

## 宏观动态跟踪报告

## 人民币汇率下一步

## 证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号  
S1060520090001  
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

## 研究助理

张璐 一般证券从业资格编号  
S1060120100009  
ZHANGLU150@pingan.com.cn



## 事项：

2022年4月19日至4月22日(截至18:14分)，离岸美元兑人民币汇率在4个交易日日内贬值超过1600点，达到6.5454，创2021年10月以来新高。

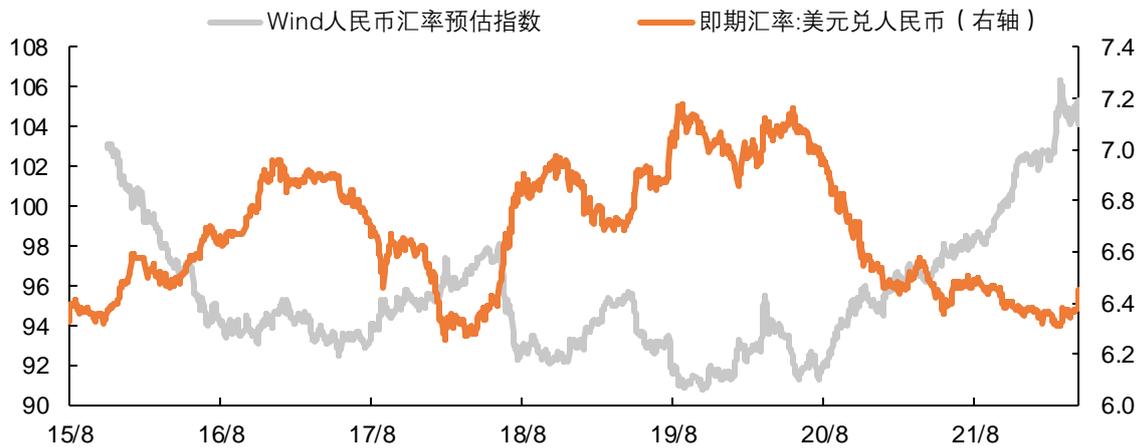
## 平安观点：

- 近期人民币汇率急贬的原因：1、出口景气出现从高速向中速回落的更多迹象。2020年下半年以来人民币汇率的持续强势，一个重要内核在于中国出口的高景气，支持了基于外贸刚需的外汇流入。2、中国经济下行压力阶段性加大影响外资流入。3月以来，中国与海外的疫情防控差异边际逆转，且在此同时，接连出现俄乌冲突爆发、中概股监管问题、美联储启动快加息等外部冲击，可能引发外资对中国资产的担忧情绪，导致外资阶段性撤出迹象。3、美元指数“破百”对人民币汇率形成更强牵扯。俄乌冲突爆发之后，美元指数开启新一波上涨，特别是4月以来美元指数在日元急贬的助推下“破百”。而2015年“8-11”汇改以来，美元指数在100以上运行的时间并不多，此番“破百”对人民币汇率预期的影响值得关注。4、汇率在中美货币政策分化中发挥更多调节作用。中美货币政策的节奏差还将延续下去。正如我们此前一直强调的，中国货币政策应该、也能够做到“以我为主”，其中的关键就是让人民币汇率发挥更多调节内外均衡的作用。
- 我们认为，目前上述人民币贬值的触发因素或仍在演绎，人民币汇率可能还会震荡调整一段时间。而相比于人民币汇率点位的走贬，人民币调整的节奏与幅度更为关键。
- 下一步人民币汇率展望：首先，人民币汇率在较高水平上的调整，未必是件坏事。2021年8月以来，人民币名义有效汇率已经突破了前期高点，其持续攀升对出口的负面影响愈发变得不容忽视。人民币汇率作为货币宽松的另一种形式，也有助于缓释企业现金流压力。其次，货币政策需注意宽松节奏，避免人民币汇率超调。在人民银行过去的货币政策操作中，可以看到其对于人民币汇率贬值的不同情形有不同的应对。当前，中国资本外流的隐忧再现，货币政策可以“以我为主”，但需要注意宽松节奏，避免人民币汇率超调。再次，监管部门应注重维护外资配置人民币资产的节奏。与海外监管当局积极沟通，形成规则体制的共识基础，维持外资平稳配置人民币资产的节奏，减少因非经济因素带来的意外冲击。最后，着力稳定宏观经济大盘是汇率稳定的最根本保障。在俄乌冲突加剧全球“滞胀”风险的背景下，若中国能够在保供稳价上取得更大进展，亦将成为人民币汇率的坚强后盾。我们看好中国经济在二季度完成“筑底”的前景，这将是人民币汇率维持稳定的根基。

