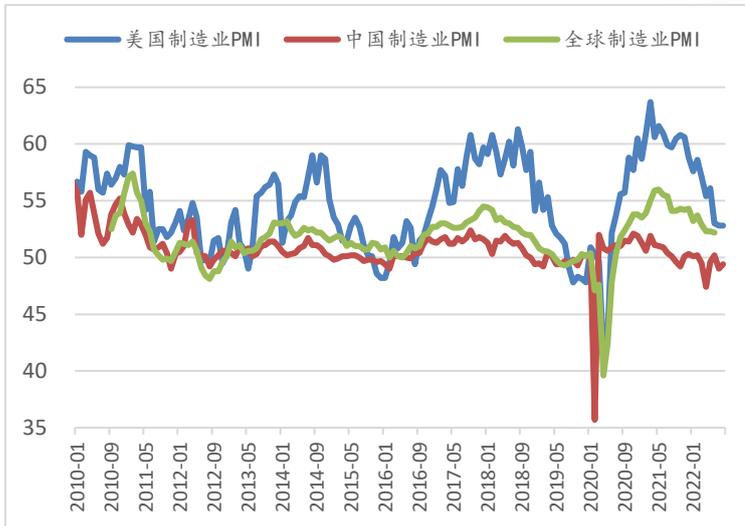
- 一、中美经济增长的差异：美国经济增长强劲，而中国经济受疫情冲击相对疲弱。
- 二、中国进出口贸易情况的变化。
- 三、通货膨胀差异导致的利率变动。美联储连续大幅加息有力地支撑了美元的升值。
- 四、中国政策层希望通过人民币适度贬值，刺激经济复苏，尤其是出口相关产业的稳定。

### （一）中国经济增长相对疲弱，美国经济增长强劲

今年中国4月、8月的两波新冠疫情使得政府加强疫情管控措施，对于我国经济产生较大冲击，我国经济增速出现明显下滑。2季度GDP增速从1季度的4.8%大幅降至0.4%，而同期美国GDP增速为1.7%，二者之差为-1.3%。自2021年6月以来，美国经济增速基本始终高于中国。中美经济增速差由正转负，显著低于疫情前4%-5%的差值水平。

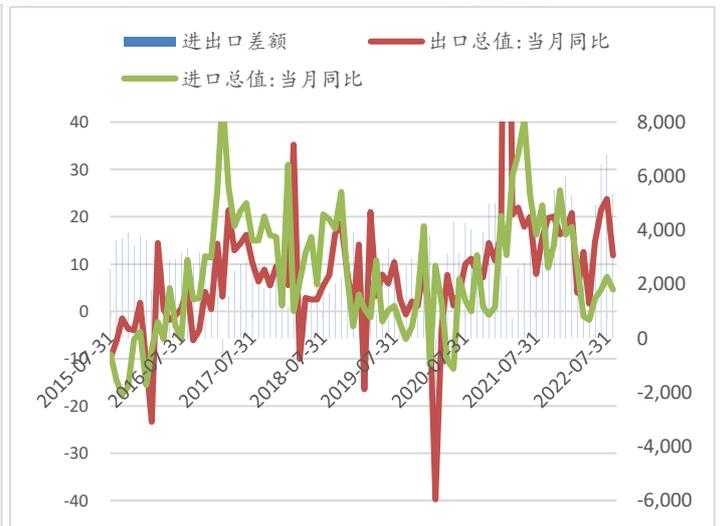
中美经济显著分化，“一冷一热”，不仅反映在GDP、CPI等总量指标上，也体现在消费、外贸、资金流动等分项指标上，还体现在利率、汇率、股市等金融指标上。

图表 3：中国经济景气度弱于美国



数据源：国家统计局、iFinD、致富研究院

图表 4：中国进出口增速从高位回落



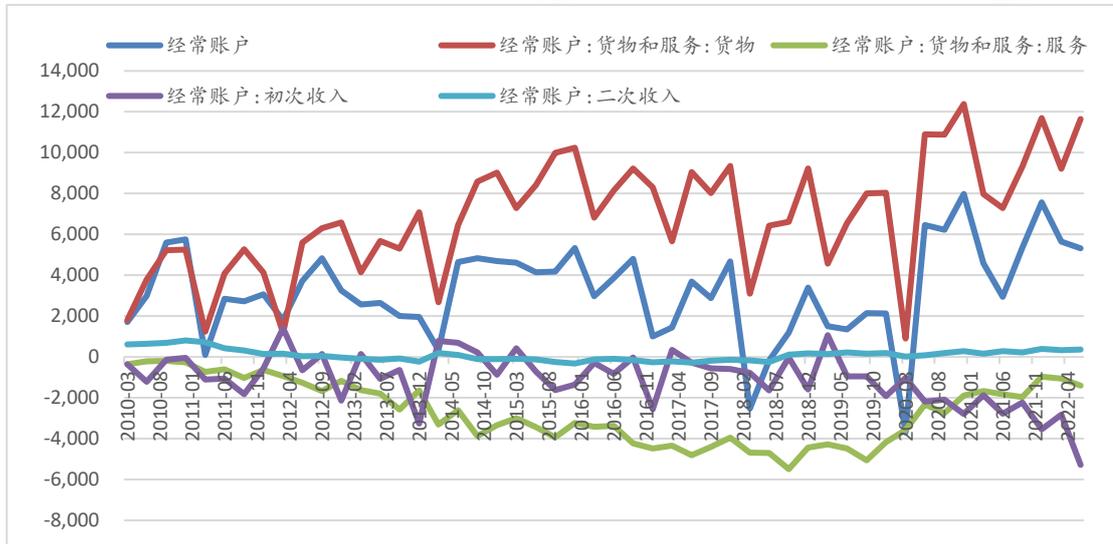
数据源：国家统计局、iFinD、致富研究院

## （二）中国进出口贸易情况的变化

从今年中国进出口贸易的资料看，虽然进口、出口规模继续维持在高位，但是，从增速上看，无论是进口，还是出口都出现高位回落。从历史资料看，外贸增速与人民币汇率有较好的相关关系，外贸增速提升，人民币汇率升值；外贸增速回落，人民币汇率贬值。今年外贸增速的高位回落，给人民币汇率施加了直接压力。

