

### ➤ 这一轮贬值有多快？

美元兑人民币汇率从 6.38 上升至 6.52。汇率水平创下 2021 年 7 月以来新高。

去年 7 月至今年 3 月初，人民币持续升值。过去仅一周时间，人民币汇率贬值幅度之大，已将过去 8 个月积累的升值悉数吐回。不仅如此，人民币单周贬值幅度达 1300 个基点，创下 2015 年“811 汇改”以来单周贬值之最。

### ➤ 本轮人民币急贬值，传统利差因素解释力有限。

传统框架下解释人民币汇率贬值，多用中美利差。4 月以来人民币贬值，一个不可忽视的背景是美债利率快速走高，中美利差急速缩窄，甚至 10 年期中美利差倒挂。近期日本、韩国等东亚经济体货币对美汇率贬值，背后原因还是在于美债利率持续走高。与这些国家一样，中美利差对本轮人民币贬值也存在一定的解释力。

然需注意，若利差对汇率存在较强解释力，需要满足一个前提，跨境资金无障碍流动。中美之间的资本和金融市场联动，远逊于欧美、美日等发达经济体。这也决定了中美利差对人民币汇率的解释力，远弱于日元、韩元等货币。

经验数据显示，中美利差缩窄的确不是本轮人民币汇率贬值的全部原因。毕竟去年下半年以来美债利率不断走高，中美利差持续缩窄，然而人民币汇率却保持了罕见升值韧性。

### ➤ 本轮人民币急贬值，更多矛盾缘自疫情所致的供应链内因。

我们理解疫情以来中美利差和人民币汇率之所以相悖，最重要的因素是中国出口支撑起极高的结汇需求。

本轮人民币汇率贬值，看似受离岸市场人民币汇率快贬带动。穿透下去，交易层面的答案是 4 月以来银行间外汇市场成交量骤缩。当前银行间外汇市场日均成交规模直逼 2020 年 3 月，甚至低于 2018 年绝大部分时期。

急速萎缩的银行间外汇市场成交，直白显示当下出口换汇骤降。出口换汇收缩背后是出口动能衰减。我们可以在 3 月 PMI 订单下降、4 月进港船只数量、4 月货运物流指数等得到同步验证。

年初一季度出口同比尚有 15%，4 月出口骤降，原因在国内疫情扰动。我们知道本轮疫情和以往本土疫情最大不同之处在于，当下供应链受约束。不论是国内物流，还是对外港口运货，短期之内尚未看到有效措施突破供应链约束，工业生产和出口得到实质性修复。

当支撑中国经济的最主要动能，出口和工业生产，也正在承受压力，最终人民币资产料将面临重估。近期中国主权债务 CDS 报价 73.4，高于 2018 年以及 2020 年 2 月。

### ➤ 如何看待后续人民币汇率走势？

着眼当下，交易因素决定如 4 月 18 日以来的人民币汇率大幅急贬，或告一段落。

展望短期，人民币汇率走势取决于两点因素，复工复产及稳增长发力节奏。毕竟，供应链约束和出口生产受压，这是本轮人民币贬值的根源所在。只有稳定国内经济，人民币汇率快贬或才迎来缓和。

展望长期，我们认为本轮疫情开启的人民币升值趋势或已结束。预计全球贸易已经进入收缩时期，这一趋势下，人民币汇率或难以继续维持强势。

**风险提示：**疫情持续时间超预期；海外通胀持续超预期上升；出口超预期恶化



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

# 目录

<b>前言</b> .....	<b>3</b>
<b>1 近期人民币急贬，传统利差框架解释力有限</b> .....	<b>4</b>
1.1 经验上中美利差可解释部分汇率变动 .....	4
1.2 中美利差不能百分百解释人民币汇率 .....	4
<b>2 近期人民币急贬，矛盾在疫情所致供给约束</b> .....	<b>5</b>
2.1 原因之一，出口结汇收缩 .....	5
2.2 原因之二，国内风险上行 .....	6
<b>3 人民币汇率贬值的底层逻辑和未来展望</b> .....	<b>8</b>
3.1 3月以来人民币汇率急贬的底层逻辑 .....	8
3.2 交易层面大幅急贬的因素得到控制 .....	8
3.3 本轮人民币升值周期或已结束 .....	10
<b>4 风险提示</b> .....	<b>11</b>
<b>插图目录</b> .....	<b>12</b>

