人民币贬值最快阶段或已过去

2022 年 09 月 20 日

8 月中旬以来，人民币汇率持续贬值，9 月中旬离岸和在岸人民币先后跌破 7 这一重要关口，人民币汇率波动加大，引发市场对汇率贬值的担忧。

➢ **当前汇率贬值幅度和节奏比今年 4 月份缓和**

8 月以来，人民虽在持续贬值，但客观来看，人民币贬值压力不如今年 4 月：

第一，8 月人民币贬值幅度约为 4 月的一半；

第二，8 月人民币汇率的波动率弱于 4 月，期权隐含波动率并未飙升。

➢ **逆周期调节因子或已重启，此番人民币汇率贬值对金融市场影响有限**

中间价持续偏强，逆周期调节因子或重启。人民币中间价连续 21 个交易日强于 Bloomberg 调查的市场一致预期值，二者偏离程度也创 2018 年以来的新高。

北上资金并未大幅流出，人民币贬值对金融市场尤其股票市场冲击较为缓和。尽管当前人民币贬值，但北上资金并没有出现类似于上半年的持续大幅流出的情况，整个股票市场对汇率贬值反应较为平淡。

➢ **能源短缺和联储偏鹰导致美元偏强，这是 8 月人民币贬值的主因**

和今年 4 月不同，4 月人民币走贬主要是国内因素；近期人民币贬值主因海外紧缩预期调整所致。

首先排除国内降息对近期人民币汇率的解释力。8 月 15 日 MLF、OMO 利率调降当天，美元兑在岸人民币收盘价相比上一个交易日下降 8 个基点。另外，今年 5 月，5 年期以上 LPR 利率单独下调时，当日人民币并没有贬值反而升值，可见国内降息并非触发贬值的直接原因。

海外紧缩预期调整才是引发人民币走弱的关键。8 月下旬以来，欧洲能源问题愈演愈烈，美联储发言持续偏鹰，美元指数持续走强，非美货币集体走弱，这是人民币持续走弱的关键。

➢ **出口也是人民币汇率走弱的一个原因，但不是主要原因**

出口增速下降但贸易结售汇状况依然良好，企业逢高结汇积极性高，跨境资金流入仍强。

其一，货物贸易收付顺差创历史次高。8 月出口增速有所下滑，但银行代客货物贸易收付顺差 535 亿美元，创年内新高，也是历史第二高值。虽然同比增速走弱，但当前出口仍是跨境资金的重要支撑项。

其二，企业逢高结汇的积极性高，企业外汇存款下降，起到了缓冲作用。

➢ **汇率贬值最快的时期或已过去**

我们认为，当下汇率贬值主要触发因素在于美联储加息节奏调整以及出口增速急跌，9 月上旬人民币快速破 7 正是二者同时作用的结果。年内两大因素再次形成共振概率不大，短期内人民币贬值最快的时期或已过去。

9 月 FOMC 标志着美联储已经完成对市场利率曲线追赶，加息预期纠偏已告一段落。

8 月出口增速相较于 7 月已经下滑超 10 个百分点，年内再大幅急跌的可能性不大。

➢ **风险提示：**美联储货币政策进一步收紧；欧洲能源短缺进一步加剧。

分析师 **周君芝**
执业证书：S0100521100008
电话：15601683648
邮箱：zhoujunzhi@mszq.com
研究助理 **吴彬**
执业证书：S0100121120007
电话：15171329250
邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

1.宏观专题研究：美元指数 110 后往哪去？-2022/09/19
2.8 月经济数据点评：经济阶段性企稳-2022/09/17
3.全球大类资产跟踪周报：人民币汇率短暂破 7-2022/09/17
4.月度高频数据追踪：高温疫情后的经济图景-2022/09/15
5.宏观和地产联合专题研究：地产纾困的四类模式及现实进展-2022/09/15

目录

1 本次汇率贬值节奏和幅度比今年 4 月份缓和 3
2 海外紧缩预期加剧是主因，企业逢高结汇缓冲贬值压力 4
3 逆周期调节或已重启，贬值并没有引发金融市场资金大幅流动 6
4 汇率贬值最快的时期或已过去 7
5 风险提示 8
插图目录 9

1 本次汇率贬值节奏和幅度比今年 4 月份缓和

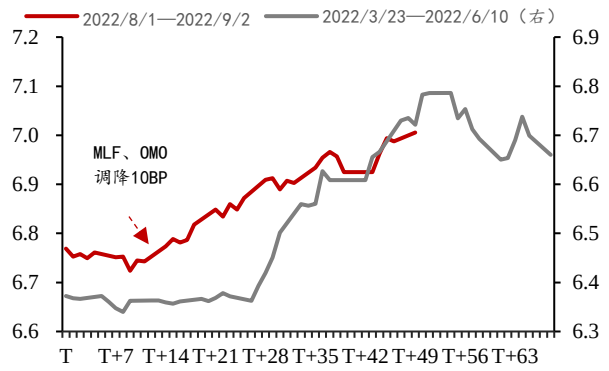
8 月以来，人民币进入新一轮贬值趋势，一路跌破 7 的重要心理点位。尤其是 9 月以来，人民币走势波动明显提升，引发市场对汇率的担忧。