2022年4月19日以来，人民币汇率走出了一波快速贬值。2022年4月19日至4月22日（截至18:14分），离岸美元兑人民币汇率从此前一个月运行的中枢6.38附近，在4个交易日内贬值超过1600点，达到6.5454，创2021年10月以来新高。在人民币汇率急贬同时，国内股票、债券、商品市场一度呈现“三杀”局面：创业板指数续创2020年6月19日以来新低，10年国债收益率最高回升至2.833%，南华商品指数高位回调约1.7%。

本文围绕两个问题展开：一是，如何理解近期人民币汇率贬值的原因；二是，如何看待下一步人民币汇率走势。

图表1 4月19日以来，人民币汇率走势逆转



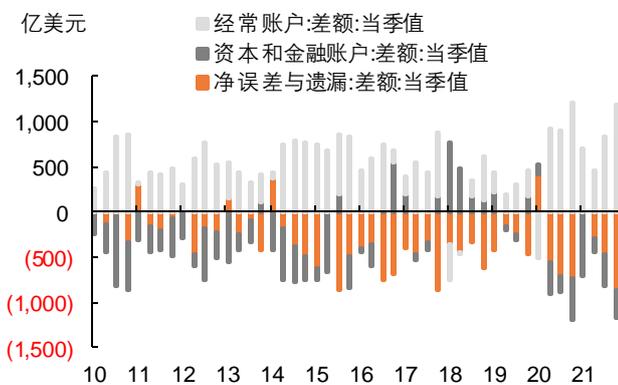
资料来源: wind, 平安证券研究所

## 一、近期人民币急贬的原因

### 1、出口景气出现从高速向中速回落的更多迹象

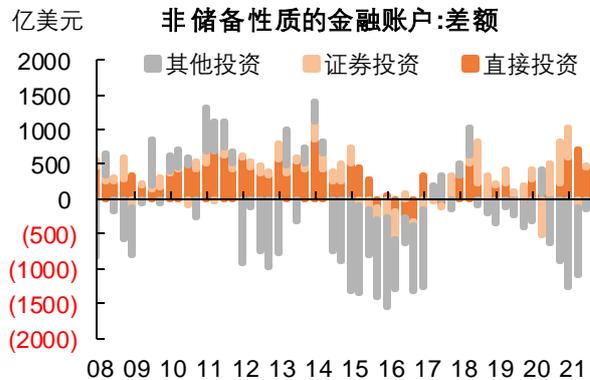
2020年二季度以来，中国由于疫情防控优势而带来的出口市场份额优势，是支持中国国际收支顺差趋势扩大的关键。同期，尽管金融账户下的证券投资 and 直接投资顺差也显著扩大，但由于其它投资项下的持续逆差，整体金融账户逆差并未收窄。因此，2020年下半年以来人民币汇率的持续强势，一个重要内核在于中国出口的高景气，支持了基于外贸刚需的外汇流入。

图表2 2020年2季度以来经常账户支持中国国际收支顺差



资料来源: Wind, 平安证券研究所

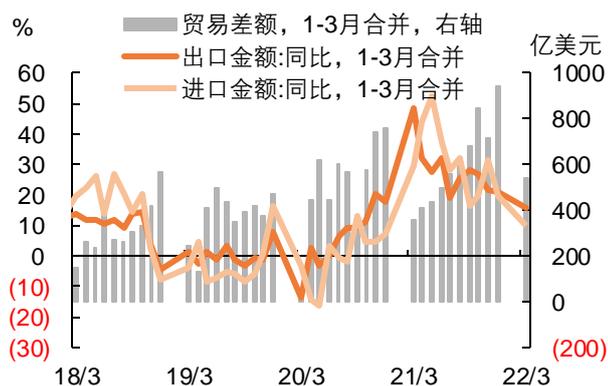
图表3 而“其它投资”项拖累金融账户延续逆差



资料来源: Wind, 平安证券研究所

然后近期中国出口景气出现了更多的从高速向中速回落的迹象。2021年中国以美元计价的出口增长29.9%，2022年1、2月出口受到春节效应影响波动较大，若合并1-2月来看，则1-2月中国出口增速下降到16.4%，3月增速进一步下降到14.7%。中国1-3月贸易顺差平均为543亿美元，相比2021年12月的942.7亿美元也出现了显著回落。2022年一季度，中国人民银行企业调查问卷中的出口订单指数从2021年四季度的48.7%下降到40.9%，为2020年二季度以来最低。中国一季度支出法GDP中净出口的拉动从2021年四季度的1.06%下降到0.18%，也是2020年二季度以来最低。这些都表明，中国出口增长开始面临回落压力，从而对中国国际收支和人民币汇率的支撑开始面临减弱。