## 前言

4月18日以来，人民币快速贬值。美元兑人民币汇率从6.38上升至6.52，创2021年7月以来的新高。

**2021年7月后积累的人民币升值幅度，已经在过去一周内全数回吐。不仅如此，人民币单周贬值幅度达1300个基点，创下2015年“811汇改”以来单周最大贬值幅度。**

当前中美利差倒挂仍有进一步加剧迹象，国内股市也出现大幅下跌，人民币快速贬值引发市场高度关注，当前人民币贬值的根本原因是什么，未来人民币汇率走势如何？

## 1 近期人民币急贬，传统利差框架解释力有限

传统框架看人民币汇率，一般会诉诸中美利差。近期人民币汇率急贬，针对当下人民币汇率变动情况，我们检验传统中美利差框架的解释力有多强。

### 1.1 经验上中美利差可解释部分汇率变动

本轮中美利差急速收紧，相当一部分原因在于美债利率快速走高。美债利率作为全球利率的参考锚，它的走势深刻影响其他经济体利率走势，以及汇率变动。

**从直观数据层面看，欧美发达经济体的利差对于汇率的走势解释力度更强。**

德国、英国、日本等经济体，它们的利率与美债利率几乎同向相关。主要得益于这些国家与美国资本市场高联动。全球金融机构跨境资产配置较为便利。这种便利性还体现在金融和资本账户的资金流动性便利性极高，不仅仅只是体现在跟贸易相关的经常账户。

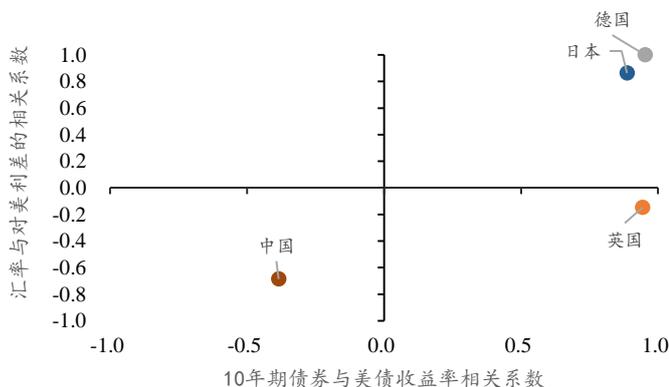
**当前日本、韩国、新加坡等东亚经济体，疫情以来出口高增长，近期不约而同面临汇率贬值。**

日本、韩国、新加坡三国，货币政策节奏不尽相同。韩国加息的节奏比美联储更早，而日本则是维持疫情以来的货币宽松政策。然而这三大东亚经济体，年初以来都纷纷面临贬值。只不过贬值幅度排序，日元最大，新台币、韩元其次。

从年初到4月18日，人民币汇率贬值幅度其实是相对其他经济体较小的，而4月18日之后人民币贬值开始加速，明显快于其他经济体。

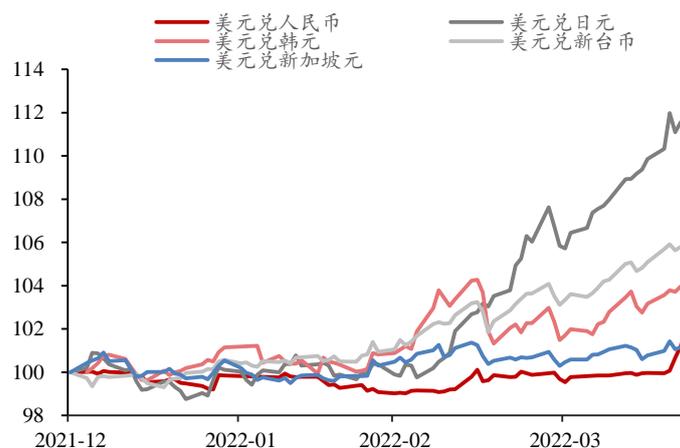
**首先值得肯定，美国利率对实际上不同经济体的汇率都有一定解释力。中美利差缩窄同样可以解释人民币贬值。**