但本次人民币贬值的节奏和幅度要比今年 4 月份缓和。

首先是贬值幅度。8 月人民币贬值幅度约为 4 月贬值幅度的一半，另外 4 月曾出现过连续 5 个交易日大幅贬值的情况，甚至出现单日贬值超 600 基点的情况，创 2015 年以来最快的贬值速度。而 8 月以来，人民币贬值速度并没有如此之快，较少出现短期快速大幅贬值的情况。

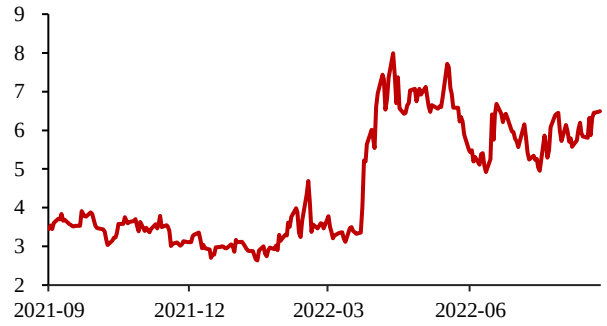
其次是波动率。USDCNY 衍生品市场，8 月中旬以来，尽管 USDCNY1 个月期权的隐含波动率有所回升，但仍不及上半年的高位。

图1：美元兑人民币即期汇率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：USDCNY 期权隐含波动率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2 海外紧缩预期加剧是主因，企业逢高结汇缓冲贬值压力

今年 4 月的一轮快速贬值主要是因为国内疫情，导致经济基本面走弱，引发汇率调整。当前最大的不同是，人民币贬值主要是受海外紧缩预期调整所致，并不是国内因素导致。

MLF、OMO 调降并不是引发汇率调整的导火索。

8 月 15 日，央行“意外”下调 OMO 和 MLF 利率各 10BP，当日美元兑在岸人民币收盘价相比上一个交易日下调 8 个基点。另外，今年 5 月，5 年期以上 LPR 利率单独下调时，当日人民币并没有贬值反而升值。由于国内金融体系与海外金融体系联动程度并不高，央行政策利率下调并不直接引发汇率大幅波动。

美联储加息预期再调整才是引发人民币走弱的关键。

8 月下旬以来，欧洲能源问题愈演愈烈，以及美联储持续偏“鹰派”的发言，引发美元指数持续走强，非美货币集体走弱，是人民币持续走弱的关键。

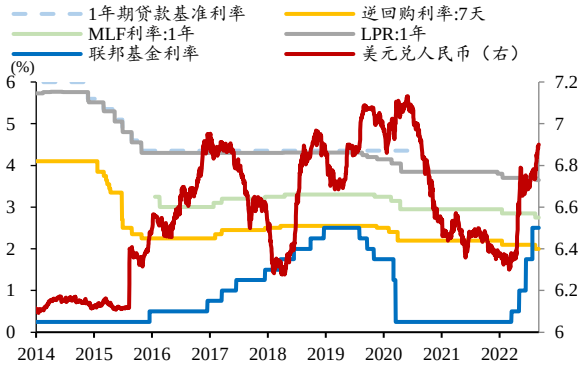
尤其是 Jackson Hole 会议，美联储主席鲍威尔关于“终点利率”的表述，强调了坚持紧缩的决心，**并打破“经济指标走弱，美联储就会停止加息”的逻辑。**

8 月美国 CPI 超市场预期在短期内都引发了非美货币短期内快速贬值，意味着前期**市场关于“美联储将在 2023 年降息”的预期落空，本轮美联储加息周期持续时间或将大超此前市场预期。**

境内美元流动性转紧，人民币对美元指数更加敏感。

5 月以来，美元兑人民币和美元指数的走势相关性明显提高。4 月大幅贬值期间，套息交易开始大幅消退，使得当前人民币汇率走势对美元指数更为敏感。在美元指数创近 20 年新高的情况下，人民币很难独善其身。

