

被唤醒的人民币贬值： 利率与汇率的双降绝不线性

报告要点：

● 我们一再强调，人民币汇率不要看绝对的升贬，而应看其同比收益率。人民币汇率的波动与利率平价息息相关，中美回报率之差也与美元/人民币汇率的同比变化息息相关。

● 总体上，理解这一轮人民币贬值并不困难，自去年年初始，中国的经济基本面相对美国在不断走弱，这导致了人民币升值的速度不断收敛，而近期，在人民币的升值速度无限向0收敛之后，人民币终于进入了贬值的状态。

● 但必须要说的是：近一周以来人民币的贬值斜率明显变陡，其压力可能开始来自于政策，后又传导到市场：

1) 总体来说，这一轮人民币贬值是由政策带动的，在大多数的交易日内，中间价（相对于前一天的收盘价）的贬值幅度要胜于当日盘中交易带来的贬值幅度；

2) 但自最近的两个交易日起，形势出现了突然且大幅的变化，人民币汇率在盘中交易时出现的贬值幅度显著上升。

● 这个变化也同样不难理解：

1) 在中国偏弱的经济基本面下，我们如果想稳定资本流出，必然要主动触发人民币贬值，至少2018-2019年的人民币贬值成功稳住了跨境资金；

2) 但毕竟当前的基本面是不利的，这本身就容易形成贬值的温床，加之处于历史低位的中美名义增长率之差与处于历史中位的人民币汇率之间略不匹配，这意味着后续人民币存在偏大的贬值空间；

3) 那这一轮中间价的连续调贬，相当于唤醒了人民币沉睡中的贬值趋势。

● 往后看，中美回报率的分裂可能继续，这意味着人民币的贬值还将继续：

1) 国内疫情防控带来的经济波动明显增加，地产的底部仍旧没有出现，后续的基建也许也会成为增量压力；

2) 美国经济今年可能并不差，“通胀-消费-工资”的正向螺旋已经明显出现，后续即使加息对经济存在压力，这个压力可能在明年年初才会真实地作用在美国基本上。

● 但当前来看，人民币贬值如果过快，将成为一个新的风险点：

1) 我们在2015-2016年经历过“人民币贬值-资本流出-货币政策被倒逼宽松-人民币再贬”这个恶性循环，政策应该是投鼠忌器的；

2) 人民币良性贬值是利大于弊的，但人民币绝不能贬值速度太快，在这个考虑之下，外汇存款准备金率也出现了18年以来的第一次下调。

● 简单推算的话，汇率至少在短期是利率下降的一个掣肘：

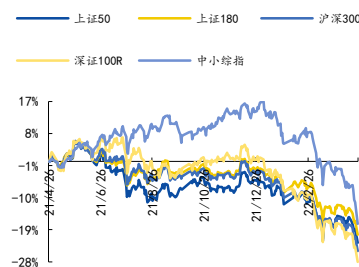
1) 若经济偏弱，则需要我们同时调低人民币的内部价格（利率）及外部价格（汇率），按说利率和汇率是不存在实质性矛盾的；

2) 但这个节奏一定是此起彼伏的，利率和汇率本身是相互加速机制（利率低

主要数据：

上证综指：	2928.51
深圳成指：	10379.28
沪深300：	3814.91
中小盘指：	3585.58
创业板指：	2169.00

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

《经济的正弦波：一波还未平息，一波又来侵袭》

2022.04.18

《抗疫的时空漩涡：关于清零的经济账本》

2022.04.11

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixue@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

-汇率贬-货币政策宽松-利率更低)的,由此,政策一定要兼顾外部平衡,一定要保证这个宽松过程的可控;

3)由此,短时若汇率下跌过快,则货币政策也许会出现短时的宽松停摆,这不但解释了央行双降的克制,而且,短时市场利率的走低也应该是有节制的。

风险提示:货币政策超预期,经济复苏超预期。

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	预计未来6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
增持	预计未来6个月内, 股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	预计未来6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来6个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来6个月内, 行业指数表现劣于市场指数10%以上
卖出	预计未来6个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中国境内(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路1199号证大五道口广场16楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188