

人民币进入一个相对短的贬值周期

报告摘要

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

疫情形势的变化是近期汇率贬值的导火索。近期人民币汇率出现快速贬值，其原因有国内经济下行的内因和美联储超预期收紧的外因，不过我们认为最主要的因素还是在于疫情防控形势的变化。回顾以往汇率升值和贬值的周期，中国经济基本面及货币政策取向是决定汇率的主要因素，但在疫情之后这一逻辑有所转变。虽然中国经济相对优势及货币政策周期在 2021 年中就已经发生变化，对汇率产生向下的压力，但疫情防控的优异表现使得中国工业生产强劲、供应链畅通、贸易顺差保持高位，支撑人民币升值周期延续至今年 3 月。3 月份以来中国疫情的反弹打破了人民币持续升值的逻辑。奥密克戎病毒传播快、毒性低的特性使中国防疫的相对优势大大降低，工业生产和供应链也受到冲击。支撑汇率的逻辑已破，而此前经济基本面所积累的贬值压力报复性释放，导致近期人民币急贬。

央行的干预并不是要扭转汇率趋势。针对汇率的快速贬值，央行决定下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点。这是增加外币供给、减轻人民币贬值压力的举措。但我们认为央行的措施只是希望汇率有序贬值，并不是要遏制贬值。首先，相对于以往央行干预汇率时较强硬的表态和有力的措施，本次小幅降低存款准备金率的举措力度较弱，只是释放了央行不希望汇率“过快”贬值的信号。其次，在新形势下维持高汇率的必要性不强，人民币适当贬值有望促进出口，并减少出口企业的结汇损失。最后，历史经验表明央行历次对汇率的干预只能起到短期效果，并不会扭转汇率的大方向。任何一次汇率周期性的转向归根结底还是经济基本面和货币政策的变化，而非源自央行的工具干预。

人民币进入相对短的贬值周期。对于当前人民币汇率所处的阶段，我们认为这并不是一个短暂的情绪冲击，而是贬值周期的开始。因为中国经济下行的压力仍在，与发达国家货币政策反向的格局也会持续一段时间，所以基本上来看汇率确实存在贬值压力。而疫情防控相对优势的扭转则意味着人民币正式进入贬值周期。通常人民币的升值和贬值周期长度为一年到一年半，但我们认为本轮贬值周期时间会相对较短。一方面，人民币贬值压力从去年年中就已出现，但疫情防控的相对优势及相应的工业生产和供应链的优势延长了升值周期，也压缩了贬值周期。另一方面，本轮美国经济弱于以往美元强周期之时。美联储极鹰派的态度可能到三季度之后就会逐步缓和甚至转向。即美国经济和货币政策的相对强势的状态持续时间预计只有半年左右。相应的，我们预计本轮贬值的程度也将弱于 2016 年和 2018 年，美元兑人民币

汇率终值可能在 6.8-6.9。近期随着汇率的贬值，股市和债市也出现了明显的下跌。不过我们认为近期的行情与其说汇率是股债双杀的凶手，不如说疫情冲击和美联储加息是股债汇三杀的原因。从历史经验上看，人民币汇率与外资流入中国股市及债市的资金量之间的关系并不明确。也就是说，汇率与股债之间的关系是间接的而非直接的，汇率大幅贬值的背后往往对应着中国经济基本面的恶化，而汇率急贬又会对货币政策宽松幅度形成制约，其结果就是股债承压。近期这一间接压力也将存在，人民币贬值已经开始，为了维持“有序贬值”，央行货币政策也将避免大开大合，市场不宜期待过多放水。

