

人民币汇率的下一个“路标”

2022 年 10 月 11 日

► 汇率贬值已经走过两个阶段

2022 年以来，人民币汇率贬值已经经历了两轮快速贬值：

一轮是在 4 月—5 月，美元兑人民币汇率的中枢上移到 6.7 左右，当时汇率主要定价国内疫情对经济基本面冲击的影响。

另一轮是 8 月底以来，汇率中枢从 6.7 一路上移到 7.1 左右，最高点一度来到 7.25 的高点，而这一轮主要是定价海外紧缩预期调整以及出口增速下滑。

但汇率的走势往往具有比较强的全球联动特征，尤其是今年以来，罕见的强美元趋势，非美货币纷纷走弱，人民币贬值既有自身的因素，也有不容忽视的全球共性因素。

► 阶段一：全球贸易周期见顶，人民币汇率趋势快速逆转

2020 年 6 月以来的高景气出口支撑人民币的升值趋势结束，自 2022 年一季度开始，全球贸易已经进入收缩时期，这一趋势下，人民币汇率进入贬值的第一阶段，全球贸易开始收缩，人民币难以继续维持强势。

而国内疫情导致经济走弱触发了这一阶段的贬值，同时 2020 年和 2021 年人民币升值过程中，大量的套息交易模式不再成立，触发大规模的平盘推动了汇率短期内快速贬值。

► 阶段二：非美经济体国际收支加速恶化，中国出口增速走弱

高企的能源价格，导致与依赖能源与大宗商品进口的主要工业国纷纷陷入贸易逆差。德国、日本、韩国等重要工业国都陷入了国际收支逆差加速恶化的泥潭。

反观作为全球需求的一大驱动者，美国贸易逆差在今年 3 月录得最大逆差后，快速收窄，带动美元走强。得益于美国强劲的经济基本面，美国就业和通胀数据迟迟不下，美联储持续加码紧缩预期，在三季度，市场将这一逻辑演绎到极致。

同时，中国出口增速在三季度回落，海外美元指数走强和中国出口走弱双重因素叠加带动人民币新一轮贬值。

► 下一个阶段：出口降速，中国国际收支是否有隐忧？

尽管出口增速回落，但当前中国国际收支仍然健康，尤其是跨境资金流入情况仍偏强：

其一是四季度出口仍有望产生外汇资金净流入，这是人民币汇率的一个重要支撑力量。

其二是企业换汇行为的阶段性缓冲汇率贬值压力。7 月以来，银行外汇资产负债显著收缩，尤其是企业和居民存贷款持续下降：主要是企业在 2020 年以来累积的大量的外汇存款开始逢高结汇，一定程度上缓冲汇率贬值压力。

未来我们需要关注：

第一，中国出口增速下滑，会在多大程度上影响跨境资金流动的情况。

第二，国内经济基本面蕴含的风险对国际收支的影响。

► 风险提示：美联储货币政策超预期，欧美能源短缺进一步恶化。



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.全球大类资产跟踪周报：全球市场再度动荡-2022/10/10
- 2.四季度宏观经济及大类资产展望：关键变化或即将到来-2022/10/09
- 3.2022 年 9 月 PMI 数据点评：经济的基本逻辑没有变化-2022/09/30
- 4.宏观专题研究：汇率逼近 7.2 之际，打开外汇管理工具箱-2022/09/27
- 5.政策双周报：“保交楼”政策逐步推进-2022/09/25

目录

1 本轮人民币贬值极为特殊	3
2 第一个“路标”：全球贸易周期见顶，人民币结束升值	5
3 第二个“路标”：历史罕见强美元，人民币汇率触及极值	6
4 第三个“路标”？人民币汇率的下一个关键时刻	8
5 风险提示	10
插图目录	11

1 本轮人民币贬值极为特殊

2022 年以来，截至 10 月 10 日人民币相对美元贬值超过 11%，今年可以说是贬值幅度最大的一年。过去十年以来，人民币相对较差的还有 2016 年，但当年也仅累计贬值 7%，贬值幅度远小于今年。

不仅是贬值幅度几乎为历史最大，今年人民币贬值速度和节奏都不同以往。今年以来总共有两轮明显的贬值。

一轮是在 4 月—5 月。美元兑人民币汇率中枢从 6.3 快速上移到 6.7 左右。仅 4 月 18 日-4 月 25 日一周，人民币贬值幅度超 1000 个基点，并将过去 8 个月积累的升值幅度悉数吐回。

另一轮是 8 月中旬至今。美元兑人民币汇率中枢从 6.7 一路上移到 7.1 左右，尽管这一轮贬值速度虽较于上一轮略微缓和，但本轮贬值持续时间更长，从 8 月中旬一直持续到 9 月末，美元兑人民币汇率一度来到 7.25 高点。

今年两轮人民币快速贬值同时，资本市场联动反应，股票和债券市场同步走弱。

4 月和 9 月，人民币贬值压力较大时期，股票市场和债券市场都出现了大幅调整，上证指数在 4 月和 9 月两次均跌至 3000 点附近，10 年期国债在此期间也都出现了 10BP 左右调整。