体现在国际收支平衡表上，可以看出，经常帐户中货物项继续维持较多资金流入，服务项资金流出持续收窄，这两项对经常帐户均为正贡献。但自疫情以来，初次收入项资金持续流出，今年流出金额显著增加，分析各细分项发现，资金流出主要来自投资收益。这两方面的作用力抵消之后，经常帐户可以维持在一个相对稳定的数值。

图表 5: 经常帐户顺差总体较为稳定, 但初次收入降幅持续扩大

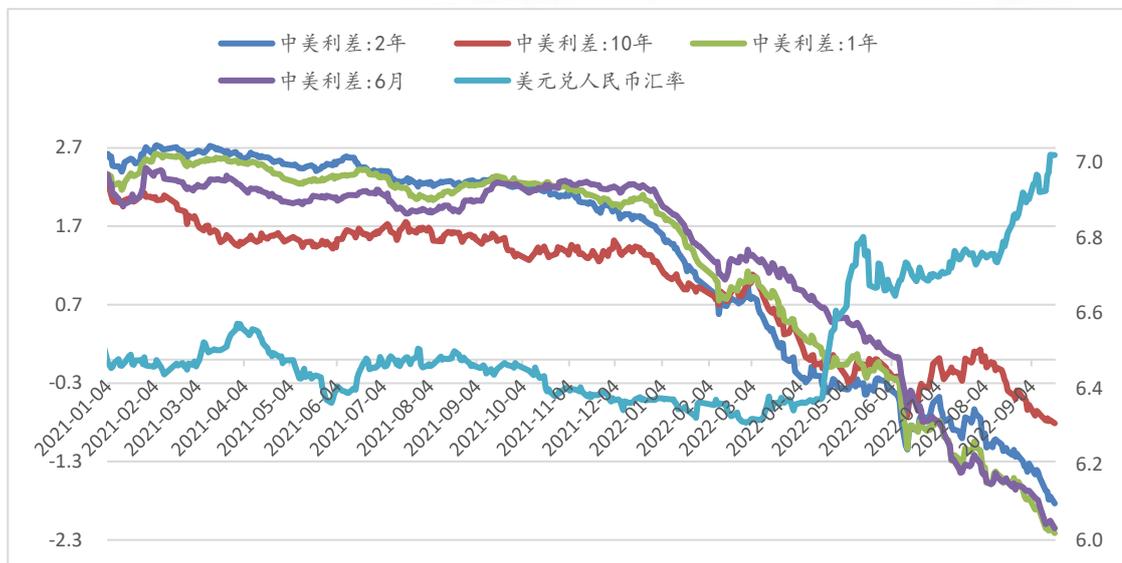


数据源: iFinD、致富研究院.

### （三）通货膨胀差异导致的利率变动。美联储连续大幅加息有力地支撑了美元的升值。

为了抑制持续维持高位的通胀, 美联储今年持续加息, 联邦利率上限从今年 3 月的 0.25% 升至当前的 2.5%, 已经持平于上轮加息周期的高点, 加息速度之快、幅度之大, 史所罕见。反观我国, 面对疲弱的经济、温和的物价, 中国央行实施“稳中偏松”的货币政策, 小幅调低政策利率, 为经济增长提供一个好的金融环境。中美截然相反的货币政策立场, 使得两国的货币增速一升一降, 也完全相反。

图表 6: 中美利差由正转负, 且降幅持续扩大



数据源: iFinD、致富研究院

#### (四) 中国政策经济发展政策的需要

由于目前中国经济相对疲弱, 利率水平已经处于历史低位, 难以通过降息对于经济实施有效刺激。因此, 中国央行希望借此机会, 通过人民币适度贬值, 刺激经济复苏, 尤其是出口相关产业的稳定。