图 1：2021 年以来不同国家汇率及国债利率，与美国国债利率相关性



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2022 年以来东亚经济体货币均贬值



资料来源：wind，民生证券研究院

### 1.2 中美利差不能百分百解释人民币汇率

现在的问题是，中美利差是否成为本轮人民币汇率贬值的最根本原因？**经验数据告诉我们，中美利差对疫情以来人民币汇率走势的解释有限。**

以去年为例，2021 年中美 10 年期利差持续收窄，全年收缩幅度累计 98BP。然而这一过程中，人民币汇率体现出较强韧性，延续了 2020 年 6 月以来的升值趋势，全年升值 1739 个基点，自 811 汇改以来，单年升值幅度仅次于 2017 年和 2020 年，尤其是 2021 年下半年一度出现与美元指数背离的走势。

利差对汇率之所以有解释力，关键在于利率平价。即 A 国利率更高时，套利动机驱使资金从 B 国流向 A 国，因而 B 国相对 A 国的汇率贬值，反之亦然。需要注意的是，利率平价成立的前提是资金跨境流动性通畅。**将利率平价应用至现实，利差对汇率强解释的前提在于，跨进资金流动障碍要足够小，资金可以在两个跨境市场完成套利。**

当前美债市场和人民币市场联动显然不够紧密，资金在中美两个市场的流动也并不足够顺畅。这也是为何欧美发达经济体的国债利率相关性极强，两国利差对汇率的解释力也非常好。因为欧美发达经济体的金融和资本市场联动紧密。**对比欧美发达经济体，中美利差对中国人民人民币汇率的解释力度明显削弱。**

图 3：2021 年中美利差收窄 98BP，然而人民币汇率升值 1739 个基点，并在下半年持续走强



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 2 近期人民币急贬，矛盾在疫情所致供给约束

中美利差对当前人民币汇率有一定解释力，然而不能解释全部。尤其不能解释近期人民币汇率急速贬值。近期人民币汇率急贬，更多矛盾落在国内因素。

### 2.1 原因之一，出口结汇收缩

**我们必须看到，本轮在岸人民币贬值受到离岸人民币带动，中间价意外调降，最终人民币突破 6.4。**

4月20日，受前一日晚间离岸人民币大幅贬值影响，人民币中间价相较前一日调贬 276 个基点，中间价设在 6.3996，高于彭博的市场预测均值的 101 个基点，与市场预期的偏离幅度创过去一个月的新高。而在岸人民币也快速跌破 6.40 的关键点位，而近 3 个交易日中间价累计下调了 335 个基点，接近人民币整体跌幅的 40%。

外汇市场成交量下滑水平堪比 2020 年 2 月，或反映出口结汇快速走弱，而前期支撑人民币的重要因素恰恰是旺盛的出口结汇需求。

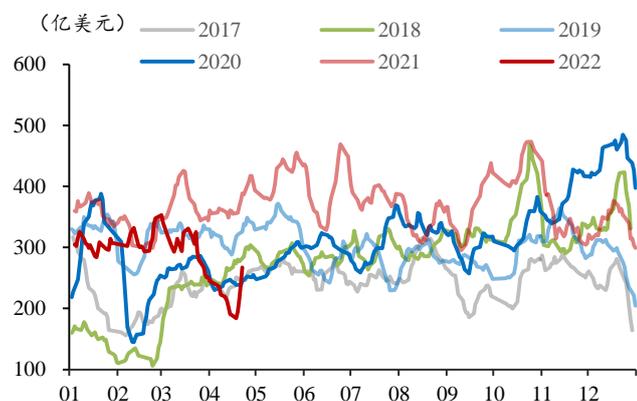
根据外汇市场成交数据反映，4 月外汇市场即期询价成交规模均值每天 200 亿美元左右，今年 1 至 3 月，银行间外汇市场成交规模均值在 300 亿美元左右，可见近期外汇市场成交规模显著萎缩。

