



宏观研究

【粤开宏观】人民币汇率快速贬值：特征、原因、展望与央行干预

2022年04月26日

投资要点

分析师：罗志恒

执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@y kzq.com

研究助理：马家进

邮箱：majiajin@y kzq.com

近期报告

《【粤开宏观】一季度专项债和城投债的发行与投向及其对基建的影响》2022-04-11

《【粤开宏观】社融超预期与中美利差倒挂，降准降息仍有空间》2022-04-12

《【粤开宏观】疫情之下的医疗资源比较：基于中国 31 省市区和 36 城市的分析》2022-04-14

《【粤开宏观】疫情影响未充分显现，二季度经济或面临更大下行压力》2022-04-18

《【粤开宏观】财政已明显发力，疫情对财政的冲击将在二季度体现：一季度财政数据点评》2022-04-21

摘要

4月19-22日，人民币汇率从6.37快速跌破6.5，创2018年以来单周最大跌幅。25日汇率继续大幅贬值，同时上证指数跌破3000点，跌幅超5%。当晚央行下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点。26日汇率止跌回升，但上证指数进一步跌破2900点。

一、本轮人民币汇率贬值的三个特征

1、贬值始于3月初，4月19日以来明显加快。3月2日人民币汇率升至本轮高点的6.31，此后开始走贬，4月18日跌至6.37，之后加速贬值，4月22日盘中跌破6.5。

2、本轮贬值由离岸带动在岸。3月以来，美元指数持续走强，中美利差快速收窄，人民币汇率贬值压力明显增大。离岸市场所受管制更少，贬值压力释放更为充分，离岸与在岸市场汇差持续扩大，并带动在岸人民币汇率走贬。

3、股债汇齐跌，汇率是果不是因。4月18-22日当周，上证指数和创业板指分别下跌3.87%和6.66%，10年期国债收益率上升8.3个BP，人民币汇率贬值1.83%。本轮人民币汇率快速贬值，更多是国内疫情反弹冲击物流和供应链，市场预期转弱导致国内资产价格下跌，短期跨境资本流出引发汇率贬值。

二、为什么人民币汇率在这个时点加速贬值？

1、国内疫情反弹冲击出口，出口对汇率的支撑作用减弱。3月以来国内疫情反弹、防控趋严，对物流、供应链等造成严重冲击，进而影响企业生产和出口。3月制造业PMI新出口订单指数为47.2%，较前值下降1.8个百分点；4月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量下降4.1%。

2、短期跨境资本流出，加大汇率贬值压力。今年2-3月，境外机构连续两个月减持国内债券，共减持1650亿人民币（约合260亿美元）。3-4月（截至25日），北向资金合计净卖出A股480亿人民币（约合75亿美元）。

3、市场信心低迷，中美利差倒挂或成导火索。在出口结汇减弱、资本流出规模增大的背景下，人民币汇率处于弱平衡。市场稍有波动，便可能引发快速贬值。叠加疫情对经济民生造成严重冲击、资本市场表现疲软，市场预期转弱，将进一步放大市场波动。4月18-22日并无明显外部信息冲击，中美利差出现倒挂或是引发市场信心进一步下滑、股债汇齐跌的导火索。

三、本轮人民币汇率或将贬至6.8-7.0

从美元兑人民币汇率与美元指数的比值来看，历史上基本维持在6.7%-7.3%的区间内震荡。但由于此前人民币汇率持续走强，比值一度下探至6.3%，大幅偏离历史区间。

随着美联储加快货币政策收紧，美欧和美日货币政策错位加剧，美元指数或进一步升至 102-105。假设美元兑人民币汇率与美元指数的比值回归至区间下沿的 6.7%，人民币汇率将贬至 6.8-7.0，不排除有破 7 的可能。

四、汇率适度贬值利大于弊，但要防止过快贬值引发风险

1、市场对于人民币汇率贬值的担忧主要在于：一是可能加剧资本流出，导致国内资产价格进一步下跌；二是进口成本上升，加大输入性通胀压力；三是对国内货币政策形成掣肘，限制政策放松空间；四是增大外债偿债压力，引发外债风险。