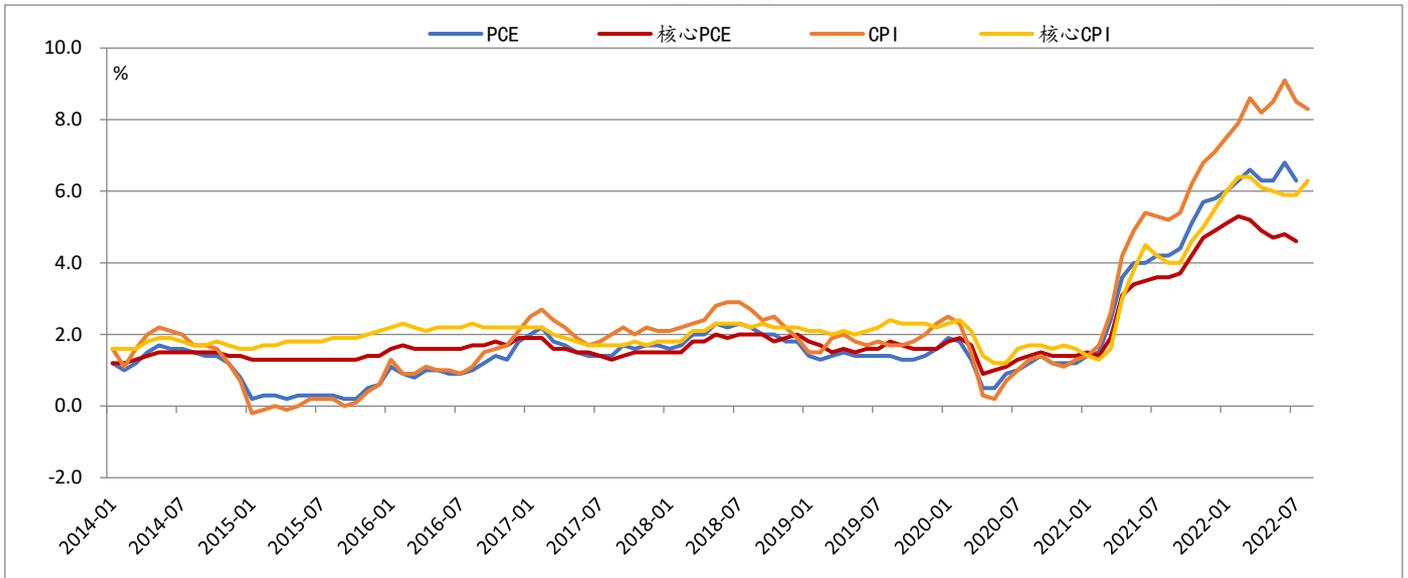
## 4、未来人民币对美元汇率预判

### (一) 美联储鹰派加息将继续支撑美元走强

目前高企的通货膨胀率、良好的就业数据, 以及强劲的实体经济, 将支持美联储继续采取鹰派的加息政策, 继而对美元走势构成较强支撑。具体来看:

首先, 美国劳工部最新公布的通胀数据显示: 2022年8月美国CPI同比上涨8.3% (市场预期8.1%), 相比前值减少0.2个百分点; 剔除食品和能源后的核心CPI同比上涨6.3% (市场预期6.1%), 相比前值增加0.4个百分点。相比6月峰值9.1%, 7月、8月CPI数值有所回落, 但核心CPI在6月、7月出现回落之后, 8月出现意外反弹。

图表 7: CPI 和 PCE 同比增速

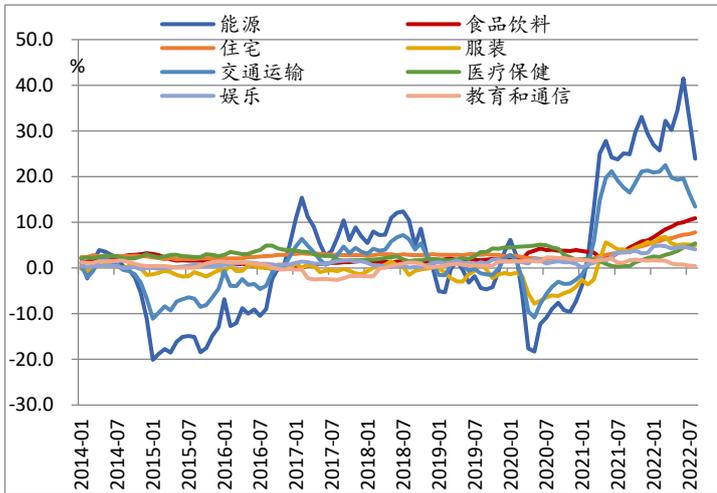


数据源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

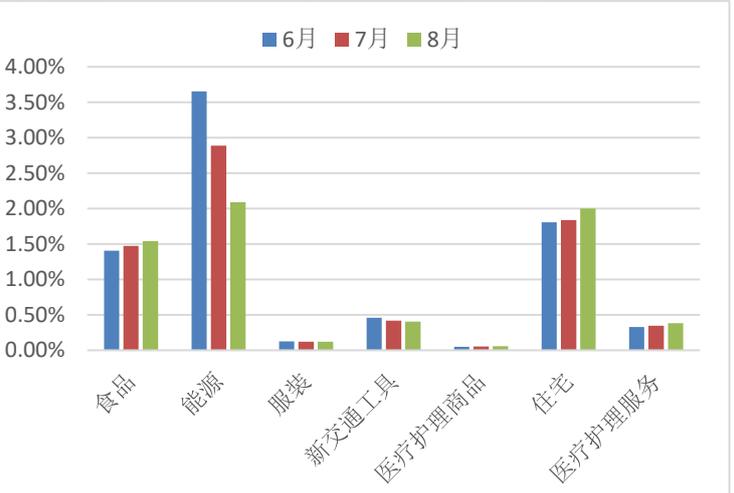
从分项数据来看，能源价格同比涨幅逐月回落，对 CPI 的贡献度出现持续下降。其中，6 月能源价格涨幅为 41.5%，7 月涨幅大幅下降为 32.9%，8 月更是进一步下降至 23.9%。能源价格上涨对 CPI 的贡献度已经从 6 月的 3.65% 大幅下降至 8 月的 2.09%。能源价格涨幅的回落，带动交通运输价格出现大幅下调。其中，6 月交通运输价格涨幅为 19.6%，8 月该涨幅则大幅下降至 13.4%。

然而，食品饮料、住宅、医疗服务等价格则保持持续上涨趋势，对冲了能源价格涨幅下降的影响，进而导致核心 CPI 出现超预期上涨。其中，占 CPI 构成权重高达 32% 的住宅价格上涨 6.2%，直接拉动 8 月 CPI 价格上涨 1.84 个百分点。由于住宅及租金价格具有较大粘性，很可能导致核心 CPI 持续高位的时间超预期。