而我国银行间外汇市场是主要由客盘结售汇驱动，可以推测前期支撑人民币大幅走高的结汇力量正在走弱，有可能反映 4 月及未来出口数据不佳。

我们前期专题《忧虑疫情对出口的三重冲击》中指出，当前上海疫情已经影响上海港口货运，并且当前全国物流受限，工业生产下滑，出口也进一步受到供应链约束。

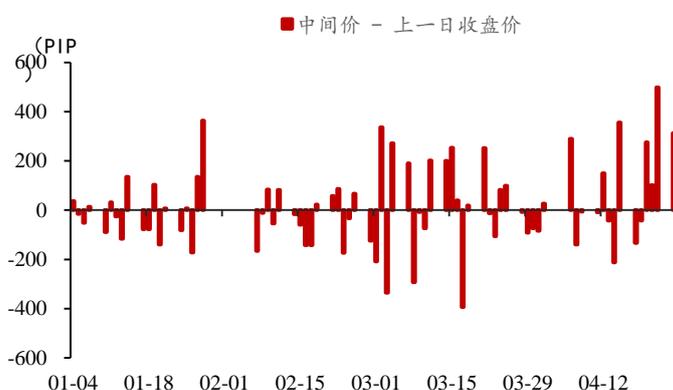
可见近期汇率急速贬值，更在于国内本土疫情所致出口下滑。

图 4：银行间外汇市场成交量急剧下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：人民币中间价调整幅度较大



资料来源：wind，民生证券研究院

## 2.2 原因之二，国内风险上行

本轮疫情直接冲击工业生产和出口，汇率承压。不仅如此，本轮疫情和以往几轮本土疫情存在一个根本性的差异，以往本土疫情只冲击国内需求（主要影响消费和投资），然而本轮疫情影响供应链，进一步冲击出口和工业生产。

可以说本轮疫情对经济造成的影响是供需双杀。国内经济面临较大的下行压力，人民币资产也面临定价重估。有两个指标可以印证。

第一，中国主权债务的 CDS 报价快上行。

中国主权债务危机 CDS 报价，一般用作评估中国人民币资产定价风险。CDS 报价越高，意味着中国人民币资产风险走高。目前中国主权债务 CDS 已经攀至 73.2，几乎与 2018 年和 2020 年 2 月的 73.3 的水平持平。

要知道 2018 年中国面临中美贸易摩擦叠加去杠杆，而 2020 年 2 月中国更是经历新冠病毒首轮冲击，全国经济停摆。当前主权债务 CDS 报价意味着当前市场定价国内人民币资产所面临的风险，类似于 2018 年及 2020 年 2 月。

即使是去年 9 月以来地产企业连环违约潮，对金融体系构成的较大压力，CDS 报价也未飙

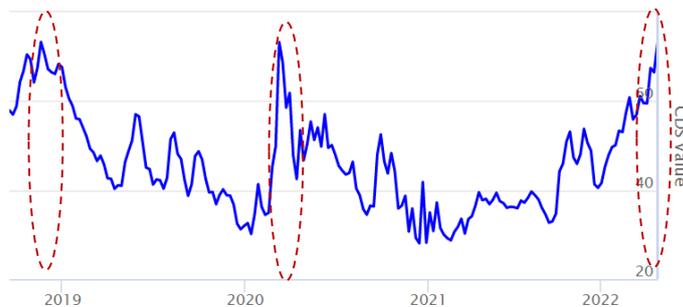
升到当前水平。而当前东部沿海地区疫情还在持续，对全国经济活动造成影响，在一季度 GDP 增速 4.9% 的背景下，全年稳增长压力较大。