风险提示：疫情再度反弹导致汇率急贬；美联储超预期收紧。

目录

1. 汇率周期的扭转在于疫情相对优势的变化 5
2. 央行希望的是汇率有序贬值..... 6
3. 人民币进入相对短的贬值周期..... 7

图表目录

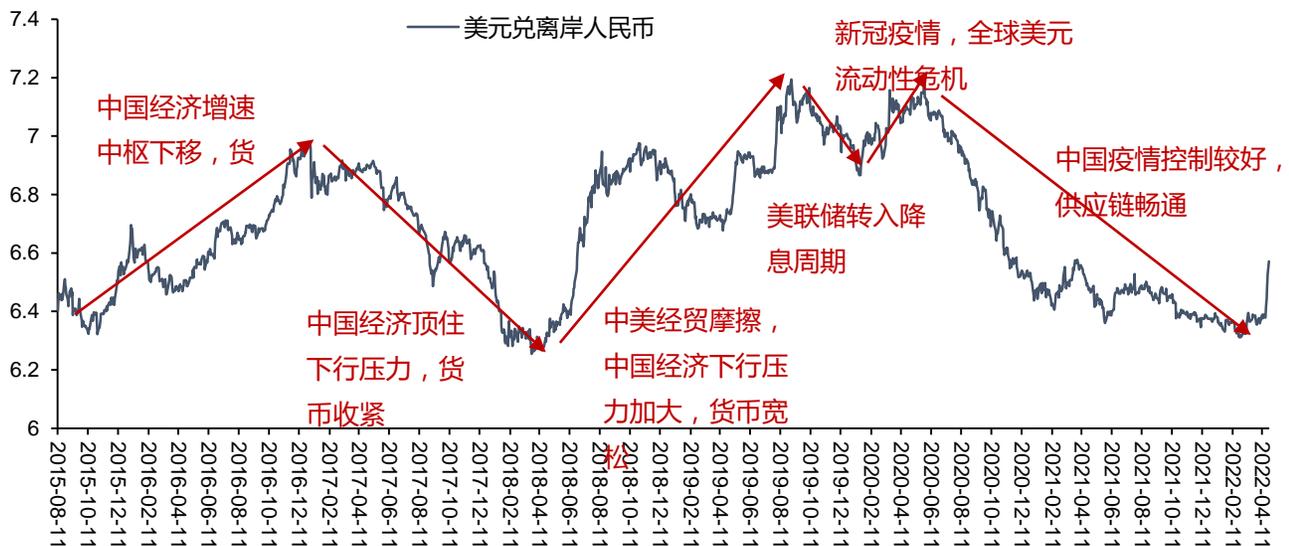
| | |
|------------------------------------|---|
| 图表 1: “811 汇改”之后的人民币汇率周期..... | 5 |
| 图表 2: 2019 年后人民币汇率与中国贸易顺差走势一致..... | 6 |
| 图表 3: 央行对汇率的干预有短期效果但不改长期趋势..... | 7 |
| 图表 4: 汇率与北上资金流入关系不明确..... | 8 |
| 图表 5: 美元与外资流入中国债市的关系不明确..... | 8 |

1. 汇率周期的扭转在于疫情相对优势的变化

近期人民币兑美元出现了快速贬值。促使贬值的原因有很多，外部原因是中美货币政策周期反向，美联储快速加息而中国货币保持宽松，中美利差缩小以至倒挂。内部原因是中国经济下行压力加大，尤其是疫情的超预期冲击。我们认为疫情形势的变化是促使人民币进入贬值周期的主要原因。

疫情之后人民币汇率的逻辑与之前有较大变化。在以往几轮人民币汇率周期中，中国经济的相对优势和货币政策的相对宽松程度是决定汇率走势的关键。2015年“811”汇改之后人民币汇率市场化程度较高，2015年8月-2016年12月是人民币贬值周期，背景是中国经济增速中枢下移、货币政策持续宽松。2016年12月-2018年4月是人民币升值周期，背景是中国经济顶住下行压力，增速有所回升，同时货币政策收紧。2018年4月-2019年8月是人民币贬值周期，背景是中美经贸摩擦爆发，同时中国经济下行压力加大，货币政策宽松。2019年8月-2020年1月人民币阶段性升值，背景是美联储货币政策由紧转松，进入降息周期。2020年1月-2020年5月人民币阶段性贬值，背景是全球新冠疫情爆发，美元出现流动性危机，人民币被动贬值。可以看出，以上这几轮人民币汇率周期都是由中国经济状况及中美货币政策的方向决定的。