2、适度的汇率贬值将有效缓解当前的经济下行压力：一是有利于促进出口，当前人民币兑一篮子货币汇率处于高位，出口竞争力减弱；二是有利于增加出口企业利润，人民币汇率贬值后，同样的外汇数量，结汇时能获得更多的人民币；三是有利于放松国内货币环境。在贬值未引发资本外流和货币政策被迫收紧的前提下，一方面，企业向商业银行结汇，将直接生成更多货币；另一方面，商业银行再向央行结汇，将产生更多基础货币，进而提升商业银行的信贷投放能力。

3、央行出手防止汇率过快贬值，政策工具箱仍较充足。

4月25日，中国人民银行宣布，自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点。

央行干预的并非是人民币汇率贬值的具体点位，而是防止其过快贬值引发风险。央行担心汇率与国内资产价格形成下跌螺旋，引发金融风险。就政策而言，信号意义大于实际作用。4月26日，在岸和离岸人民币汇率均止跌回升，央行的政策表态增强了市场信心。

在汇率回归均衡的过程中，央行有充足的政策工具，防止汇率过快贬值引发风险。1) 外汇存款准备金率还可继续下调，释放美元流动性；2) 上调远期售汇外汇风险准备金率，增加企业远期购汇成本；3) 在人民币中间价定价机制中使用“逆周期因子”，适度对冲贬值方向的顺周期情绪；4) 在离岸市场增加央票发行规模，收紧离岸市场人民币流动性；5) 加强对跨境资本流动的监管；6) 动用外汇储备对市场进行适当干预。

但当务之急还是统筹疫情防控与物流畅通，保证关键领域产业链供应链稳定，稳生产、稳出口。同时政策靠前发力，财政和货币政策更加积极，房地产调控进一步放松，努力实现全年5.5%左右的经济增速目标。**只要中国经济平稳健康发展，人民币汇率自然将在合理均衡水平上保持基本稳定。**

风险提示：疫情反弹超预期、美联储货币政策收紧超预期



目 录

一、本轮人民币汇率贬值的三个特征	4
1、贬值始于 3 月初，4 月 19 日以来明显加快.....	4
2、本轮贬值由离岸带动在岸.....	4
3、股债汇齐跌，汇率是果不是因.....	5
二、为什么人民币汇率在这个时点加速贬值？	6
1、国内疫情反弹冲击出口，出口对汇率的支撑作用减弱.....	6
2、短期跨境资本流出，加大汇率贬值压力.....	7
3、市场信心低迷，中美利差倒挂或成导火索	8
三、本轮人民币汇率或将贬至 6.8-7.0	8
四、汇率适度贬值利大于弊，但要防止过快贬值引发风险.....	9
1、经济下行压力加大背景下，汇率适度贬值有助于提振经济.....	9
2、央行出手防止汇率过快贬值，政策工具箱仍较充足.....	10

图表目录

图表 1：3 月以来中美利差快速收窄，人民币兑美元汇率开始贬值	4
图表 2：3 月以来离岸和在岸汇差持续扩大，带动在岸人民币汇率走贬	5
图表 3：3 月以来 A 股和人民币汇率均大幅下跌.....	5
图表 4：货运物流仍受疫情防控严重影响.....	6
图表 5：3 月以来银行间即期外汇成交量大幅下滑	7
图表 6：2-3 月境外机构减持国内债券	7
图表 7：3-4 月（截至 25 日），北向资金净流出	8
图表 8：2021 年 10 月以来，人民币汇率与美元指数大幅背离.....	9
图表 9：当前美元兑人民币汇率与美元指数的比值大幅突破历史波动区间.....	9
图表 10：当前人民币兑一篮子货币汇率处于高位.....	10