图表 8: CPI 各细分项同比走势



图表 9: CPI 各细分项同比贡献



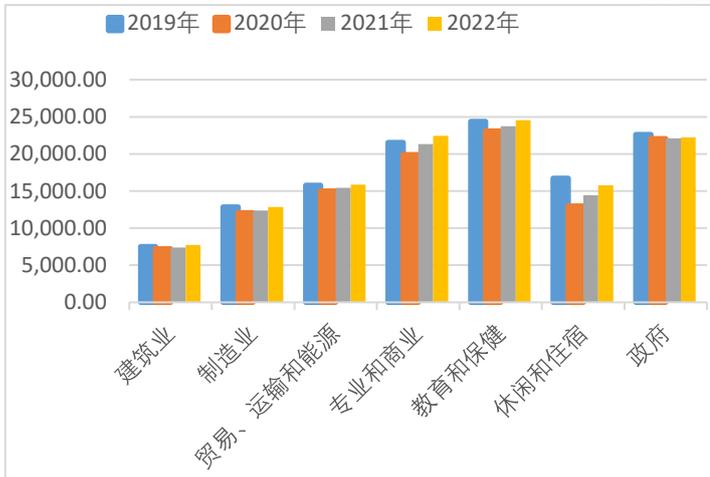
数据源: 美国劳工部、致富研究院

数据源: 美国劳工部、致富研究院

其次,从总体就业资料来看,目前美国劳动力市场已经完全恢复至疫情之前(2019年)的水平,但各行业就业情况依然存在较大差异。

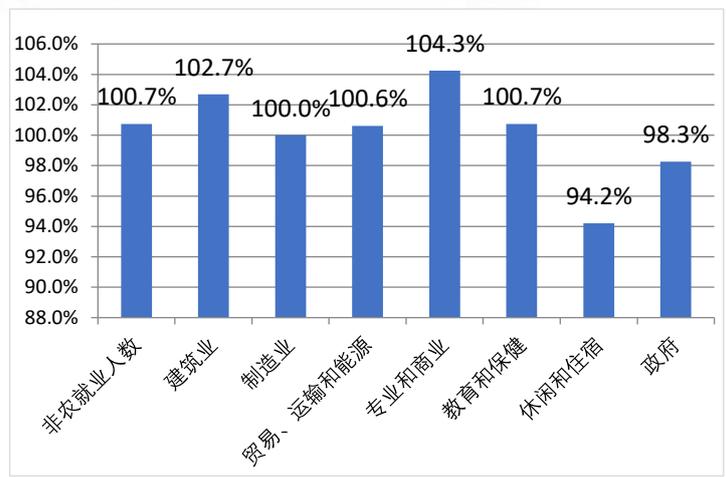
美国劳工部公布的8月份经季调后非农就业人数总计1.527亿,相比疫情前增加110.7万人,增幅为0.73%。其中,建筑业相比疫情前增加20.2万人,增幅为2.69%;制造业与疫情前基本持平;贸易运输和能源相比疫情前增加9.75万人,增幅为0.62%;商业服务相比疫情前增加91.5万人,增幅为4.25%;教育医疗相比疫情前增加18.1万人,增幅为0.74%。然而,受疫情影响最大的休闲住宿相比疫情前依然存在97万的较大缺口,缺口比例高达5.8%。同时,政府部门相比疫情前缺口为39.5万人,缺口比例为1.75%。各行业恢复情况差异较大。

图表 10：近年来美国各行业非农就业人数变化



数据源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 11：美国各行业非农就业人数相比疫情前缺口



数据源：同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

从职位空缺率、劳动者薪资水平等资料来看，均进一步印证现阶段美国劳动力市场存在较为严重的供需缺口。具体来看：

美国劳工部公布的 8 月职位空缺率为 6.9%，持续保持在自 2000 年以来的历史最高点附近。其中，相比疫情之前，职位空缺率增幅较大的行业主要包括：休闲餐饮业（职位空缺率为 8.8%，相比疫情前增加 3.3 个百分点）；教育医疗业（职位空缺率为 8.2%，相比疫情前增加 3 个百分点）；商业服务业（职位空缺率为 8.5%，相比疫情前增加 2.8 个百分点）；制造业（职位空缺率为 6.1%，相比疫情前增加 2.5 个百分点）。建筑业、零售业、贸易运输公用行业和政府部门职位空缺率增幅相对较小，劳动力供给存在较大的行业差异。

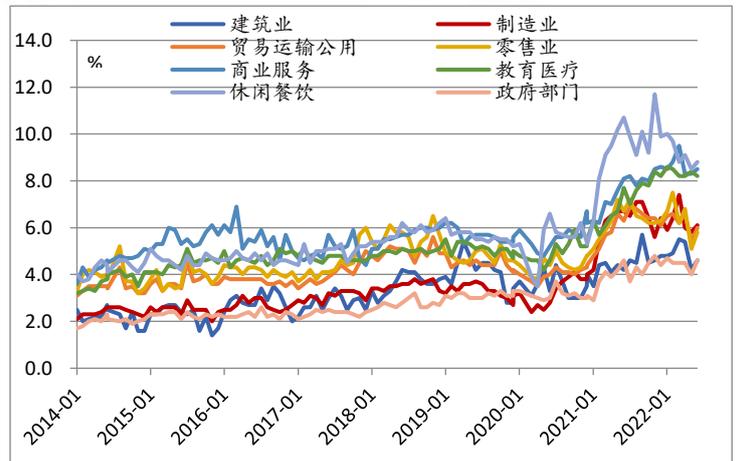
8 月份美国非农行业平均每周工时为 34.5 小时，数值较为稳定，但劳动者时薪、周薪则出现持续上涨。其中，平均时薪为 32.36 美元，连续 27 个月出现上涨，相比疫情前大幅上涨 15%；平均周薪为 1116.42 美元，同样连续 27 个月出现上涨，相比疫情前大幅上涨 15%。由于劳动力薪资依然保持较快增长，在工资-通胀的螺旋支撑下，很可能加剧核心 CPI 持续保持高位。