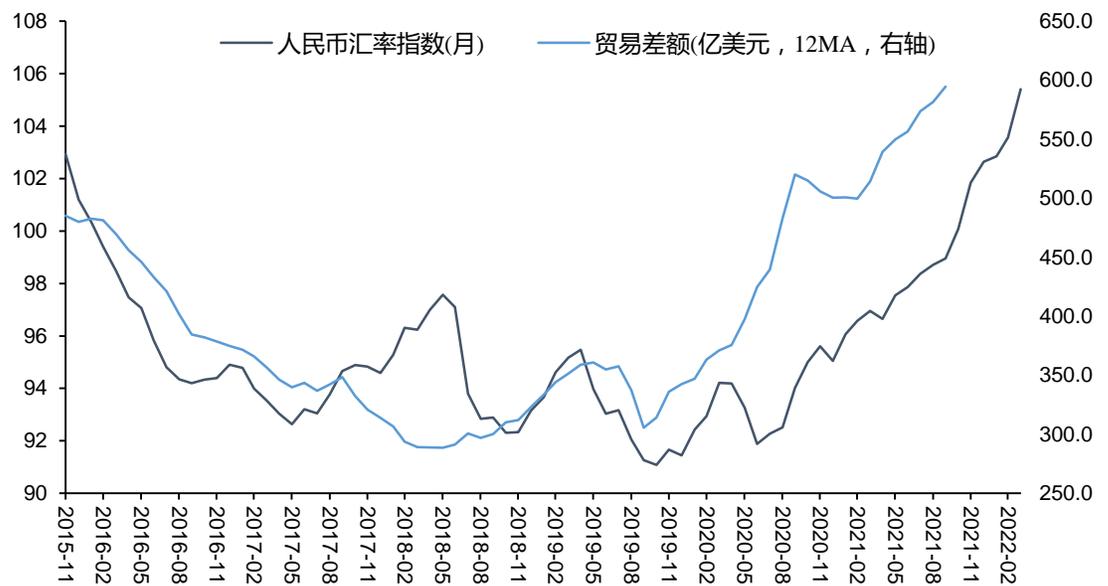
图表 1：“811 汇改”之后的人民币汇率周期



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

但 2020 年 5 月以来的人民币升值周期则背景有所不同。中国经济增速和货币政策的相对优势其实到 2021 年中就已经结束，但是人民币顶着美元升值的压力而持续升值到今年 3 月。因为海外各国疫情不断反弹，工业生产始终恢复较慢，供应链受到冲击较大。而中国则由于疫情防控较为成功，工业生产完全恢复，供应链畅通。虽然中国内需恢复状况不佳，但疫情防控能力决定的工业生产能力及供应链的安全是这一阶段决定汇率走势的主要矛盾。其表现表现为中国贸易顺差居高不下。用一篮子货币衡量的人民币汇率指数在 2019 年之后和中国贸易顺差走势较为一致，随着中国贸易顺差达到历史高位，人民币汇率指数也达到了历史高位。

图表 2：2019 年后人民币汇率与中国贸易顺差走势一致



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

从这一角度来看，其实中国经济和货币政策的基本面决定了人民币贬值的内生压力早就已经存在，但由于疫情防控成功、工业生产和出口较好，所以将升值周期延长到了今年3月份。而今年3月国内部分重要城市的疫情超预期反弹则打破了疫情后人民币持续升值的核心逻辑。奥密克戎病毒的传播性极强，而毒性不高，海外众多实行“群体免疫”策略的国家防疫压力减轻，而中国“动态清零”的策略则难度明显加大，中国防疫的相对优势大大减小。疫情导致中国部分重要地区的企业停产、供应链断裂，并且这一风险在未来仍然存在。从周度数据来看，CFETS 人民币汇率指数正是3月上旬疫情开始反弹时见顶。支撑人民币升值的最核心逻辑被打破，此前积累的贬值压力则在短期内迅速释放，人民币汇率出现报复性贬值。