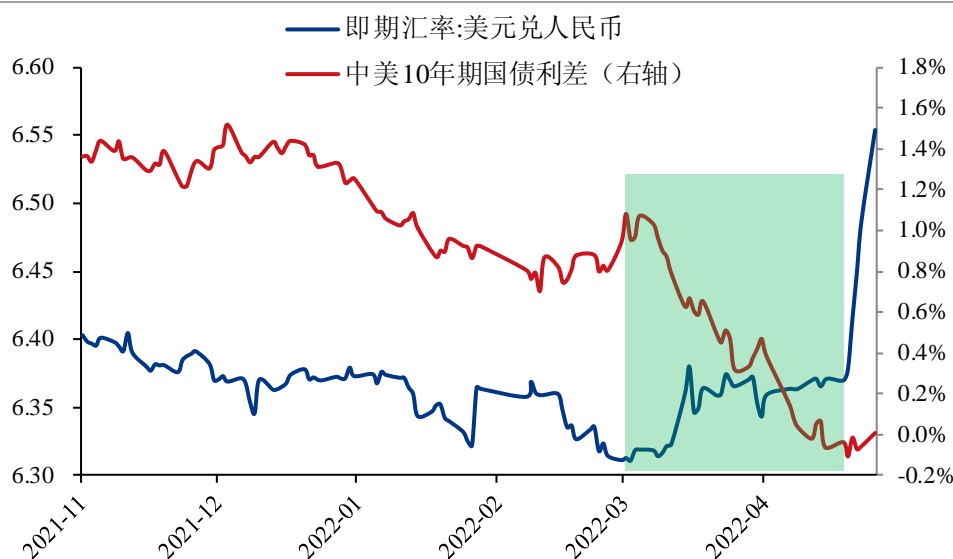
一、本轮人民币汇率贬值的三个特征

1、贬值始于3月初，4月19日以来明显加快

人民币汇率进入贬值周期。2020年5月28日至2022年3月2日，人民币兑美元汇率经历了一轮强劲的升值周期，从7.16升至6.31，涨幅超10%。此后人民币汇率开始走贬，4月18日跌至6.37，之后加速贬值，4月22日盘中跌破6.5。4月18-22日当周，人民币汇率贬值1.83%，创2018年以来单周最大跌幅。

从时点来看，本轮人民币汇率贬值与中美10年期国债利差快速收窄基本同步，中美利差出现倒挂或是4月19日以来加速贬值的诱因。4月18-22日当周，美债收益率和美元指数总体稳定，均未出现如人民币汇率这么大幅的波动。

图表1：3月以来中美利差快速收窄，人民币兑美元汇率开始贬值



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、本轮贬值由离岸带动在岸

人民币汇率有离岸和在岸两个市场，本轮贬值中，离岸领先于在岸。3月以来，美元指数持续走强，中美利差快速收窄，人民币汇率贬值压力明显增大。离岸市场所受管制更少，贬值压力释放更为充分，离岸与在岸市场汇差持续扩大，并带动在岸人民币汇率走贬。

2021年10月至2022年1月，同样是离岸与在岸市场汇差扩大，但却是在岸带动离岸升值，原因是中国出口高度景气，大量美元流入导致人民币汇率单边升值。



图表2：3月以来离岸和在岸汇差持续扩大，带动在岸人民币汇率走贬



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、股债汇齐跌，汇率是果不是因

4月18-22日当周，股债汇齐跌，上证指数和创业板指分别下跌3.87%和6.66%，10年期国债收益率上升8.3个BP，人民币汇率贬值1.83%。

市场担忧汇率快速贬值会加速资本外流，从而加剧国内资产价格下跌。但目前还未进行到这一阶段。本轮人民币汇率快速贬值，更多是国内疫情反弹冲击物流和供应链，市场预期转弱导致国内资产价格下跌，短期跨境资本流出引发汇率贬值。

图表3：3月以来A股和人民币汇率均大幅下跌



资料来源：Wind、粤开证券研究院



二、为什么人民币汇率在这个时点加速贬值？

人民币汇率贬值本身并不是问题。早在去年四季度，市场便普遍预期人民币汇率将要贬值，中美经济基本面和货币政策错位，美元指数持续上行，中美利差不断收窄，中国出口或将高位回落，都对人民币汇率形成贬值压力。