图表 12: 总体职位空缺率



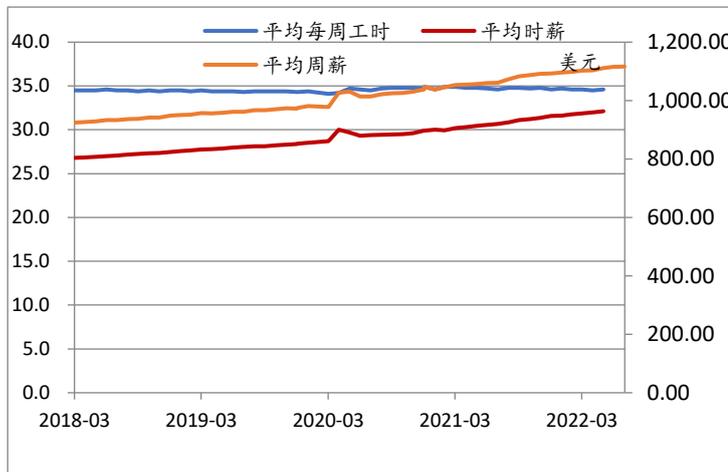
数据源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 13: 分行业职位空缺率



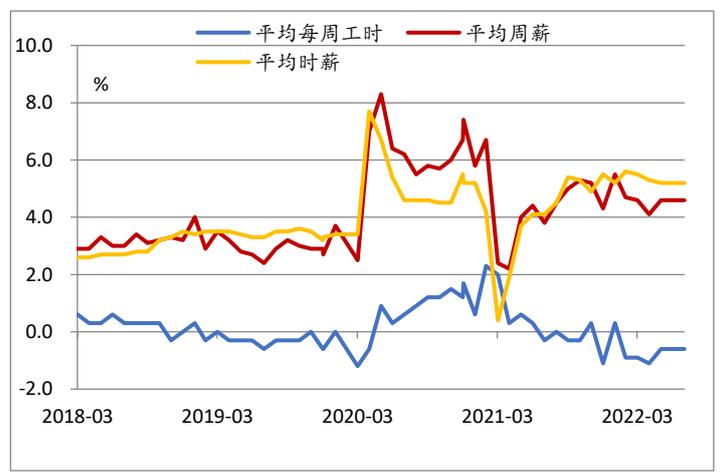
数据源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

图表 14: 非农企业平均工时、时薪和周薪



数据源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

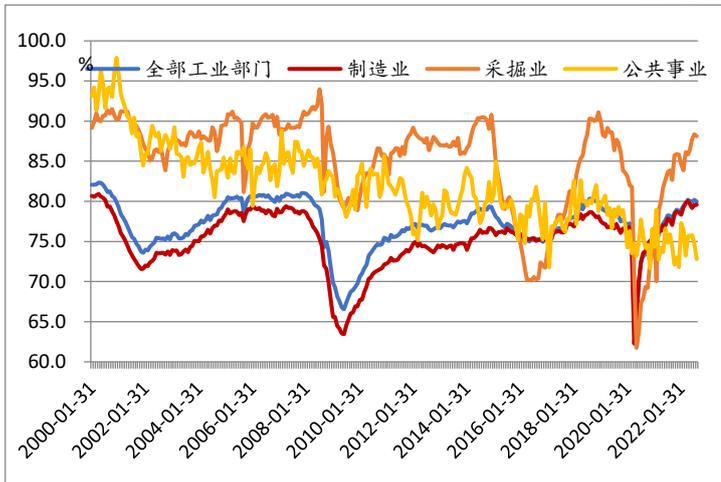
图表 15: 非农企业平均工时、时薪和周薪同比增速



数据源: 同花顺 iFind、美国劳工部、致富研究院

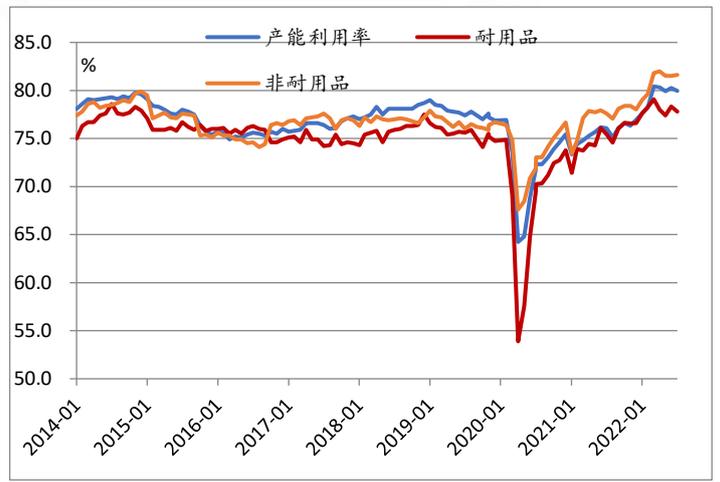
此外, 目前美国的全部工业和制造业产能利用率已经恢复到近 20 年以来的最高值附近, 采掘业正在快速恢复, 只有公用事业表现较为低迷。在制造业中, 耐用品和非耐用品的产能利用率同样已经恢复到近 20 年来的峰值附近。结合此前分析的美国劳动力市场存在严重短缺的状况, 我们认为目前美国实体经济不仅已经实现充分就业, 并且呈现出局部过热现象。