今年两轮人民币汇率走贬值还伴随着深刻的全球联动特征。

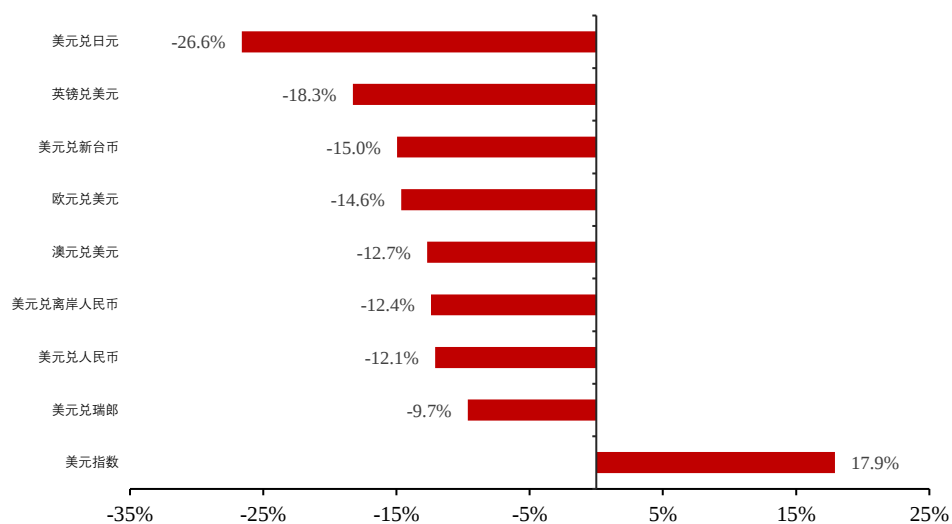
2015 年“811 汇改”后，人民币汇率开始呈现出更多双向波动，自此以后，人民币贬值都不同程度伴随着美元指数走强，非美货币贬值。

今年这一波人民币汇率贬值，美元指数一度攀至 115，创下 20 年以来新高。与之对应，全球非美货币普遍疲软，欧元、英镑、瑞郎、日元等货币纷纷走弱。

理解今年以来人民币汇率持续贬值，尤其是厘清汇率贬值背后的全球共性因素和人民币自身因素，对理解国内金融市场定价至关重要。

只有理解今年人民币汇率贬值动因，找到人民币汇率定价的“路标”，才可以更好把握未来人民币汇率走势，并联动观察资本市场。

图1：今年以来全球货币表现



资料来源：wind，民生证券研究院；注：数据截止到 2022 年 10 月 10 日

2 第一个“路标”：全球贸易周期见顶，人民币结束升值

极具中国特殊性的经济结构及金融体系，共同决定了人民币汇率对贸易高度敏感。

我们此前深入跨境资金流动性的微观机制分析，并据此给出判断，人民币和中国出口之间的关系，更多是出口是否高景气决定了汇率升贬，而非如直觉感受那般，汇率贬值利好出口。

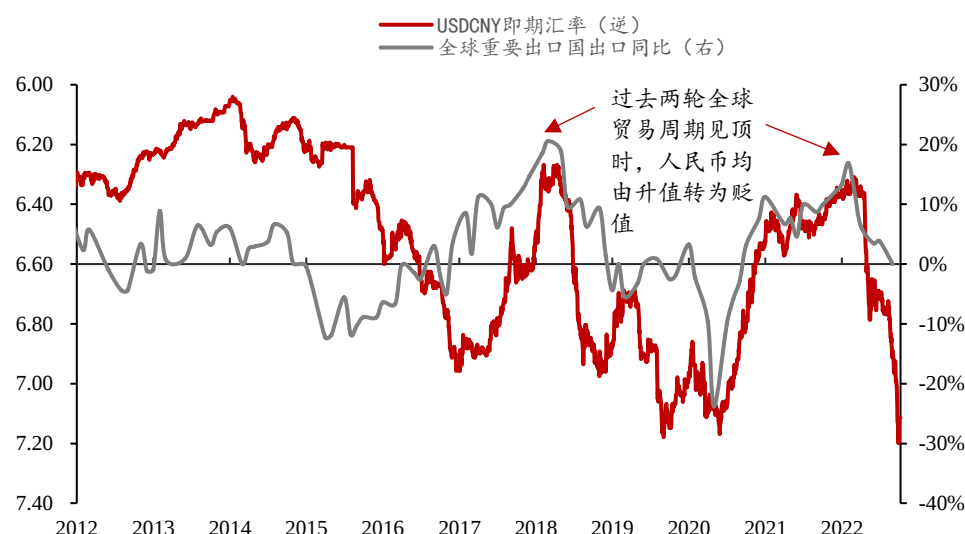
正因如此，今年第一轮人民币汇率快速贬值（4月），不仅对国内疫情冲击做出定价反应，更是宣告了2020年以来疫后启动的全球贸易周期见顶，本轮人民币升值周期趋势性结束。