图表4 2022年一季度中国出口和贸易顺差均明显回落



资料来源:Wind, 平安证券研究所

图表5 2022年一季度出口订单及对GDP的拉动下滑



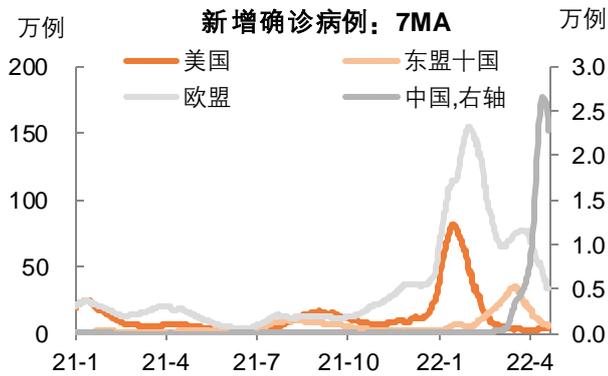
资料来源:Wind, 平安证券研究所

## 2、中国经济下行压力阶段性加大影响外资流入

2020年下半年以来,人民币汇率强势的另一基础在于中国疫情防控的效果在全球一枝独秀,资金选择流入供应链更加安全、稳定的中国。这在国际收支表上,表现为直接投资项目的顺差明显扩张,2021年直接投资顺差达到2059.42亿美元,是2019年的4倍;在资本市场上,表现为外资继续增配中国股债资产,2022年2月北向资金净流入规模比2020年1月增长了60%,2022年2月境外机构持有中国债券规模比2020年1月增长了20%。

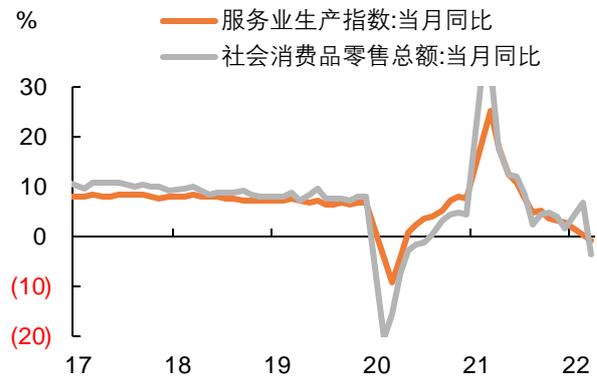
但2022年3月中旬以来,奥密克戎变异病毒侵袭中国,在广东、吉林、上海等地相继反弹,而与此同时,海外新冠疫情显著好转,美国、欧盟、东盟几大主要地区日新增确诊病例数持续下降。中国与海外的疫情防控差异边际逆转,可能影响到资金流入中国市场的节奏。由于奥密克戎毒株的隐蔽性强、传播速度快,疫情防控对中国经济的负面冲击相对更强。从国内高频数据来看,相关城市出行人次、货运物流均急剧减少,3月中国服务业生产指数同比下降0.9%,为疫情以来首次负增,社会消费品零售总额同比急降3.53%,4月在上海等地更严厉的管控措施下,中国经济可能进一步受到拖累。