2. 央行希望的是汇率有序贬值

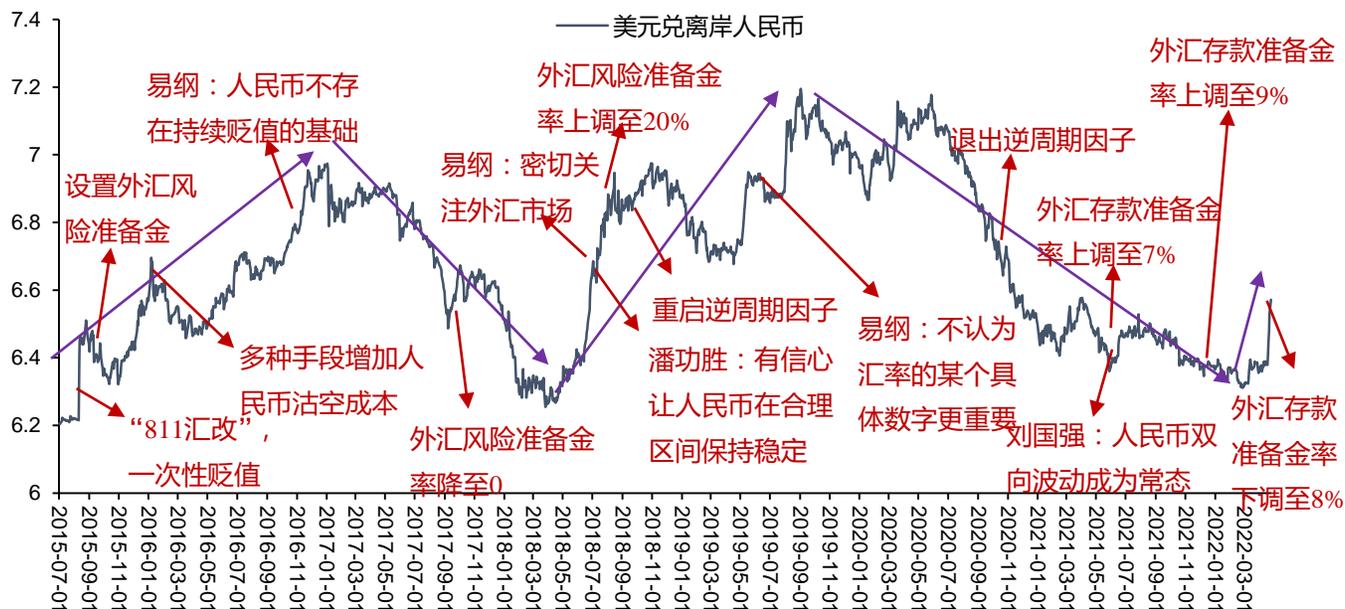
人民币迅速贬值引发央行出手干预。4月25日央行决定下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，这是增加外币供给、减轻人民币贬值压力的举措。央行这一动作能否遏制人民币贬值趋势？我们认为不能。央行的干预只是意味着其不希望人民币“过快”贬值，并非阻止贬值。

首先，从态度上看，央行遏制人民币贬值的意愿并不强烈。从去年下半年以来央行一直有意阻碍人民币升值，比如提高外汇存款准备金率、公开讲话中强调“双向波动”。目前这一贬值的幅度并不算大，应是央行可以接受的。而且回顾以往经验来看，当央行认为人民币贬值过多、有必要保卫汇率之时，均有更明确的公开表态及更强力的工具。此前两次遏制升值之时，提升外汇存款准备金率均为2个百分点，此次只降低1个百分点，对市场的实际影响有限，主要目的是释放出不希望汇率“过快”贬值的信号。

其次，在新形势下维持较高的汇率必要性不高。疫情反弹给中国经济带来了更大的下行压力，同时供应链的断裂也将会影响出口。此时汇率有适当的贬值有利于刺激出口，也有利于出口企业减少结汇损失。

最后，历史经验表明央行对汇率的干预动作不会改变汇率原本的大趋势。回顾历次央行对汇率的“口头”或工具干预，可以看出全部是在“急涨”或“急跌”之时采取反方向的遏制举措，意在平抑汇率的过快波动。每一次干预虽然在短期之内会有一些效果，但均未改变汇率原有的方向。任何一次汇率周期性的转向归根结底还是经济基本面和货币政策的变化，而非源自央行的工具干预。