图3：中美货币政策 vs 美元兑人民币



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：USDCNY 和美元指数走势对比

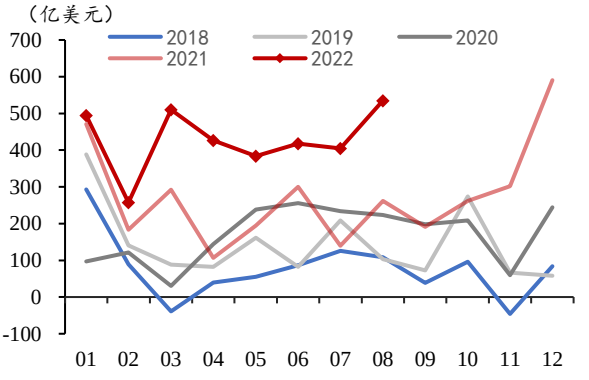
资料来源：wind，民生证券研究院

出口增速下降但贸易结售汇状况依然良好，企业逢高结汇积极性高，对汇率形成缓冲。

其一是，货物顺差创年内新高。8 月出口增速有所下滑，但银行代客货物贸易收付顺差 535 亿美元，创年内新高，也是历史第二高值，带动 7 月结售汇顺差强势走高，尽管出口数据走弱，但当前出口对跨境资金的平衡作用仍然显著。

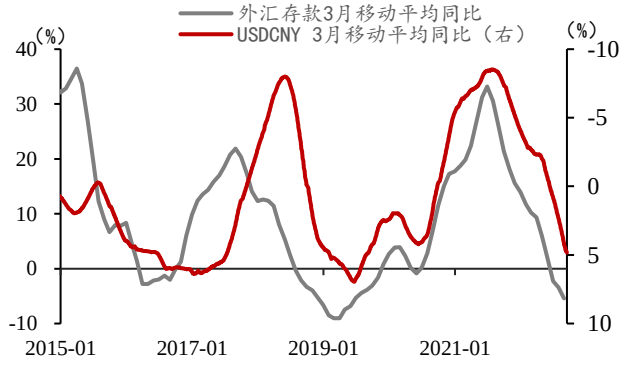
其二是，企业逢高结汇的积极性高，起到缓冲作用。二季度结售汇数据反弹，还得益于企业在人民币逢高结汇，最显著的表现为企业存款下降，这一情况可能持续。2020 年以来，高景气出口带来的持续外汇存款，当前正在发挥缓冲垫的作用。

图5：货物贸易涉外收付顺差创年内新高



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：企业逢高结汇，外汇存款下降



资料来源：wind，民生证券研究院

3 逆周期调节或已重启，贬值并没有引发金融市场资金大幅流动

8 月中旬以来，人民币贬值导致当前逆周期调节因子或已经重启，本轮贬值对金融市场的冲击可能较为缓和。

中间价持续偏强，逆周期调节因子或已重启。

自 8 月 24 日以来，人民币中间价连续 21 个交易日强于 Bloomberg 调查的市场一致预期值，其中 8 月 30 日甚至一度偏离 249 个基点，创自 2020 年以来的最大偏离幅度。尽管出口仍强，但出口收汇率偏低，或反映了企业和居民对人民币贬值预期，此时若开展逆周期调节，也可以抑制外汇市场羊群效应出现。

北上资金并未出现大幅流出现象，人民币贬值对金融市场尤其是股票市场冲击较为缓和。

3 月份人民币贬值的同时，北上交易型资金和配置型资金都一度持续大幅流出，但当前尽管人民币贬值，但北上资金并没有出现类似于上半年的持续大幅流出的情况，整个股票市场对汇率贬值反应较为平淡。预计在国内经济基本面不出现大幅波动的前提下，即使后续人民币继续贬值，对股票市场的影响也不大。

图7：人民币中间价大幅强于市场预期

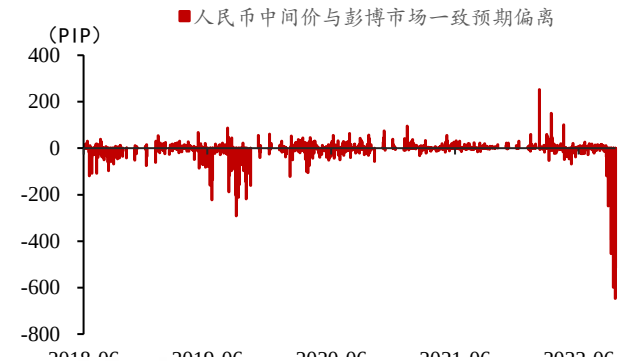
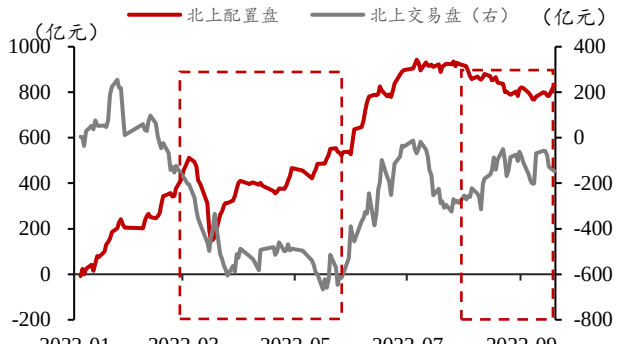


图8：2022 年以来北上交易和配置资金累计流入



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_46338