图表6 3月中旬以来中国与海外疫情发展态势逆转



资料来源:Wind,平安证券研究所

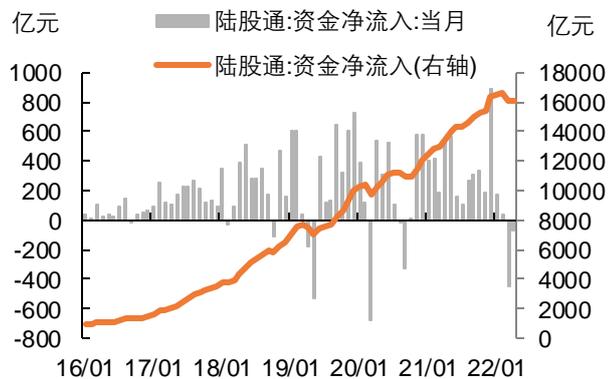
图表7 3月中国消费和服务业增速均下挫转负



资料来源:Wind,平安证券研究所

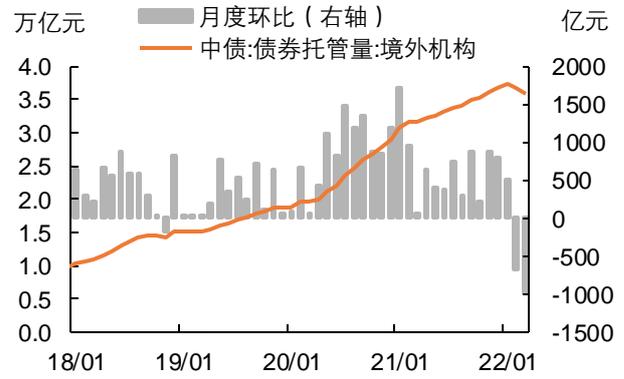
在中国疫情反弹的同时，2月以来接连出现了俄乌冲突爆发、中概股监管问题、美联储启动快加息等外部冲击，均引发了外资对中国资产的潜在担忧情绪，导致外资出现撤出。3月北向资金净流出达450亿元，为2020年3月“美元荒”之后的最大单月净流出规模，4月截至21日北向资金仍为当月净流出；在美债收益率快速上行的过程中，2、3月份境外机构减持中国债券达1650亿元，是2018年以来出现的首度单月大额净减持。

图表8 2022年3月北向资金大幅净流出



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表9 2022年2、3月外资减持中国债券



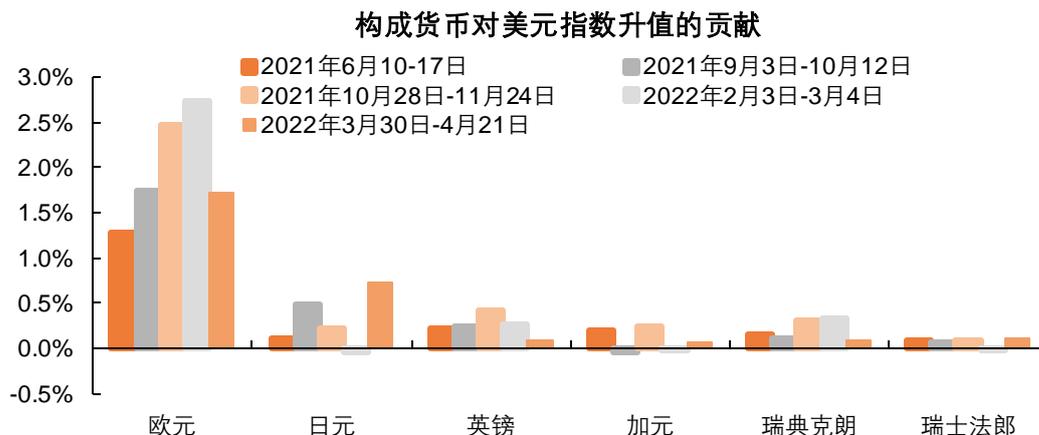
资料来源:Wind,平安证券研究所

### 3、美元指数“破百”对人民币汇率形成更强牵扯

俄乌冲突爆发之后，美元指数开启新一波上涨。但在2月底-3月初美元指数的上冲更主要由避险情绪驱动，而4月以来的上冲则受到日元快速贬值的推动，美元指数在日元的助推下“破百”。我们拆解去年以来美元开启升值趋势之后，美元指数上冲时段中各构成货币的贡献可见，3月30日到4月21日美元指数突破100过程中（涨幅2.86%），欧元的贡献下降到1.73%，而日元的贡献则上升到0.73%，其它货币仅贡献0.4%。

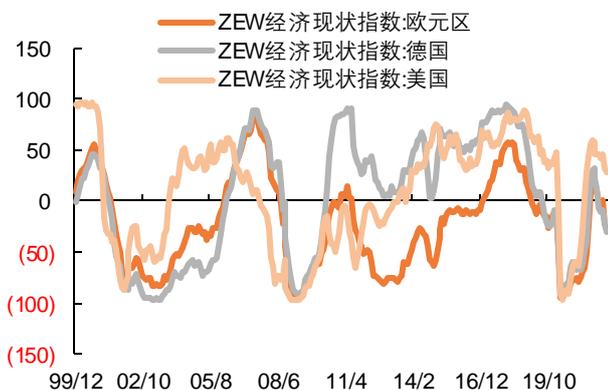
而本轮欧元和日元贬值的驱动因素又有所不同：欧元主要在于欧洲经济受到俄乌冲突的影响较大，从ZEW的经济现状指数来看，德国和欧元区均快速滑入负值区间，而美国回落幅度则明显较小。日元主要在于美日利差急升（背后是日本央行强调仍将以固定利率无限量购买日本国债），导致利差交易资金大规模借日元买美债，造成日元相对美元贬值较急。