图表 3：央行对汇率的干预有短期效果但不改长期趋势



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

3. 人民币进入相对短的贬值周期

对于当前人民币汇率所处的阶段，我们认为这并不是一个短暂的情绪冲击，而是贬值周期的开始。虽然疫情反弹是近期人民币贬值的导火索，但是经济基本面所造成的潜在的贬值压力已经存在很长时间，并且至今未出现拐点。一方面，相对于海外主要经济体而言，中国经济下行压力仍然较大，且疫情反弹延长了经济下行期。另一方面，中国货币政策保持相对宽松且较长时间内不会改变这一取向，而美联储正处于快速加息期，欧央行、英央行等众多重要央行也较为鹰派，中国和海外货币政策反向的格局短期内不会变化。所以从基本面上看人民币确实处于贬值的周期之中，疫情防控相对优势的变化将促使汇率逻辑重回经济基本面。

不过我们认为本次贬值周期会相对短。以往经验来看，人民币升值和贬值的周期长度多为一年到一年半。而本轮贬值周期可能仅为半年左右。首先，从经济和货币政策基本面上看，人民币潜在的贬值压力从去年年中就已经开始，但疫情防控较好和出口强势使得实际的贬值在今年3月才出现，所以实际上的贬值周期被压缩了。其次，当前美国经济基本面弱于以往美元强周期之时。美国消费者信心指数跌落至历史低位，房地产景气度也大幅下滑。我们认为美联储极鹰派的态度可能到三季度之后就会逐步缓和甚至转向。即美国经济和货币政策的相对强势的状态持续时间预计只有半年左右。相应的，我们预计本轮贬值的程度也将弱于2016年和2018年，美元兑人民币汇率终值可能在6.8-6.9。

汇率贬值是否会造成股债双杀？近期随着汇率的贬值，股市和债市也出现了明显的下跌。不

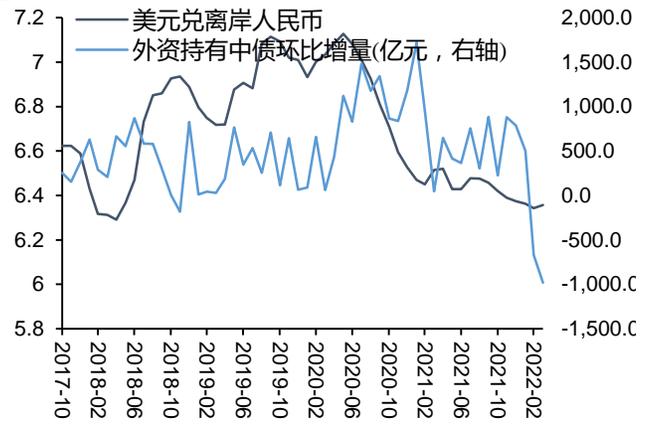
过我们认为近期的行情与其说汇率是股债双杀的凶手，不如说疫情冲击和美联储加息是股债汇三杀的原因。从历史经验上看，人民币汇率与外资流入中国股市及债市的资金量之间的关系并不明确。也就是说，汇率与股债之间的关系是间接的而非直接的，汇率大幅贬值的背后往往对应着中国经济基本面的恶化，而汇率急贬又会对货币政策宽松幅度形成制约，其结果就是股债承压。近期这一间接压力也将存在，人民币贬值已经开始，为了维持“有序贬值”，央行货币政策也将避免大开大合，市场不宜期待过多放水。

图表 4：汇率与北上资金流入关系不明确



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 5：美元与外资流入中国债市的关系不明确



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

风险提示：疫情再度反弹导致汇率急贬；美联储超预期收紧。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|------------------------|
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com |
| 华北销售 | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 梁金萍 | 15999569845 | liangjp@tpyzq.com |
| 华东销售副总监 | 秦娟娟 | 18717767929 | qinjj@tpyzq.com |
| 华东销售总助 | 杨晶 | 18616086730 | yangjinga@tpyzq.com |
| 华东销售 | 王玉琪 | 17321189545 | wangyq@tpyzq.com |
| 华东销售 | 郭瑜 | 18758280661 | guoyu@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhaf1@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 李艳文 | 13728975701 | liyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。