我们先来理解一个背景，疫后发达国家启用了历史未见的财政和货币宽松，催生出一轮全球贸易景气。作为世界工厂，中国制造业具备全产业链优势，充分享受到本轮全球贸易景气周期的红利。

与之相应，高景气出口推动了疫后人民币汇率迎来持续的大幅升值。而在这一过程中，金融套息交易涌入外汇交易市场，美元-人民币套息交易不断扩容，放大人民币汇率升值幅度和速度。

而当全球贸易景气周期开始见顶，中国出口方向上迎来下行，疫后人民币汇率升值趋势打断，而参与其中的套息交易短期内（主要是4月）宣泄情绪，大规模外汇交易平盘，推动人民币汇率快速贬值。

图2：全球贸易周期与人民币汇率走势



资料来源：wind，民生证券研究院；注：重要出口国包括：美国、英国、日本、欧盟27国、中国；其中2021年同比增速以2019年为基数，计算两年平均增速。

3 第二个“路标”：历史罕见强美元，人民币汇率触及极值

一个典型的全球经贸及美元紧缩周期是，全球贸易见顶回落之后，非美经济体国际收支恶化，美国贸易赤字开始收敛，美元走强。本轮全球贸易周期依然踩着和过往一样的步伐，并且还有两大突出特点：

第一，高能源价格加剧非美制造国的国际收支恶化。

以德国为典例，2020 年之前，德国常年保持每月 200 亿欧元的贸易顺差，但自从去年第三季度以来，德国贸易便呈现失控趋势。直至今年 5 月，德国录得近 10 亿欧元的贸易逆差（7 月公布数据），这一数据是德国 1991 年以来首次出现贸易逆差。

德国并非孤立，类似情况还发生在英国、日本和韩国等经济体。能源价格高企，依赖能源与大宗商品进口的主要工业国，纷纷陷入贸易逆差。

第二，疫情期间美国大规模财政刺激，将美国贸易逆差推高到历史极高位置，随着需求逐步回落，贸易逆差收窄速度也将创下历史之最。

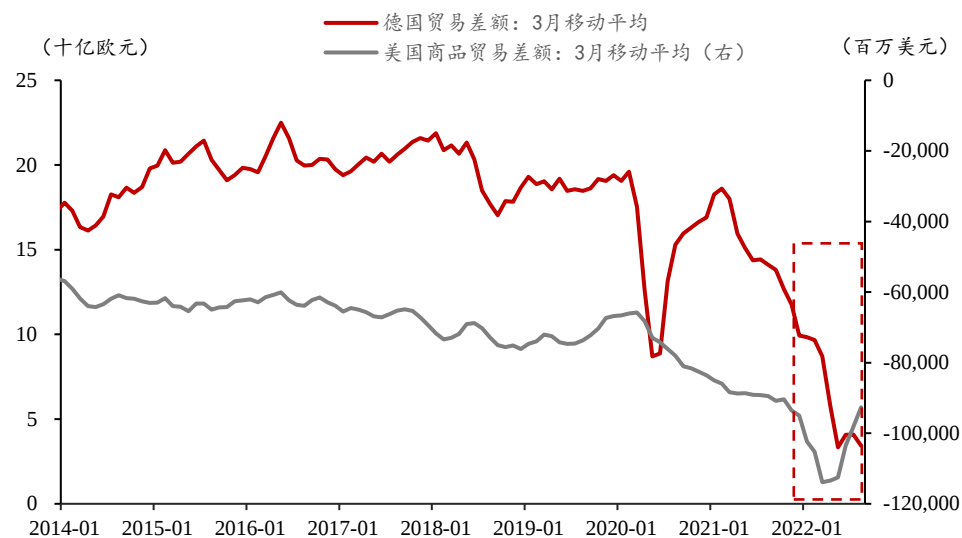
2020 年疫情之后，美国启用大规模财政刺激，推动美国贸易逆差扩大，而这一趋势也在全球贸易周期见顶之后开始反转。美国贸易逆差扩的有多大，未来收的就会有多快。

今年 3 月，美国录得最大逆差，随后美国贸易逆差快速收窄，美元顺势走强。当然，目前美国贸易逆差仍高于疫情前水平，反映美国实际需求仍偏强，不利于通胀回落。

但是全世界都知道，为了“驯服”本轮高通胀，美联储只有一个选择，鹰派的货币收紧。今年三季度，这一逻辑演绎到极致。所以我们见证了超预期的美联储货币收紧，历史罕见节奏的美元快速走强，非美货币纷纷走软。

恰在三季度，中国出口增速在三季度有较大幅度下滑，海外美元指数走强叠加中国经济走弱，双重因素叠加，带动人民币再一轮贬值。美元兑人民币汇率甚至触及 7.25，是 2014 年以来最高值。

图3：德国贸易顺差转为逆差，美国贸易逆差开始收缩



资料来源：wind，民生证券研究院

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_47132

