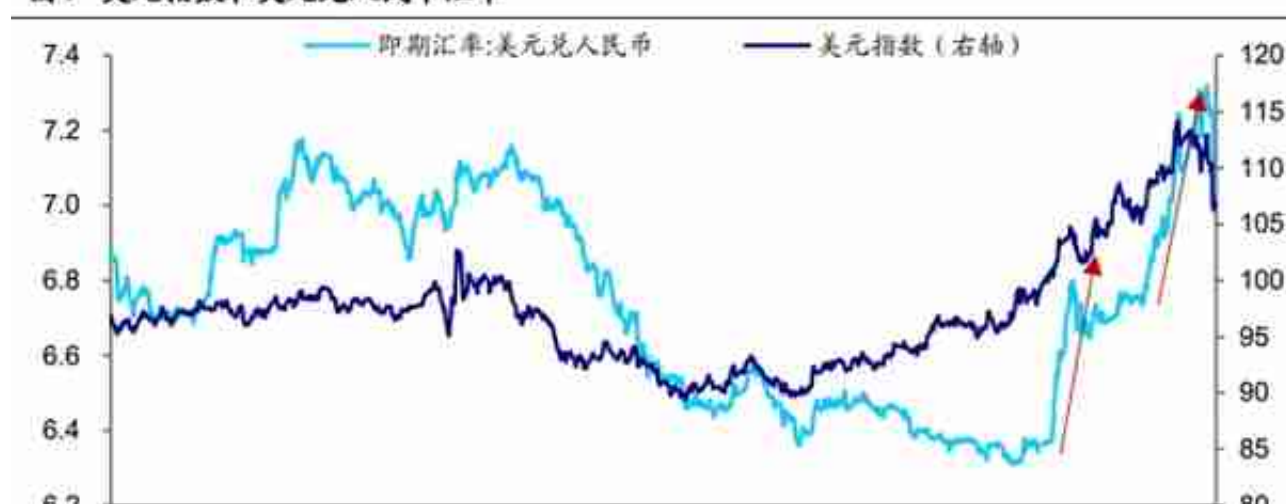


(报告作者：海通证券研究所 梁中华、应镓娴)

8月以后，人民币汇率快速走贬，美元兑人民币汇率一度突破7.3的高位，而进入11月中旬，汇率又迅速反弹，截至16日已经回到7.08水平。如何看待汇率背后的影响因素？接下来人民币汇率贬值压力是否解除了？

图1 美元指数和美元兑人民币汇率



与此同时，国内主要资产价格也 and 人民币汇率波动呈现出比较明显的联动性。比如，4月份时，上证综指也出现了明显的下跌，一度跌破3000点；8月中旬以后，人民币的贬值同样伴随着上证综指的明显回落，跌幅大的时候降至2900点附近，相比8月中旬的最大跌幅甚至超过10%。而11月以来，A股表现也与人民币汇率一同回暖。债市方面，4月下旬10年期国债利率迅速上行而后回落，8月期间，利率则是先大幅回落而后持续上行，波动幅度超过15bp。

所以人民币汇率会如何变化，以及我国央行将如何进行利率和汇率的平衡，依然是对于整体资产定价很重要的因素。作为人民币汇率的研究框架系列，本篇专题重点从美元指数的角度讨论人民币汇率走势。