图 6：境外机构连续两个月减持中国债券



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：中国 5 年期主权债务 CDS 报价



资料来源：wind，民生证券研究院

## 第二，北上资金有过一轮快速流出。

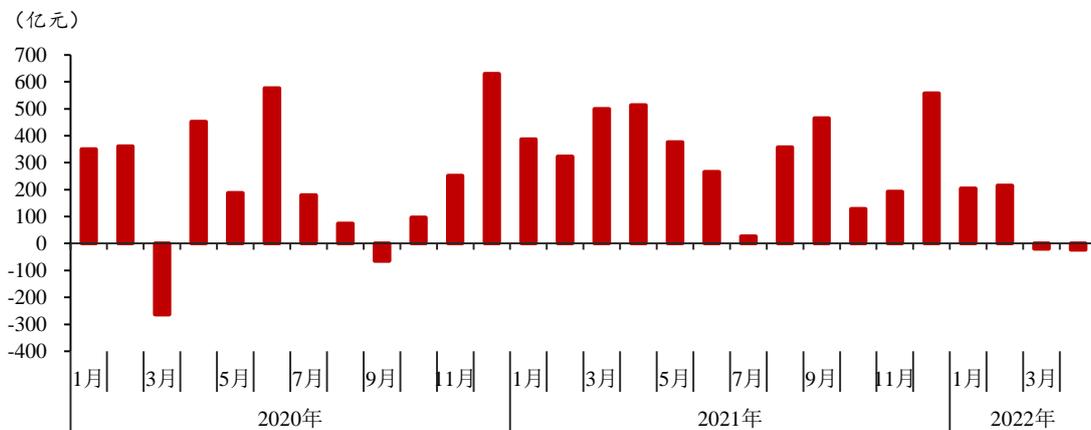
仅 4 月 19 日和 20 日两个交易日，北上配置盘流出 34 亿元左右，尽管上周后两个交易日有回流，但单周仍录得 12 亿元左右流出，本月以来北上配置资金累计仍为流出，而这也是北上配置盘连续第二个月净流出。

自 2019 年以来，北上配置盘单周净流出规模相对较大的有 8 次，分别对应着四个时间扰动：中美贸易摩擦升级，人民币汇率首次跌破 7，疫情风险冲击全球以及全球流动性危机，中概股退市风险。

当前在并无明显海外突发因素冲击，外资持续流出更多反映资金对未来中国增长的悲观预期。

可见，北上资金（尤其配置盘资金流出）规模较大，反映外资忧虑中国经济增长及金融风险。

图 8：当前北上配置盘连续两个月净流出



资料来源：港交所，民生证券研究院

## 3 人民币汇率贬值的底层逻辑和未来展望

### 3.1 3 月以来人民币汇率急贬的底层逻辑

本轮人民币急贬始于今年3月初。3月10日至3月16日，美元兑人民币从6.31走高至6.38。4月19日至4月22日，美元兑人民币从6.37走高至6.46。4月这轮贬值不论是幅度还是速度上均明显强于3月。

然而纵观这两段时间的快速贬值，虽然多有外部流动性收紧的大背景，然而不可忽视的是，这两次汇率急贬，均与国内增长压力有关。

3月11日，中国宣布2月金融数据，2月社融大幅低于预期，显示宽信用未能起效。3月15日，MLF利率调降预期落空，3月15日统计局发布1至2月合并经济数据，稳增长政策发力的市场预期受到挫伤。加之中概股事件扰动，人民币汇率急速贬值。

而这一次始于4月19日的人民币汇率贬值，同样与国内增长压力密切相关。稍有不同，这次国内增长压力并非稳增长政策低于预期，而是突如其来的华东疫情冲击出口和工业生产，这也是中国内生增长动力的根本所在。正因如此，4月这轮贬值压力明显高于3月。

拉长视线，美债利率上行只是当前人民币汇率贬值的一个因素，而非最根本的决定因素。当前市场更多定价国内经济下行压力及衍生的潜在风险。当前人民币汇率贬值的压力，根源上取决于国内疫情进展及稳增长政策力度。