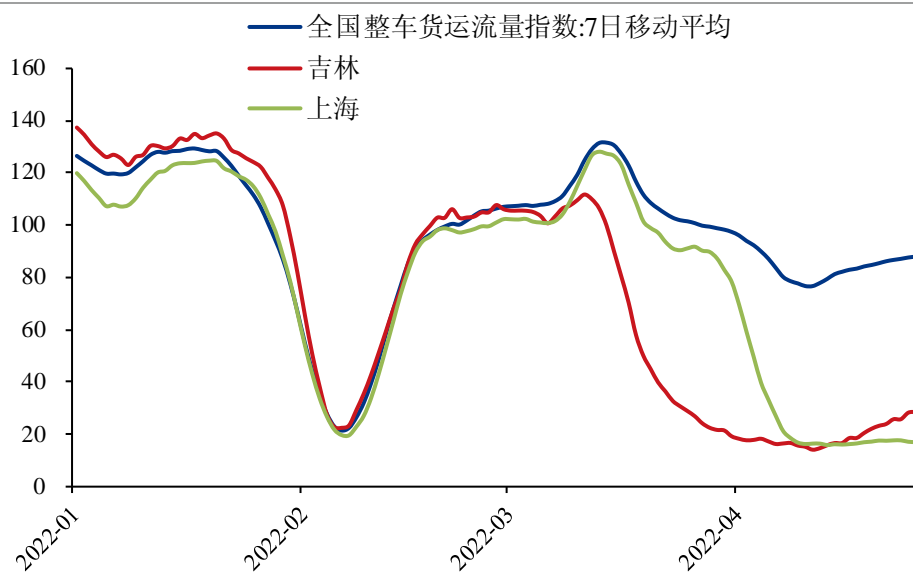
然而人民币汇率却超预期强劲，持续升值至3月初。因此问题就变成了，人民币汇率为什么在这个时点贬值，而且是加速贬值？

1、国内疫情反弹冲击出口，出口对汇率的支撑作用减弱

出口高度景气是此前人民币汇率持续升值的主导因素。得益于疫情有效防控，中国生产弥补海外供需缺口，贸易顺差持续扩大，大量美元流入推高人民币汇率。

然而3月以来国内疫情反弹、防控趋严，对物流、供应链等造成严重冲击，进而影响企业生产和出口。3月制造业PMI新出口订单指数为47.2%，较前值下降1.8个百分点。截至4月25日，全国整车货运流量指数仍较3月1日下降18.0%，上海下降83.4%。4月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量下降4.1%。3月1日至4月18日，银行间即期外汇成交量大幅下滑，或因结汇需求持续下降；而4月19日之后成交量快速放大，或因贬值预期下购汇需求快速上升。