图表10 2021年美元趋势走升以来，主要上行阶段中各主要货币的贡献



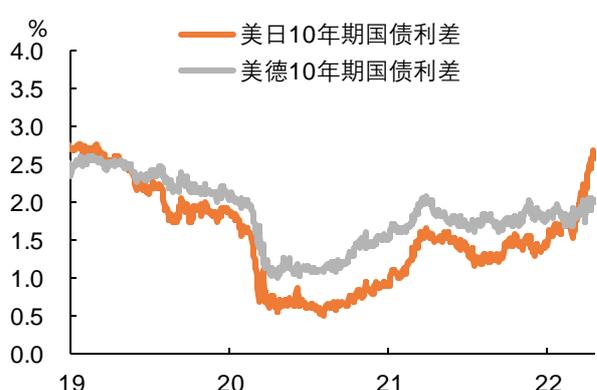
资料来源: wind,平安证券研究所

图表11 俄乌冲突以来，欧洲经济状况加速恶化



资料来源:Wind,平安证券研究所

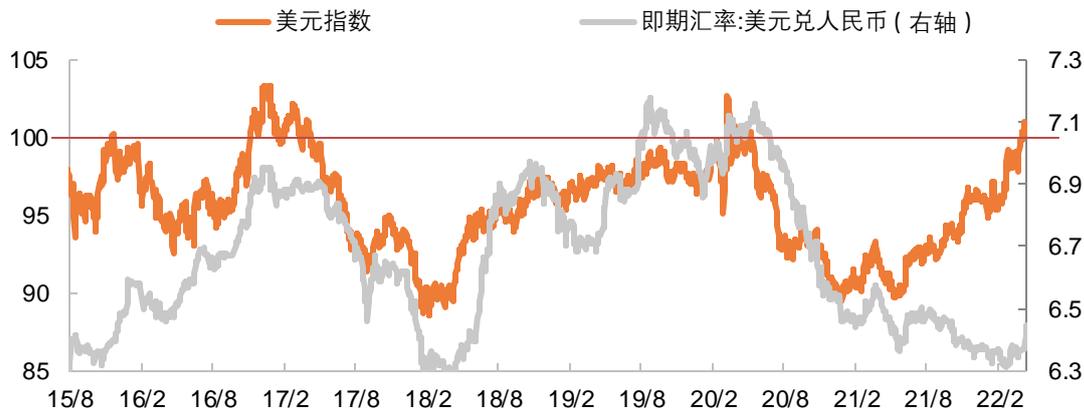
图表12 近期美日利差上行大幅快于美欧利差



资料来源:Wind,平安证券研究所

2015年“8-11”汇改以来，美元指数在100以上运行的时间并不多，此番破百对人民币汇率预期的影响值得关注。在2021年6月之前，人民币汇率与美元指数波动的同步性较高（中美经贸冲突之前相关性更高）；但2021年6月以来，二者呈现出巨大分化，“美元走强、人民币更强”。也是在这个过程中，人民币贬值预期事实上也在不断积累，经中美利差调整的USDCNY一年期NDF隐含的升值预期趋势上升，目前已处于2017年3月以来的高位。在此情况下，美元指数“破百”可能成为触发人民币贬值的一个导火索。

图13 2015年8-11汇改以来，美元指数在100以上运行的时间并不多



资料来源: wind,平安证券研究所

图14 人民币远期汇率隐含的贬值预期已显著上升



资料来源: wind,平安证券研究所

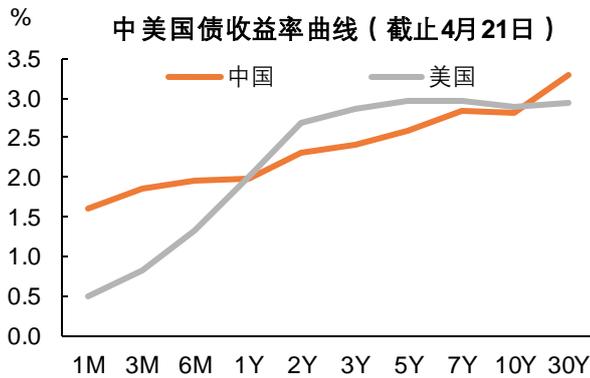
#### 4、汇率在中美货币政策分化中发挥更多调节作用

2022年以来，中美货币政策的节奏差凸显。2021年美联储行动明显落后于市场，2022年以来美国通胀数据接连“爆表”，导致美联储加速引导预期追赶市场（从“走在曲线之后”到试图“走在曲线之前”）。3月美联储开启首次加息后，目前5月加息50bp的预期已经打满，且鲍威尔暗示年内不止一次加息50bp，并最快于5月开始缩表。而中国面对房地产投资走弱、消费（尤其是服务消费）疲软问题，政策要求“靠前发力”，央行在2021年12月15日全面降准0.5个百分点，2022年1月17日下调政策利率10bp，4月25日再全面降准0.25个百分点+对地方银行额外多降0.25个百分点。

