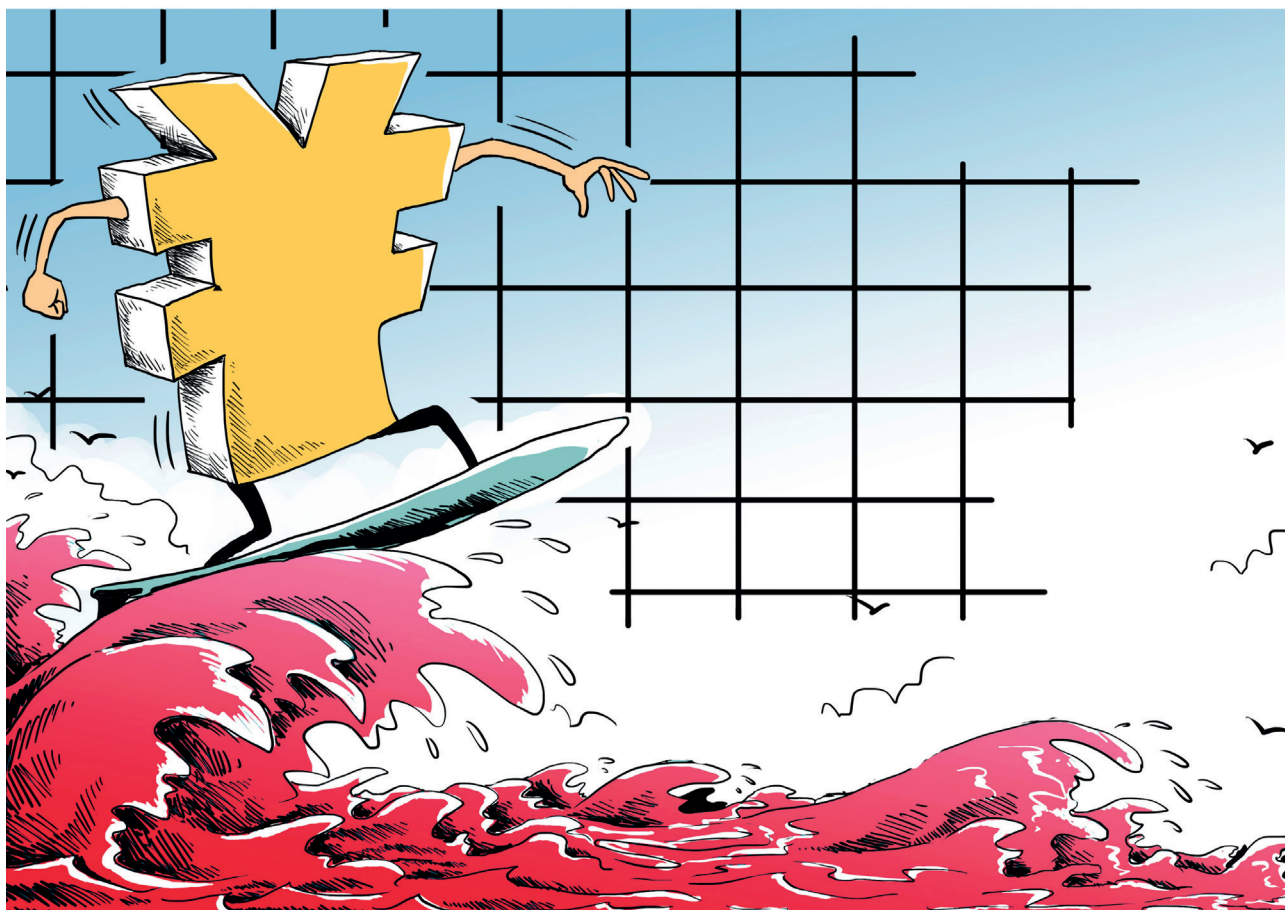


# 经济恢复态势明显 汇率压力有望缓解

各项数据表明，不仅第三季度国内经济数据明显好转，第四季度以及明年的政策空间也相对充裕。未来人民币汇率有望迎来向上的拐点，前期的汇率压力也将减轻。

文 | 张禅成



自美联储新一轮加息以来，人民币兑美元汇率随着美元指数上升而出现不断贬值的态势，一度突破了 7.3 的水平。之后在央行干预和汇率报价机制调整下，汇率出现了短期的“超跌反弹”。此轮美元指数上涨给全球带来了剧烈的负面外溢。但是，在我国顶层设计统筹发力的带动下，国内经济恢复发展态势明显，汇率压力也将缓解。

### 美联储加息引发多国货币贬值

当前人民币贬值的最直接原因当属美联储激进加息引发的美元升值。

9 月 22 日，美联储公布最新的议息决议，实施年内第五次加息，而且是连续第三次大幅加息 75 个基点。美联储今年已累计加息 300 个基点，创下其 40 多年来最快加息纪录。伴随着美联储的不断加息，美元指数也一路开挂，导致全球主要非美元货币纷纷大幅贬值。