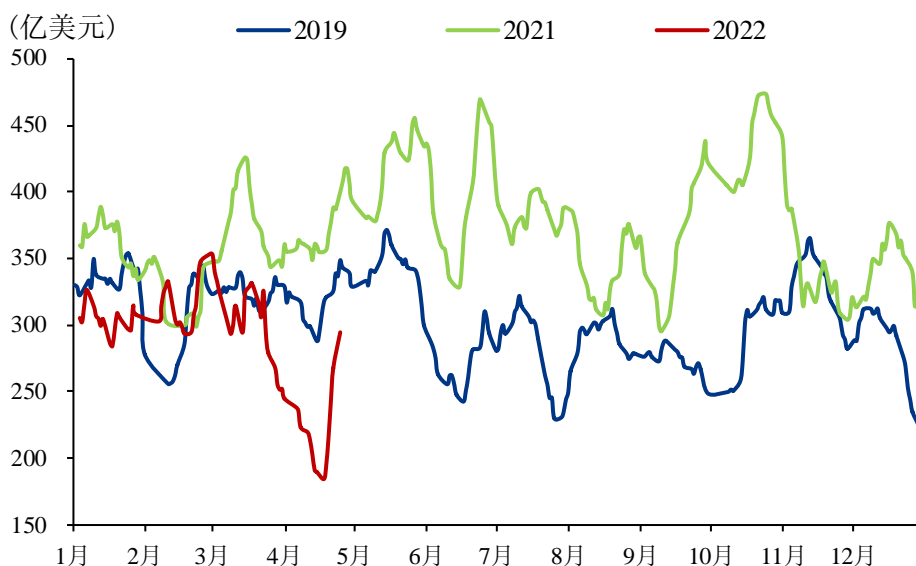
图表4：货运物流仍受疫情防控严重影响



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表5：3月以来银行间即期外汇成交量大幅下滑

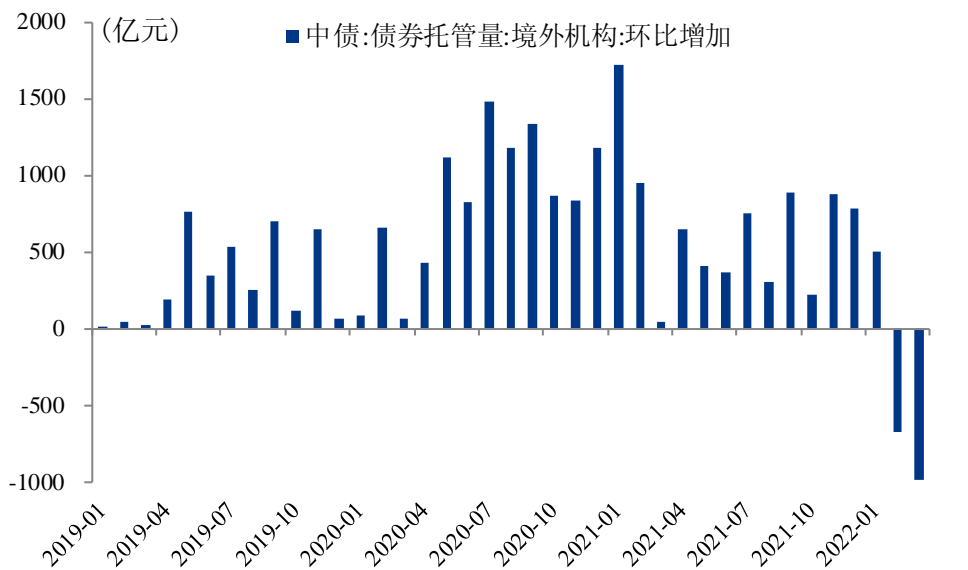


资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、短期跨境资本流出，加大汇率贬值压力

随着中美利差快速收窄，国内资产对外资的吸引力减弱，资本流出规模增大。今年2-3月，境外机构连续两个月减持国内债券，共减持1650亿人民币（约合260亿美元）。3-4月（截至25日），北向资金合计净卖出A股480亿人民币（约合75亿美元）。

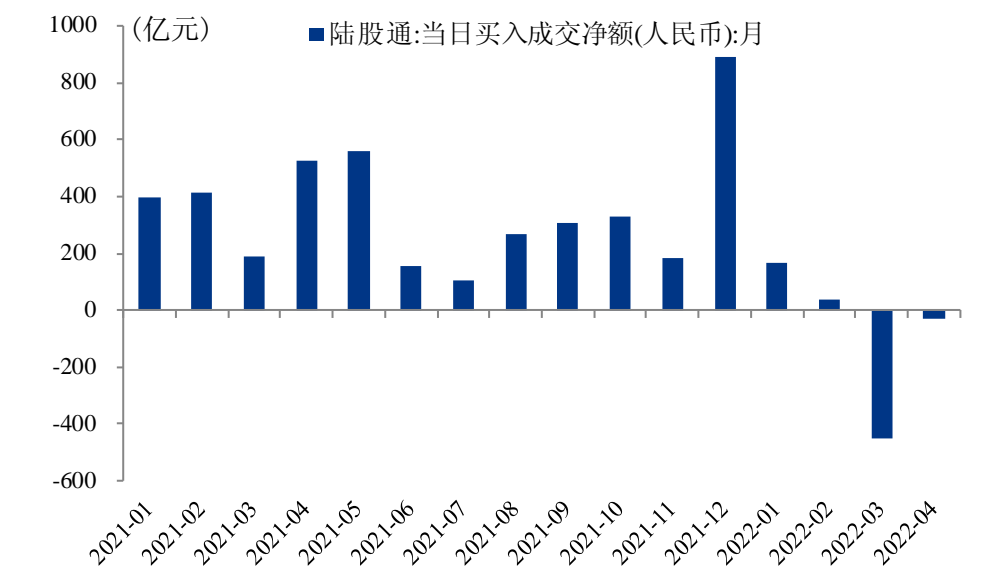
图表6：2-3月境外机构减持国内债券



资料来源：Wind、粤开证券研究院



图表7：3-4月（截至25日），北向资金净流出



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、市场信心低迷，中美利差倒挂或成导火索

在出口结汇减弱、资本流出规模增大的背景下，人民币汇率处于弱平衡。市场稍有波动，便可能引发快速贬值。叠加疫情对经济民生造成严重冲击、资本市场表现疲软，市场预期转弱，将进一步放大市场波动。

4月18-22日并无明显外部信息冲击，中美利差出现倒挂或是引发市场信心进一步下滑、股债汇齐跌的导火索。当周人民币汇率贬值1.83%，4月22日盘中跌破6.5，创2018年以来单周最大跌幅。