图 9：今年 3 月初以来人民币汇率开启急贬值



资料来源：港交所，民生证券研究院

### 3.2 交易层面大幅急贬的因素得到控制

当前人民币汇率已经来到 6.52 关口，其实当前交易层面大幅急贬的因素得到有效控制。

首先，可以通过离岸人民币汇率捕捉在岸人民币的金融投机成分。

离岸人民币在岸市场上人民币在白天交易时段较为平稳，涨跌幅并不剧烈。反观离岸人民

币汇率，调整幅度明显高于在岸人民币汇率。尤其银行间外汇市场进入夜盘时段，调整幅度较为剧烈，这种现象意味着离岸市场存在较高程度金融套利活动。我们认为当前贬值主要源于离岸市场对人民币贬值持有较高的投机仓位。

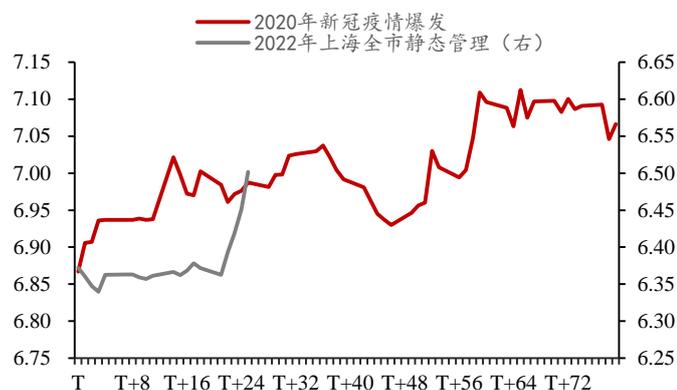
**其次，过去一段时间监管层面已经对加速汇率贬值的套利因素有所抑制。**

套利投机因素加剧市场波动，典型有如套息交易。

套息交易本质是利用低成本货币进行融资，然后投资高回报资产。然而当人民币进入贬值通道时，之前的套息交易将承担更高负债成本，如此一来收益和负债不相称，套利交易无法继续维系。套息交易不得不做平头寸，这一过程会加速人民币汇率贬值。

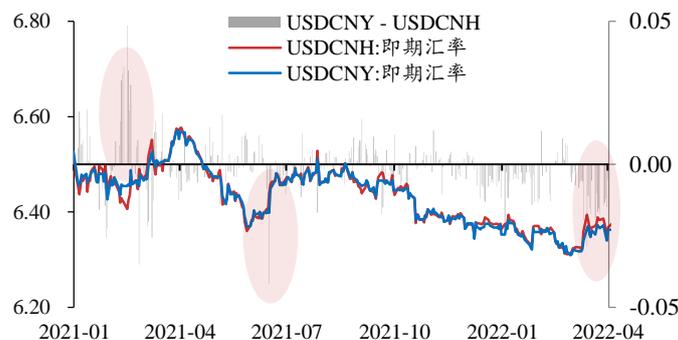
我们理解过去一周，人民币汇率急速贬值，其中一部分原因来自于套息交易所带来的扰动。监管加强后，这些资金活动似乎都有所减弱。因而预计未来人民币进一步快速贬值的概率将有所下降。