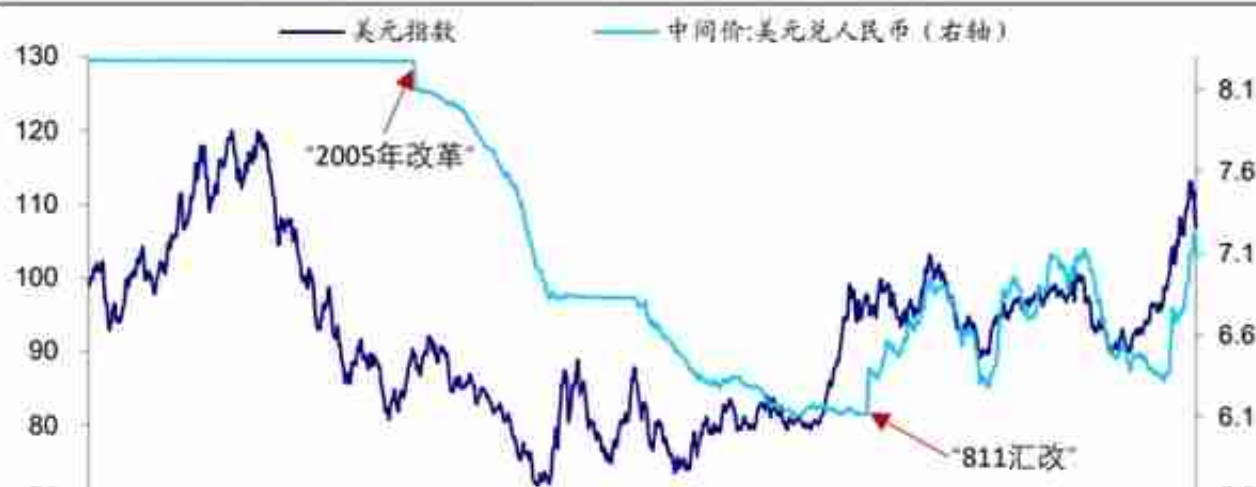
2. 从美元指数看汇率

从交易角度看，我们可以将影响人民币汇率的主要因素分为两个维度——美元指数和人民币供需。汇率本质上就是价格，价格由供需关系决定，因此人民币汇率本质就是由人民币的相对供需变化所决定的。而美元是全球货币的重要主导，对美元需求的变动会直接影响对人民币的相对需求。

我们也可以参考一篮子货币的汇率形成机制。具体来看，2005年，我国开始进行人民币汇率形成机制的改革。自此，人民币不再盯住单一美元，而是参考一篮子货币汇率变化。而后在2015年，“811汇改”重点调整人民币对美元中间价的报价机制，将人民币定价权交给市场，由做市商参考上日银行间外汇市场汇率收盘价、外汇市场供求情况以及主要货币汇率变化提供中间价报价。

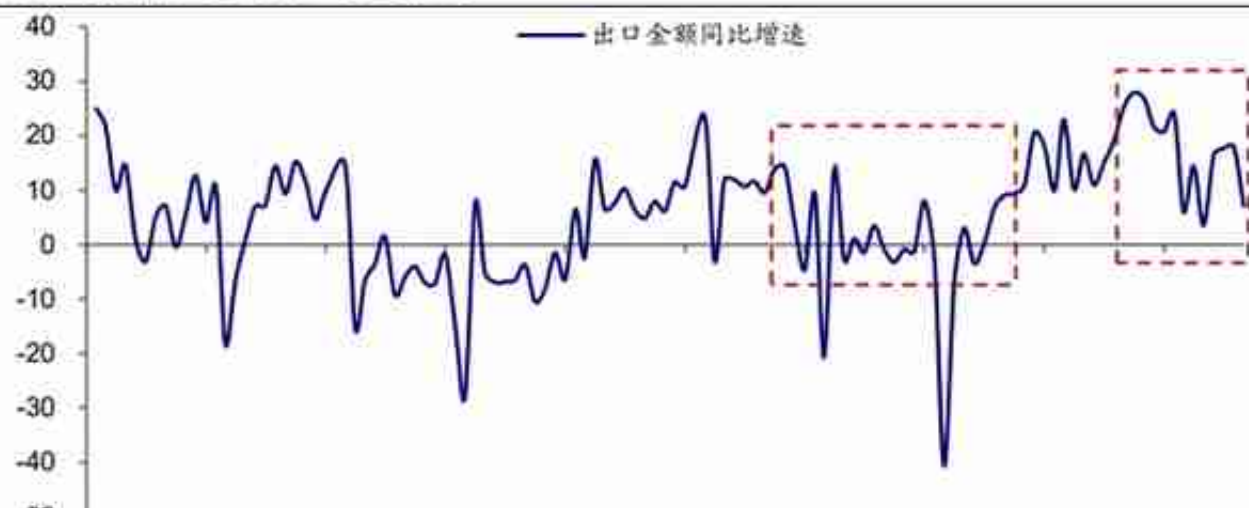
2016年，央行明确，做市商在进行人民币对美元汇率中间价的报价时，需要考虑上一个交易日的收盘价加上一篮子货币的汇率变化（假设不考虑逆周期因子）。“收盘汇率”主要反映的是外汇市场供求变化，“一篮子货币的汇率变化”则是指为保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定所要求的人民币对美元双边汇率的调整幅度。也就是说，如果美元对其他货币升值，为了保持人民币对一篮子货币的汇率相对稳定，人民币对美元中间价就需要在收盘汇率基础上贬值。由于一篮子货币同样对应着美元指数的构成，所以这部分可以近似看做是由美元指数波动所决定的。