三、本轮人民币汇率或将贬至6.8-7.0

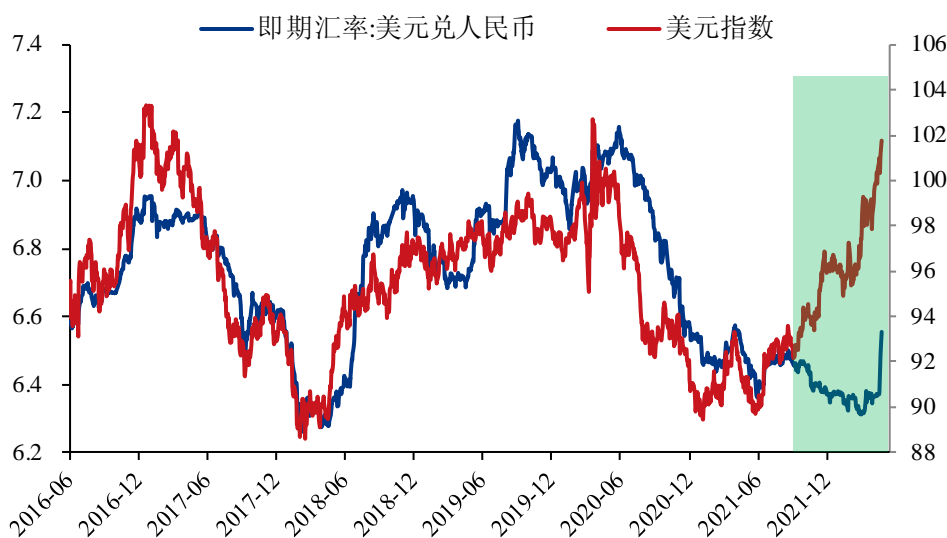
2015年“811汇改”之后，美元兑人民币汇率与美元指数走势大体趋同。但自2021年10月以来，二者出现严重背离，缺口持续扩大。而从美元兑人民币汇率与美元指数的比值来看，历史上基本维持在6.7%-7.3%的区间内震荡。但由于此前人民币汇率持续走强，比值一度下探至6.3%，大幅偏离历史区间。

偏离终将得到修正，要么是人民币汇率贬值，要么是美元指数回落。就现阶段而言，前者是更可能的路径。**随着美联储加快货币政策收紧，美欧和美日货币政策错位加剧，美元指数或进一步升至102-105。假设美元兑人民币汇率与美元指数的比值回归至区间下沿的6.7%，人民币汇率将贬至6.8-7.0，不排除有破7的可能。**

但中长期来看，人民币汇率具有韧性。美联储加息缩表将抑制美国经济，美元指数或随之回落。中国也将逐步控制疫情，保障物流和供应链产业链畅通稳定；稳增长政策将持续发力，对冲需求下滑，扭转市场预期，有效提振经济。因此不必过度担忧人民币汇率贬值。

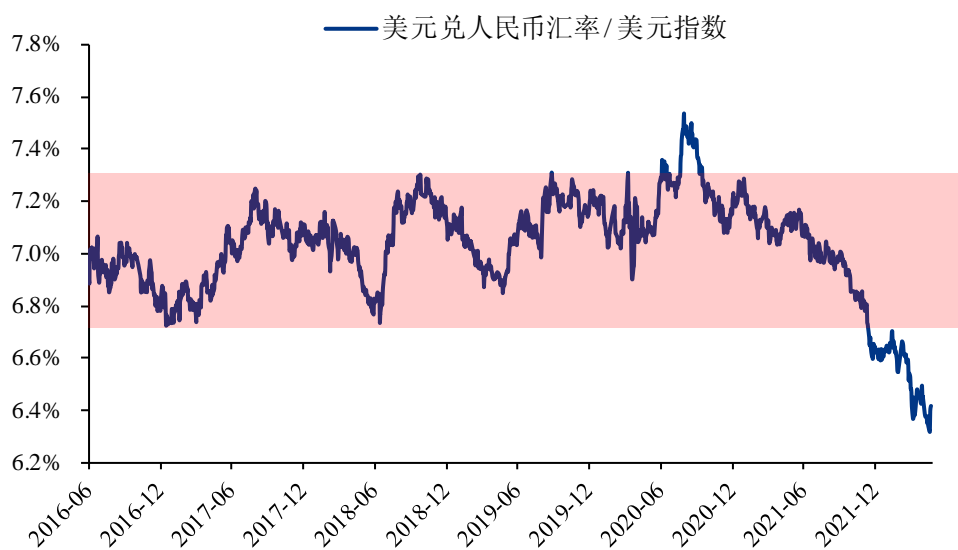


图表8：2021年10月以来，人民币汇率与美元指数大幅背离



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表9：当前美元兑人民币汇率与美元指数的比值大幅突破历史波动区间