图表 16: 工业部门产能利用率



数据源: 同花顺 iFind、美联储、致富研究院

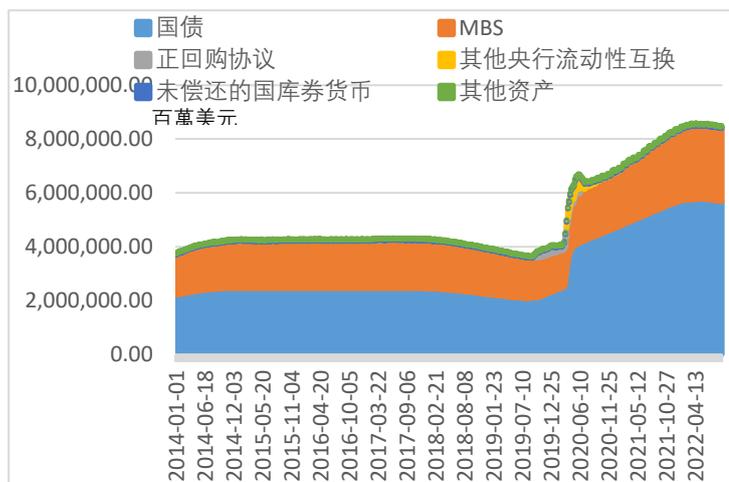
图表 17: 制造业产能利用率



数据源: 同花顺 iFind、美联储、致富研究院

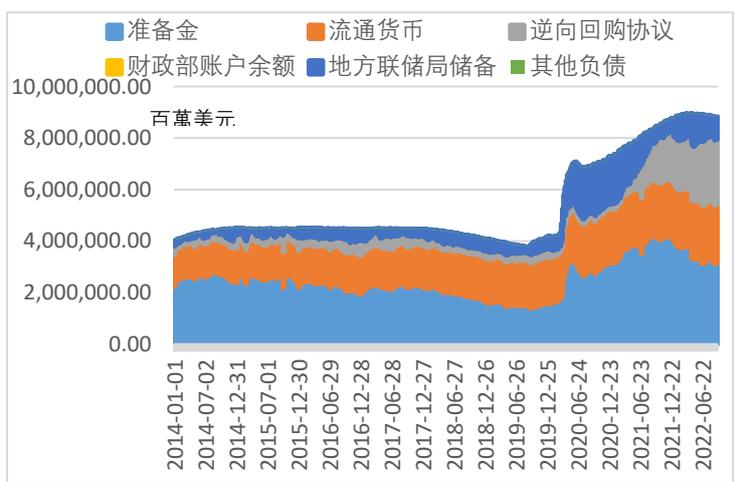
自 2020 年新冠疫情爆发以来, 美联储资产负债表持续扩张。截至 2022 年 9 月 14 日, 美联储总资产高达 8.883 万亿美元, 较疫情前大幅增加 4.22 万亿美元, 主要来自持有证券增加 3.74 万亿美元。其中, 增持国债 2.329 万亿美元, 增持 MBS 1.409 万亿美元。从负债端来看, 主要来自准备金增加 1.549 万亿美元, 流通货币增加 1.808 万亿美元, 地方联储局储备增加 4831.1 亿美元, 逆向回购协议增加 3366.5 亿美元。

图表 18: 美联储资产结构



数据源: 美联储、致富研究院

图表 19: 美联储负债结构



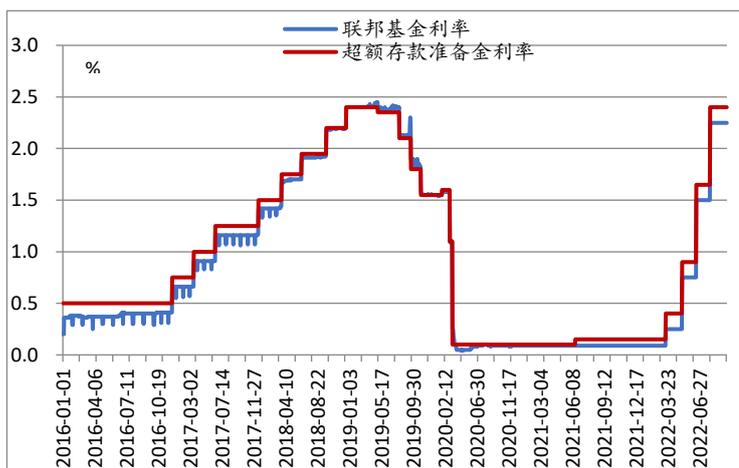
数据源: 美联储、致富研究院

一方面是局部过热的实体经济和持续高涨的通胀率, 另一方面是急剧膨胀的资产负债表, 美联储选择鹰派加息似乎成为了目前的最优选择。

自 2022 年 3 月首次加息 25 个基点以来，目前美联储已经连续加息 4 次，累计加息幅度达到 225 个基点。市场普遍预计年内剩余的 9 月、11 月、12 月三次议息会议，加息路径可能是“75、50、50”个基点（其中即将来临的 9 月议息会议，加息幅度有可能高达 100 个基点）。这意味着 2022 年底联邦基准利率大概率将超过 6 月美联储预估的利率位图区间 3.25-3.5%，甚至将超过 4%！