图4 2015年以后，人民币兑美元汇率就与美元指数显示出紧密的相关性



不过在具体时期，人民币汇率相对美元则会呈现出不同的“折溢价”变化。以今年的汇率表现为例，以 2016、17 年为基期，按照最高 113、114 左右的美元指数计算，人民币汇率或对应 7.4 水平，也就是说尽管近期人民币贬值较快，但人民币汇率相对美元指数依然是小幅“溢价”的。包括面对美元的升值，今年人民币贬值幅度在全球主要货币中并不算高，仍相对有韧性。

图6 我国出口金额同比增速 (%)

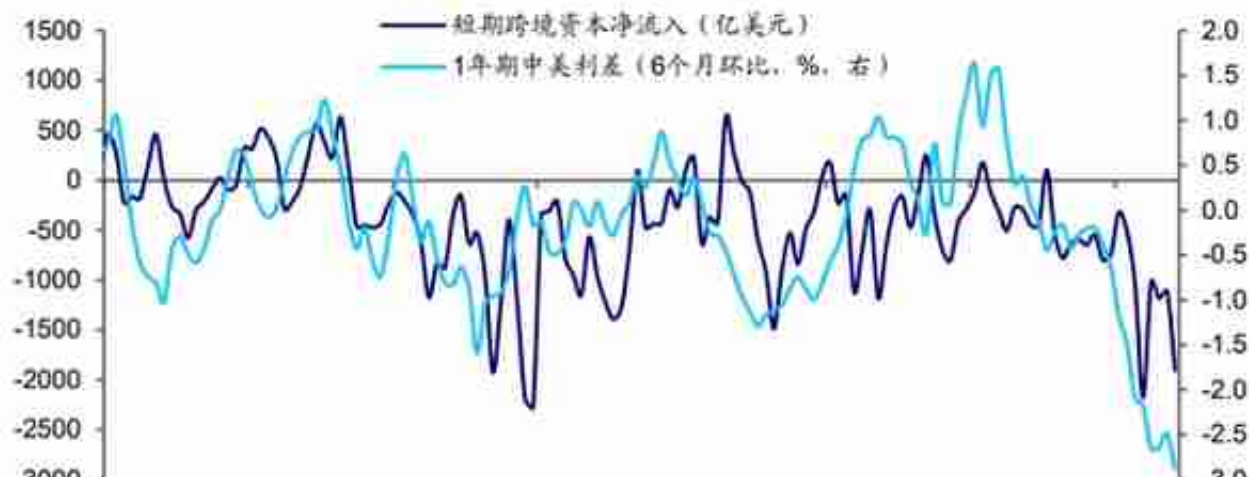


需要注意的是，贸易顺差转化为人民币供需的时候，还需要考虑到结汇的节奏。因为对于贸易顺差带来的外汇收入，贸易商并不一定会在当期都进行收付并结汇，所以结汇的节奏也会阶段性影响人民币的需求从而扰动汇率走势。比如，通常来说，在 11 月、12 月结汇规模会季节性增加，推动人民币汇率走强；还比如在人民币单边贬值预期较强的时候，出口商会倾向于延迟结汇，进一步带动汇率贬值等。

相比 2021 年，今年贸易顺差转化为结售汇顺差的效率有明显下降，1-10

月货物贸易带来的结售汇顺差占到贸易差额的 31%，而去年同期占比达到 51%以上。所以结汇的减少边际上也使得人民币汇率的支撑下降。

图8 中美利差与非稳定的跨境资本净流入对比



对应到结汇上，资本净流出也使得今年的结售汇结构发生明显改变。具体来说，今年以来资本净流出的增加抵消了很大部分货物贸易提供的结售汇顺差。今年前 10 个月，货物贸易结售汇顺差相当于银行代客结售汇顺差的 1.9 倍，其中 4 月以来顺差的倍数更是达到 2.5 倍。而去年 1-10 月，货物贸易带来结售汇顺差只有整体代客顺差的 1.1 倍左右。

不过由于我们的资本和金融账户并没有完全开放自由流动，资金流出压力不至于集中释放。

图10 拆分人民币兑美元汇率中间价的变动 (bp)