往后看中美货币政策的节奏差还将延续下去。按照目前联邦基金期货隐含的市场预期，年内美联储还将加息250bp；而中国货币政策仍将致力于推进“宽信用”，尽管降息可能受到掣肘，但还会通过扩大结构性工具的使用推进宽松。中美货币政策分化导致中美利差罕见地“倒挂”。截至4月21日，中美国债在2Y到10Y曲线上均出现倒挂。这对于外资进入中国市场的节奏势必会造成影响。

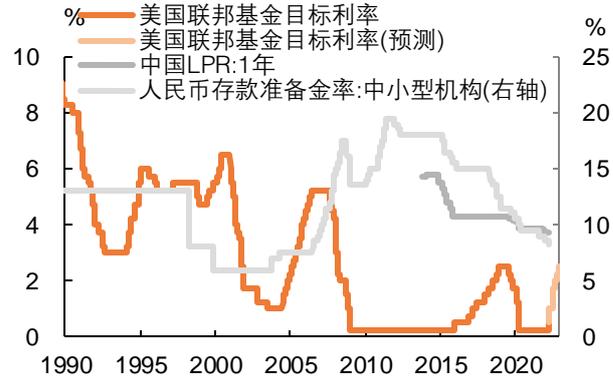
而正如我们此前一直强调的，中国货币政策应该、也能够做到“以我为主”，其中的关键就是让人民币汇率发挥更多调节内外均衡的作用。人民币汇率从高位适当贬值，作为另一种形式的货币宽松，有助于减轻中美货币政策分化和利差倒挂的压力。

图表15 中美国债利差在 2Y-10Y 段均出现倒挂



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表16 中美货币政策节奏差仍将延续



资料来源:Wind,平安证券研究所

## 二、 下一步人民币汇率展望

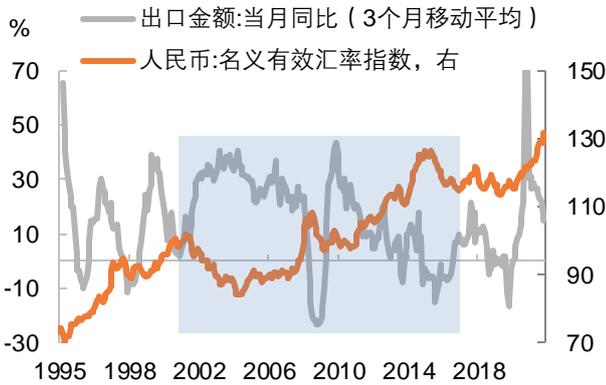
我们认为，目前上述人民币贬值的触发因素仍在演绎，人民币汇率可能还会震荡调整一段时间。而相比于人民币汇率点位的走贬，人民币贬值的节奏与幅度更为关键。更加调适的货币宽松节奏，更加积极的跨国监管合作，以及更有针对性地稳定宏观经济大盘，才是应对人民币汇率贬值过程的重中之重。

### 首先，人民币汇率在较高水平上的调整，未必是件坏事

历史上，人民币名义有效汇率指数与中国出口增速之间有良好的反向相关性，反映的就是汇率因素对于出口景气的影响。2017年下半年之后，由于海外需求、中美经贸冲突的节奏、以及新冠疫情的影响，这种相关性不再。但**2021年8月**以来，人民币名义有效汇率已经突破前期历史高点，其持续攀升对出口的负面影响愈发变得不容忽视。2022年，中国出口可能面临出口市场份额高位回落与欧美等发达经济体需求下降的双重压力，在出口趋于走弱情况下人民币汇率适当贬值，有助于提振出口市场竞争力。

人民币汇率作为货币宽松的另一种形式，也有助于缓释企业现金流压力。从A股上市公司数据来看，人民币汇率大幅升值和贬值的阶段，均会对企业的现金流产生显著影响。譬如2019年二、三季度，2018年二、三季度，2015年三季度到2016年四季度，人民币汇率显著贬值都对企业现金流产生了显著的积极影响。而2020年二季度以来，由于人民币汇率持续强势，汇率变动对企业现金流的影响持续为负。