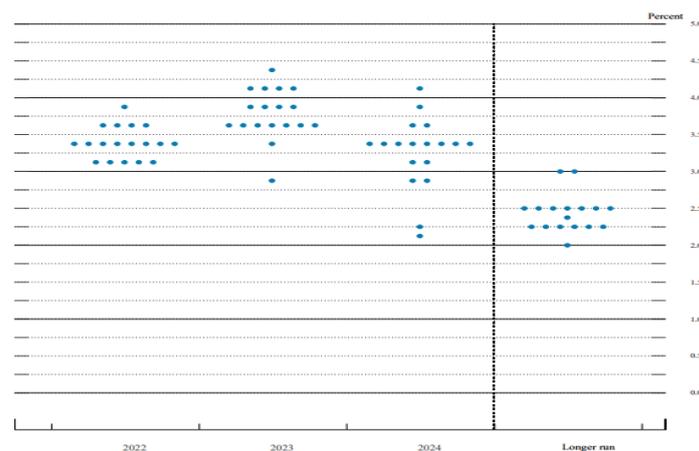
由于在 6 月经济预测中，美联储已经大幅上调总体通胀率，并全面下调经济增长率，表明联储已经做好准备，不惜在年内大幅加息，即使承担经济衰退的风险，也要控制持续高涨的通胀率。在 8 月 27 日的全球央行会议上，鲍威尔再次重申美联储“首要任务是将通胀率降至 2% 的目标”，认为“必须坚持加息，直至目标完成”，并暗示美联储可能在 9 月利率位图中上调终点利率预测。因此，我们认为美联储在年内保持鹰派加息的概率很大，2022 年底联邦基准利率有可能突破 4%，这将进一步支持美元强势上涨。

图表 20： 联邦基金利率及超额准备金率



数据源：美联储、致富研究院

图表 21： 美联储 6 月 FOMC 利率位图



数据源：美联储、致富研究院


**图表 22: 美联储 6 月 FOMC 对 2022-2024 年经济展望**

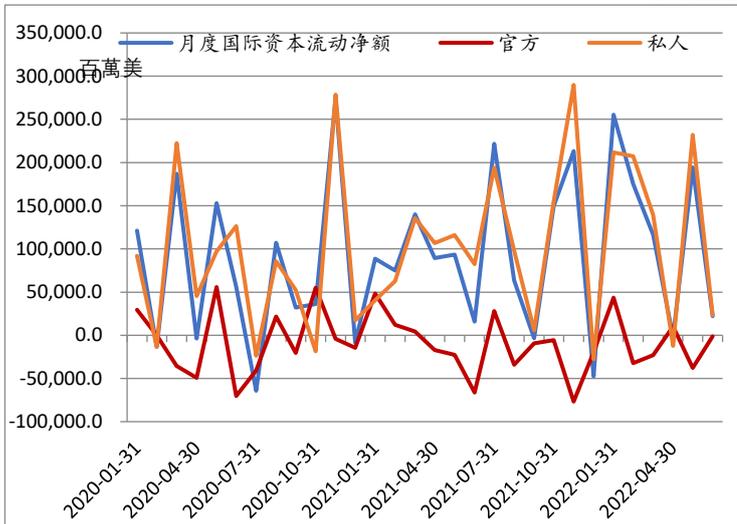
Percent

Variable	Median <sup>1</sup>				Central Tendency <sup>2</sup>				Range <sup>3</sup>			
	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run	2022	2023	2024	Longer run
Change in real GDP	1.7	1.7	1.9	1.8	1.5-1.9	1.3-2.0	1.5-2.0	1.8-2.0	1.0-2.0	0.8-2.5	1.0-2.2	1.6-2.2
March projection	2.8	2.2	2.0	1.8	2.5-3.0	2.1-2.5	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-3.3	2.0-2.9	1.5-2.5	1.6-2.2
Unemployment rate	3.7	3.9	4.1	4.0	3.6-3.8	3.8-4.1	3.9-4.1	3.5-4.2	3.2-4.0	3.2-4.5	3.2-4.3	3.5-4.3
March projection	3.5	3.5	3.6	4.0	3.4-3.6	3.3-3.6	3.2-3.7	3.5-4.2	3.1-4.0	3.1-4.0	3.1-4.0	3.5-4.3
PCE inflation	5.2	2.6	2.2	2.0	5.0-5.3	2.4-3.0	2.0-2.5	2.0	4.8-6.2	2.3-4.0	2.0-3.0	2.0
March projection	4.3	2.7	2.3	2.0	4.1-4.7	2.3-3.0	2.1-2.4	2.0	3.7-5.5	2.2-3.5	2.0-3.0	2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.3	2.7	2.3		4.2-4.5	2.5-3.2	2.1-2.5		4.1-5.0	2.5-3.5	2.0-2.8	
March projection	4.1	2.6	2.3		3.9-4.4	2.4-3.0	2.1-2.4		3.6-4.5	2.1-3.5	2.0-3.0	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	3.4	3.8	3.4	2.5	3.1-3.6	3.6-4.1	2.9-3.6	2.3-2.5	3.1-3.9	2.9-4.4	2.1-4.1	2.0-3.0
March projection	1.9	2.8	2.8	2.4	1.6-2.4	2.4-3.1	2.4-3.4	2.3-2.5	1.4-3.1	2.1-3.6	2.1-3.6	2.0-3.0