资料来源：Wind、粤开证券研究院

四、汇率适度贬值利大于弊，但要防止过快贬值引发风险

1、经济下行压力加大背景下，汇率适度贬值有助于提振经济

市场对于人民币汇率贬值的担忧主要在于：一是可能加剧资本流出，导致国内资产价格进一步下跌；二是进口成本上升，加大输入性通胀压力；三是对国内货币政策形成掣肘，限制政策放松空间；四是增大外债偿债压力，引发外债风险。



鉴于我国资本账户未完全放开、经常账户仍保持大额顺差、外汇储备充足、经济内生增长潜力巨大等，上述风险总体可控。

事实上，适度的汇率贬值将有效缓解当前的经济下行压力：

第一，有利于促进出口。汇率对于宏观经济具有“自动稳定器”的功能，经济下行会引发汇率贬值，而汇率贬值将增强出口竞争力，出口上升进而提振经济。目前人民币兑一篮子货币汇率处于高位，随着海外生产逐步恢复，出口订单将随之外流。人民币汇率适度贬值，有助于稳定出口。

第二，有利于增加出口企业利润。人民币汇率贬值后，同样的外汇数量，结汇时能获得更多的人民币。此前人民币汇率的单边升值在一定程度上挤压了出口企业的利润空间，汇率适度贬值对于出口相关中小企业的处境将有明显改善。

第三，有利于放松国内货币环境。在贬值未引发资本外流和货币政策被迫收紧的前提下，一方面，企业向商业银行结汇，将直接生成更多货币；另一方面，商业银行再向央行结汇，将产生更多基础货币，进而提升商业银行的信贷投放能力。

图表10：当前人民币兑一篮子货币汇率处于高位



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、央行出手防止汇率过快贬值，政策工具箱仍较充足

4月25日，中国人民银行宣布，自2022年5月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，即外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。表明央行出面维护人民币汇率稳定。

央行干预的并非是人民币汇率贬值的具体点位，而是防止其过快贬值引发风险。之所以在25日出台政策，是因为4月19-25日，人民币汇率由6.3698快速贬至6.5544，且25日当天上证指数跌破3000点，跌幅超5%。央行担心汇率与国内资产价格形成下跌螺旋，引发金融风险。

就政策而言，信号意义大于实际作用。一方面，2022年3月我国金融机构外汇存款余额为1.05万亿美元，外汇存款准备金率下调1个百分点，将释放105亿美元的外汇流



动性，即使考虑外汇贷款的派生能力，外汇流动性也至多增加几百亿美元。而 2018 年以来，银行间即期外汇单日成交量基本都在 250 亿美元以上，几百亿的美元流动性杯水车薪。另一方面，政策要到 5 月 15 日才能生效，更是远水解不了近渴。但 4 月 26 日，在岸和离岸人民币汇率均止跌回升，央行的政策表态增强了市场信心。

经济基本面是人民币汇率的主导因素，我们维持汇率或将贬至 6.8-7.0 的判断。但在汇率回归均衡的过程中，央行有充足的政策工具，防止汇率过快贬值引发风险。具体来看：1) 外汇存款准备金率还可继续下调，释放美元流动性；2) 上调远期售汇外汇风险准备金率，增加企业远期购汇成本；3) 在人民币中间价定价机制中使用“逆周期因子”，适度对冲贬值方向的顺周期情绪；4) 在离岸市场增加央票发行规模，收紧离岸市场人民币流动性；5) 加强对跨境资本流动的监管；6) 动用外汇储备对市场进行适当干预。

但当务之急还是统筹疫情防控与物流畅通，保证关键领域产业链供应链稳定，稳生产、稳出口。同时政策靠前发力，财政和货币政策更加积极，房地产调控进一步放松，努力实现全年 5.5% 左右的经济增速目标。**只要中国经济平稳健康发展，人民币汇率自然将在合理均衡水平上保持基本稳定。**



分析师简介

罗志恒，2020年11月加入粤开证券，现任首席经济学家兼研究院院长，证书编号：S0300520110001。

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，保证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理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com