图表17 人民币名义有效汇率已创历史新高



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表18 人民币贬值对企业现金流会产生积极影响



资料来源:Wind,平安证券研究所

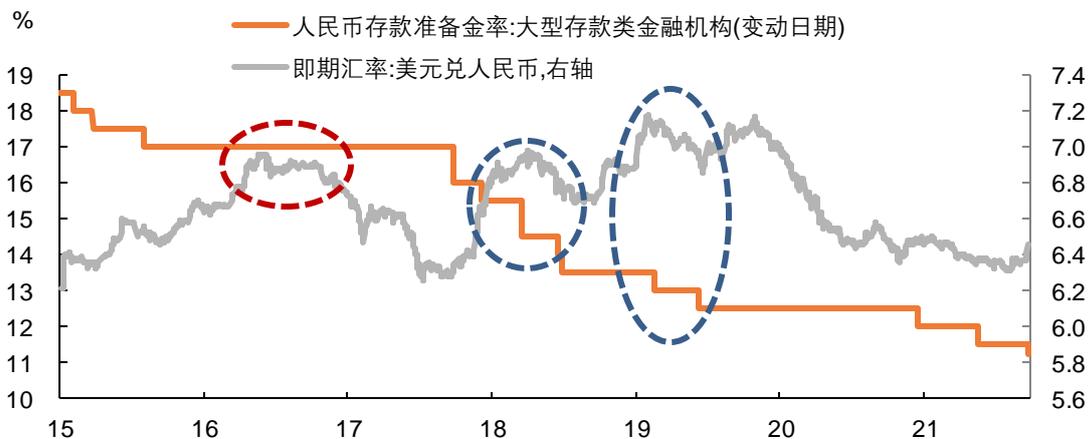
**其次，货币政策需注意宽松节奏，避免人民币汇率“超调”**

人民币汇率的点位本身不是最重要的，需要担心的是人民币贬值预期自我强化、引起汇率超调的风险。汇率虽然有理论上的均衡水平，但在实际运行当中，市场预期的变化时常会导致超调出现。近期，美日利差快速上升下的日元急贬，就是央行货币宽松节奏失调下的鲜活例子。

在人民银行过去的货币政策操作中，可以看到其对于人民币汇率贬值的不同情形有不同的应对。2015年“8-11”汇改后，直到2016年底，中国国际收支帐户中的“其它投资”项目一直呈现大额逆差，反映国内大量偿还美元外债等因素导致资金外流压力较大，中国外汇储备在此期间也从3.56万亿美元下滑到3.02万亿。在此期间，人民币汇率尽管没有“破7”，但对货币政策是形成了很大掣肘的：人民银行在2015年10月24日“双降（降准降息）”后，仅在2016年3月1日降准1次，而未再下调过政策利率，而当时中国经济复苏的基础尚未牢固，“去产能”仍然带来一定下行压力。

但在此阶段之后，中国“其它投资”项目逆差显著收窄，甚至在一段时间内转为顺差。在2018年人民币汇率再度面临“破7”时，央行在2018年10月14日降准达1个百分点，人民币汇率便不再是货币政策的紧约束。甚至在2019年人民币汇率已经在7以上运行时，央行又先后降准两次，共计1个百分点。

图表19 人民币汇率是否是货币政策的紧约束，并不主要在于点位



资料来源: wind,平安证券研究所

当前，中国资本外流的隐忧再现，货币政策可以、也应该“以我为主”，但需要注意宽松节奏，避免人民币汇率超调。2020年二季度以来，中国国际收支顺差虽然趋势走高，但“其他投资”项下的逆差扩大至与2015-2016年资本成规模外流期间相近。可以说，资本外流的担忧始终存在，只不过直接投资和证券投资账户的顺差扩大，帮助掩盖了这种担忧。这是我们一直强调的，当前中国货币宽松的更大约束可能不在于通胀，而主要在于人民币汇率。4月25日央行全面降准仅25bp，且未祭出市场期待的降息举措，可能正是与俄乌冲突、美联储紧缩、中概股抛压等背景下，中国面临的资本流动形势收紧有关。