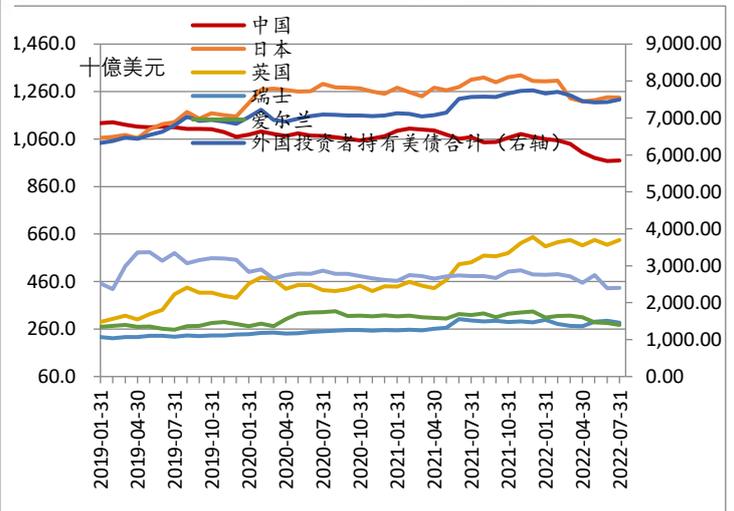
数据源：美联储、致富研究院

多年以来，美国的国际资本流动均是以私人流动为主体，官方流动占比较低。自今年 3 月美联储进入加息周期以来，这种趋势变化不大，总体国际资本依然维持净流入。此外，自 3 月以来，外国投资者持有美债总规模结束去年 12 月以来持续减少的趋势，开始出现持续反弹。截至 7 月底，外国投资者持有美债规模相比 4 月增加 459.4 亿美元，其中英国增幅最大为 219.1 亿美元，日本和瑞士分别增加 157.8 亿美元和 157.5 亿美元，表明在加息背景下，美元资产相比持续疲软的日元、欧元来说，具有一定的吸引力。我们预计后期随着美联储持续加息，国际资本流入美国的规模很可能进一步增加，这也将强化短期美元的强势。

图表 23: 月度国际资本流动净额



图表 24: 外国投资者持有美债规模



数据源: 美国财政部、致富研究院

数据源: 美国财政部、致富研究院

## (二) 对于人民币对美元汇率的模型预测

### 1、频谱分析

首先,我们对 2010 年之后中、美相关的宏观经济、贸易和利率等数据进行频谱分析,确定各经济数据的变化周期特征:

	周期一 (年)	周期二 (年)	周期三 (年)
美元兑人民币汇率	8.0321	4.0161	1.4602
中美两国十年期国债收益率利差	2.6771	1.0039	
中美贸易差额	3.5556	1.0159	0.4961
中美 CPI 差额	21.3333	6.0952	
美元指数	8.0314	4.0157	

从上述计算结果可以看出,中美贸易差额、美元指数的变化周期,与人民币汇率的变化周期相对较为接近,从而可以在频谱分析的基础上构建相对稳定的数量分析模型。

### 2、计量经济学模型分析

我们将美元兑人民币汇率季度同比增速作为模型中的被解释变量,中美贸易差额季度同比增速、中美 GDP 当季同

比增速差值的变化量、美元指数季度同比增速作为解释变量。选取 2007 年至 2022 年 9 月的季度数据，进行实证分析，可以得到如下结果：

	1 Estimate	2 SE	3 tStat	4 pValue
1 (Intercept)	-0.0056	0.0053	-1.0664	0.2906
2 x1	-0.0955	0.0259	-3.6805	5.0611e-04
3 x2	0.2223	0.1047	2.1240	0.0379
4 x3	0.2792	0.0593	4.7117	1.5391e-05

其中，P 值小于 0.05，表明统计效果显著； $R^2 = 0.4$ ，拟合效果相对较好。

根据上述实证计算的结果，可得回归方程：

$$Y = -0.0056 - 0.0955X_1 + 0.2223X_2 + 0.0593X_3$$

其中，Y 为人民币兑美元汇率季度同比增速， $X_1$  为中美贸易差额季度同比增速， $X_2$  为中美 GDP 当季同比增速差值的变化量， $X_3$  为美元指数季度同比增速。可以看出，中美 GDP 增速差值的扩大和美元指数的升高对人民币贬值有促进作用，而中美贸易差额增速的上升对人民币贬值有抑制作用。



## 研究员声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析员在此声明：（1）该研究员以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映了该研究员的研究观点；（2）该研究员所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在还是将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

## 一般声明

本报告由香港致富证券有限公司（以下简称“致富证券”）制作，报告中的信息均来源于公开数据，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本报告版权归致富证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。

本报告内的所有意见均可在不作另行通知之下作出更改。本报告的作用纯粹为提供信息，并不应视为对本报告内提及的任何产品买卖或交易的专业推介、建议、邀请或要约。

香港	北京	上海	深圳
香港致富证券有限公司	香港致富证券有限公司北京代表处	香港致富证券有限公司上海代表处	香港致富证券有限公司深圳代表处
香港德辅道中 308 号 富卫金融中心 11 楼	北京市朝阳区建国门外大街 1 号 国贸大厦 1 期 608 室	上海市陆家嘴东路 161 号 招商局大厦 1309 室	深圳福田区福华路 399 号 中海大厦 6 楼
电话：(852) 25009228 传真：(852) 25216893	电话：(8610) 66555862 传真：(8610) 66555102	电话：(8621) 38870772 传真：(8621) 58799185	电话：(86755) 33339666 传真：(86755) 33339665

网址：[www.chiefgroup.com.hk](http://www.chiefgroup.com.hk)