尽管加息幅度符合预期，但在之后的新闻发布会上，美联储官员对明年利率预期的中位值为 4.6%，高于之前市场预计峰值 4.5%；预计到今年年底还要再加息 125 个基点，暗示 11 月可能再加息 75 个基点。美联储主席鲍威尔重申，要坚持加息直到大功告成。

受到美国激进货币政策的影响，人民币需要“有序贬值”，释放压力。

作为全球主要结算货币，美元每次升值都会导致他国货币贬值、进口成本上升、金融状况收紧，最终加剧全球通胀。之前业界一直认为美元指数上涨尤其不利于新兴市场国家，现在看来，似乎包括欧洲、日本在内的发达经济体所受影响更大。美元指数近期一度大涨 15%，全球已有 18 种货币对美元的汇率跌幅超过 10%，5 种货币跌超 20%。全球五大结算货币中的四大货币对美元全线下跌，日元以 19% 跌幅居首。

本轮美元走强不仅反映了投资者对今年联

邦基金加息的预期，也反映了由此引发的对全球经济衰退风险增大的担忧。

7 月 13 日，欧元兑美元汇率跌破了平价（即 1 欧元兑 1 美元）。通常情况下，欧元的疲软并不能为新兴市场货币提供套利空间，因为一方的疲软往往与另一方的亏损同时发生。但这一次，美元指数飙升后，通过抛售欧元为套利交易提供资金正变得越来越普遍，欧元区似乎更有可能陷入衰退，而地缘政治风险也在持续加剧欧元走弱趋势。

英国央行在艰难加息的同时，又无奈宣布无上限购债救市，也就是开启量化宽松。起因是时任首相特拉斯为了抑制通胀、推动增长，宣布了激进的减税计划“迷你预算”。这一“给富人更多优惠”的政策导致英镑剧烈贬值、英国国债收益率一路飙升。债市不断下挫，迫使养老基金大量抛售债券和股票以满足追加保证金的要求，进一步引发英国股市大跌等一系列连锁反应。因此，英国央行为了避免养老金爆仓带来的后果和公众影响，不得已大量释放流动性，压住了英国国债利率飙升的势头，也暂且搁置了紧缩的货币政策。10 月 20 日，担任首相仅 45 天的特拉斯宣布辞职，英国经济领域也留下了更多变数待解。

日本方面也在承受美元升值引发的压力——日元的持续贬值，导致以美元计算的日本 GDP 正在萎缩。日本今年的名义 GDP 预测值为 553 万亿日元，如果日元继续贬值或低位徘徊，今年和明年的 GDP 有可能跌破 4 万亿美元。以目前的 1 美元约兑 140 日元换算，则日本今年的 GDP 为 3.9 万亿美元，与 2021 年相比会缩减 2 成。

就在美联储 9 月议息会议之后，日本财务省副大臣神田真人表示，为了对冲贬值压力，日本采取了大胆行动，已经在外汇市场进行了干预。这是自 1998 年 6 月以来，日本政府首次以卖出美元、买入日元的方式干预汇率。即便

当前人民币贬值的最直接原因当属美联储激进加息引发的美元升值。

## 当月社融

(亿元)

	当月社融	人民币贷款	委托贷款	信托贷款	银行票据	企业债	政府债
2021-08	29,893	12,713	177	-1,362	127	4,649	9,738
2021-09	29,026	17,755	-22	-2,098	14	1,137	8,066
2022-08	24,322	13,344	1,755	-472	3,485	1,148	3,045
2022-09	35,300	25,719	1,507	-192	134	876	5,525

&gt; 数据来源：万得

如此，美日货币政策分歧这一导致日元本轮走弱的根本因素仍未改变。从日本国内层面看，日本央行仍未放弃针对10年期国债的收益率曲线控制（YCC）政策，而且日本政府稍晚可能推出财政措施以帮助其国民应对国内物价上涨，也不利于稳定日元汇率，因而日本此次干预日元的效果将有限且短暂。

### 美国经济脆弱难掩

美联储加息步伐未见放缓迹象，这令华尔街开始担忧企业盈利能力可能受到负面影响。据统计，华尔街收益分析师已下调美股第三季度收益预期。标准普尔500指数所有成份股的盈利预期增长率此前预计为9.8%，目前为2.9%；如果现有预期实现，这将是自2020年第三季度以来的最慢增速。