图 10：当前人民币汇率走势对比 20 年疫情爆发



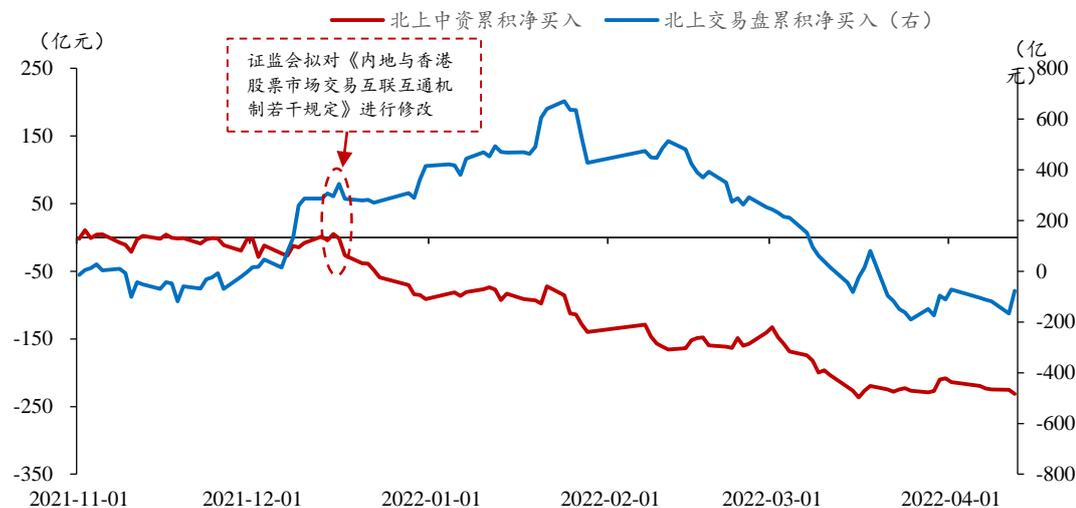
资料来源：wind，民生证券研究院

图 11：离岸人民币汇率和在岸汇价差走阔



资料来源：wind，民生证券研究院

图 12：2021 年 12 月对内地投资者“北上”进行限制后，北上中资席位净流入加速下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

### 3.3 本轮人民币升值周期或已结束

**展望短期，人民币汇率走势取决于两点因素，复工复产及稳增长发力节奏。**

毕竟本次人民币贬值始于 3 月初，市场本质上是对国内增长及其衍生风险定价。后续汇率走势依然取决于国内增长因素。当前国内增长持续性就看两大因素，复工复产以及稳增长政策落地情况。其中当前稳增长主要盯地产政策，因而短期内人民币走势就看两个变量，复工复产以及地产政策。

**展望长期，我们认为本轮疫情开启的人民币升值趋势或已结束。**

中国出口是全球贸易的放大器，而中国出口又是中国人民币汇率的支撑力量。我们预计全球贸易已经进入收缩时期，这一趋势下，人民币汇率料难以继续维持强势。

**图 13：人民币汇率升贬值周期与全球贸易景气度高度相关**



资料来源：wind，民生证券研究院注：全球重要出口国包括：美国、欧盟 27 国、中国、日本

## 4 风险提示

**1) 疫情发展超预期。**若本轮疫情影响范围和时间继续超过预期，会导致使得年内经济下行压力进一步加大，加剧社融向中小企业倾斜，同时房地产销售会受制于疫情迟迟无法恢复，进一步挫伤地产企业融资，但疫情后续发展的情况超出本文预测范围。

**2) 海外通胀超预期。**若海外通胀持续或进一步加剧，引发全球金融市场进一步动荡，当前对人民币汇率的分析可能过于乐观。

**3) 出口下滑超预期。**若由于疫情防控超预期，如会导致结汇力量进一步走弱，并且逐渐恶化结售汇的预期，从而导致居民和企业的本外币资产负债进一步调整，导致汇率持续波动。

## 插图目录

图 1：2021 年以来不同国家汇率及国债利率，与美国国债利率相关性 .....	4
图 2：2022 年以来东亚经济体货币均贬值 .....	4
图 3：2021 年中美利差收窄 98BP，然而人民币汇率升值 1739 个基点，并在下半年持续走强 .....	5
图 4：银行间外汇市场成交量急剧下滑 .....	6
图 5：人民币中间价调整幅度较大 .....	6
图 7：境外机构连续两个月减持中国债券 .....	7
图 7：中国 5 年期主权债务 CDS 报价 .....	7
图 8：当前北上配置盘连续两个月净流出 .....	7
图 9：今年 3 月初以来人民币汇率开启急贬值 .....	8
图 10：当前人民币汇率走势对比 20 年疫情爆发 .....	9
图 11：离岸人民币汇率和在岸汇价差走阔 .....	9
图 12：2021 年 12 月对内地投资者“北上”进行限制后，北上中资席位净流入加速下滑 .....	9
图 13：人民币汇率升贬值周期与全球贸易景气度高度相关 .....	10

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F；200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层；100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元；518001