### 再次，监管部门应注重维护外资配置人民币资产的节奏

中国应更加注重与海外监管当局积极沟通，形成规则体制的共识基础，维持外资平稳配置人民币资产的节奏，减少因非经济因素带来的意外冲击。3月上旬中美两国在中概股审计底稿方面产生监管分歧。3月8日美国证券交易委员会依据其《外国公司问责法》(HFCAA)，将五家在美上市的中国公司列入“暂定清单”，即有退市风险的“相关发行人”。这成为3月北向资金大额净流出的主要导火索。3月24日美国公布关税豁免清单范围，4月2日证监会公布《关于加强境内企业境外发行证券和上市相关保密和档案管理工作的规定》的修订稿。基于这些积极变化，3月下旬以来，境外投资者的担忧情绪明显减弱，陆股通资金出现重新逢低配置的迹象。后续若能在中概股问题上取得决定性进展，将对外资重新配置人民币资产的意愿和节奏，因而对人民币汇率在合理区间的稳定发挥重要作用。

### 最后，着力稳定宏观经济大盘，是人民币汇率稳定的最根本保障

汇率的本质决定因素还是两国经济前景的相对变化。例如，近期日元急贬固然直接源于美日利差的变化，但一个大背景还是2021年8月以来日本出现了持续的贸易逆差(由于日本大宗商品的进口依赖度较高，而大宗商品价格大幅上涨)，在2012年9月到2015年2月日元大幅贬值的过程中，也伴随着日本持续贸易逆差的背景。无独有偶，2021年8月以来，欧盟27国也是由长期贸易顺差转为不断扩大的贸易逆差(2021年1月贸易逆差达到368亿欧元)，同期欧元兑美元加速贬值。

图表20 日元近期急贬，有着持续贸易逆差的经济背景



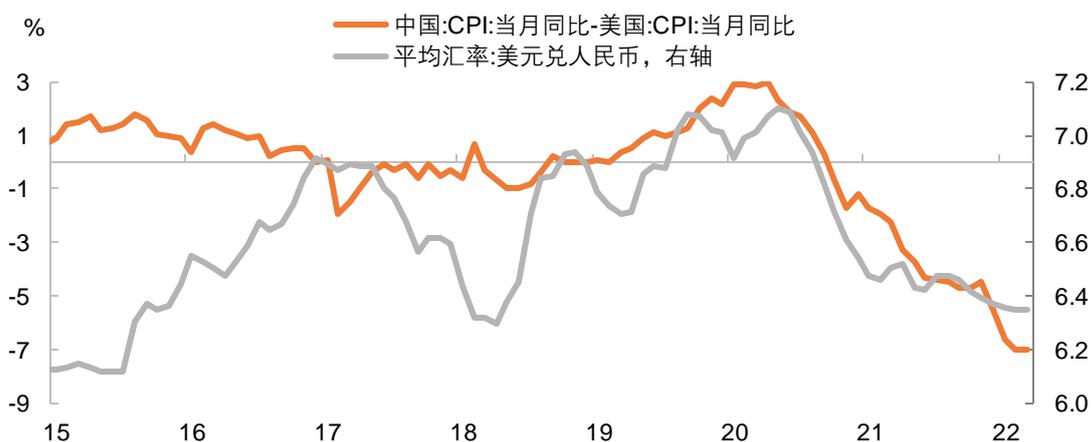
资料来源: wind, 平安证券研究所

中国经济行稳致远是人民币汇率稳定的最根本保障。这包括持续推进“宽信用”，带动经济尽快企稳。目前，社融增速已触底回升五个月，而历史上看从宽信用到经济企稳约有2-3个季度时滞。也包括财政政策的靠前发力：在去年四季度以来地方专项债持续快速发行的情况下，二季度将加快形成实物工作量；今年规划的1.5万亿增值税留抵退税，仅4月上

半月就完成了 4202 亿元，减税降费对于企业的支持有望较快见效。因此，我们看好中国经济在二季度完成“筑底”的可能性，这将是人民币汇率维持稳定的根基。

近日易纲行长在博鳌亚洲论坛上指出，中国货币政策的首要任务是维护物价稳定，当前的重中之重是确保粮食生产和能源供应。事实上，2020年6月以来的人民币汇率走强，就有着中国与美国CPI同比裂口大幅扩张的背景。在俄乌冲突加剧全球“滞胀”风险的背景下，若中国能够在保供稳价上取得更大进展，亦将成为人民币汇率的坚强后盾。

图表21 2020年6月以来人民币汇率走强，伴随着美国与中国通胀水平的差值大幅扩张



资料来源: wind, 平安证券研究所

**风险提示:** 人民币贬值预期出现羊群效应，导致汇率持续大幅贬值；中国疫情反弹持续，导致出口加速下滑；美元指数因俄乌问题或美联储收紧过猛而进一步大幅上涨。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033