对于整体经济而言，美联储最重视的通胀指标意外加速上行，9月核心CPI同比上涨6.6%，创1982年8月以来新高，环比则上升0.4%，均超市场预期。

就在不久前，全球最大对冲基金桥水的创始人瑞·达利欧表示，随着美联储的不断升息，一场“完美风暴”正在美国形成，并将导致经

济痛苦扩散。达利欧认为，美国政府在疫情期间的刺激计划造成了经济泡沫，宽松政策造成了美国前所未有的通胀，再加上今年国际上的地缘冲突，多方因素促成了一场“完美风暴”。

截至目前，美联储对2022年和2023年年底联邦基金利率的预测中值分别为4.4%和4.6%。市场人士普遍认为，当联邦基金利率超过4.5%就有可能使美国经济陷入衰退。不少经济学家警告，美国将在未来几个月内陷入衰退。国际货币基金组织10月11日将美国2022年的经济增长预期下调至1.6%，并将其2023年的经济增长预期维持在1%。

可以预见的是，一旦美国经济陷入衰退，必然会对美元指数产生拖累，当前的美元表现恐怕难以为继。

### 经济恢复利好人民币汇率企稳

很显然，汇率比价的最核心因素还是经济运行情况。从国家发展改革委发布的宏观经济数据来看，第三季度我国经济明显回升，能源装备、石化装备、矿山机械、工程机械、数控机床、工业机器人等重点设备订单都在大幅增加。

9月，社融、信贷延续修复势头，贷款结

构也趋于改善。企业的中长期贷款回升明显，处于近五年来的同期最高水平，票据冲量现象有所缓解。新增社融超出预期，信贷、非标成为主要支撑。

随着政策性开发性金融工具的进一步落地，以及商业银行配套贷款发力，企业中长期贷款有望保持扩张态势。另外，随着5000多亿元专项债结存限额的使用，政府债对于社融的影响也将在一定程度上得到缓解；再加上近期房地产放松政策密集加码，居民信贷也将逐步修复。后续社融可以适度保持乐观。

对于国内居民普遍关心的房地产市场，9月29~30日，3项政策密集出台，即阶段性放宽部分城市首套房贷利率下限，下调首套住房公积金贷款利率，以及换购住房个人所得税退税。本轮组合政策有两个突出特点：第一，精准扶持，刚性和改善性需求仍是重点；第二，自上而下，政策放松力度较为明显。

1~9月，各地颁布“促销售”政策800余项，具体包括放松限购、购房补贴、公积金政策、首付比例调整、房贷利率调整、放松限售、二手房带押过户、多孩家庭住房扶持、一人购房全家帮、出租破限购及集中购房等11类政策。从政策效果来看，促销售政策确实带动了房地产销售的边际改善。

与此同时，基建实物工作量或将明显提升。

在项目方面，1~8月，国家发展改革委批准核准固定资产投资项目74个，总投资10830亿元，约是去年同期的2.6倍。新开工基建项目大幅增加。1~8月，基础设施新开工项目个数达到5.2万个，比去年同期增加1.2万个，新开工项目计划总投资同比增长16.6%。建筑央企新签订单高速增长。上半年七大建筑央企的新签基建合同金额约为4.6万亿元，同比增长22.4%。

在资金方面，政策性开发性金融工具加快落地，商业银行配套融资支持，新增专项债发行提速。8月末第一批3000亿元政策性开发性金融工具完成投放，拉动了8月社融委托贷款显著增长。若按照8月24日召开的国务院常务会议提出的要求，10月底前发行完毕新增的5000多亿元结存限，10月新增专项债发行规模将大幅加大。此外，9月28日召开的稳经济大盘四季度工作推进会议指出，要“依法依规提前下达明年专项债部分限额”。这些新增额度中的大部分预计将投向基建领域。

在施工方面，进度改善，建筑需求进一步释放。截至9月底，水泥出货率最新读数较6月初提升约14个百分点，磨机运转率也呈现稳步上升的趋势，最新读数为49.5%，已接近去年同期水平。9月以来，沥青开工率也显著提升，9月末读数为45.2%，较月初提高约7个百分点，已经接近历史同期平均水平。沥青开工率的快速提升反映了以道路建设及养护为主的下游需求进一步走强。螺纹钢产量回升，库存持续下降，已处于近年来的同期低位，反映了下游基建领域的钢材消费量上升。

出口也是一大亮点。尽管外需开始走弱，但我国出口份额持续上升，出口维持相对韧性。2021年出口额比2019年提高了1.9个百分点，2022年中国出口额继续上升。世界贸易组织（WTO）数据显示，今年7月中国出口规模占有统计数据国家总出口的比重达19.7%，高出2021年同期1.3个百分点，高出2019年同期2.9个百分点。

各项数据表明，不仅是第三季度国内经济数据明显好转，第四季度以及明年的政策空间也相对充裕，中国经济有望在全球范围内再次“出彩”。未来人民币汇率有望迎来向上的拐点，前期的汇率压力也将减轻。□

两国汇率比价的最核心因素还是经济运行情况。