

宏观点评 20220428

亚洲货币战下人民币汇率破 6.6

2022 年 04 月 28 日

证券分析师 陶川

执业证书: S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

执业证书: S0600120120023

shaox@dwzq.com.cn

相关研究

《亚洲“货币战”？》

2022-04-27

《地方换届下的稳增长演绎》

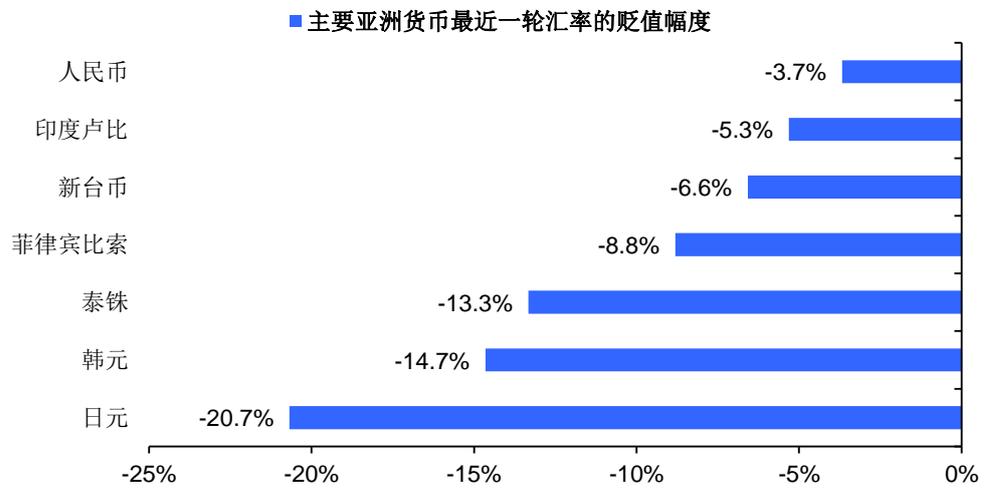
2022-04-23

《站上 6.5, 汇率、通胀和股市的“不可能三角”》

2022-04-23

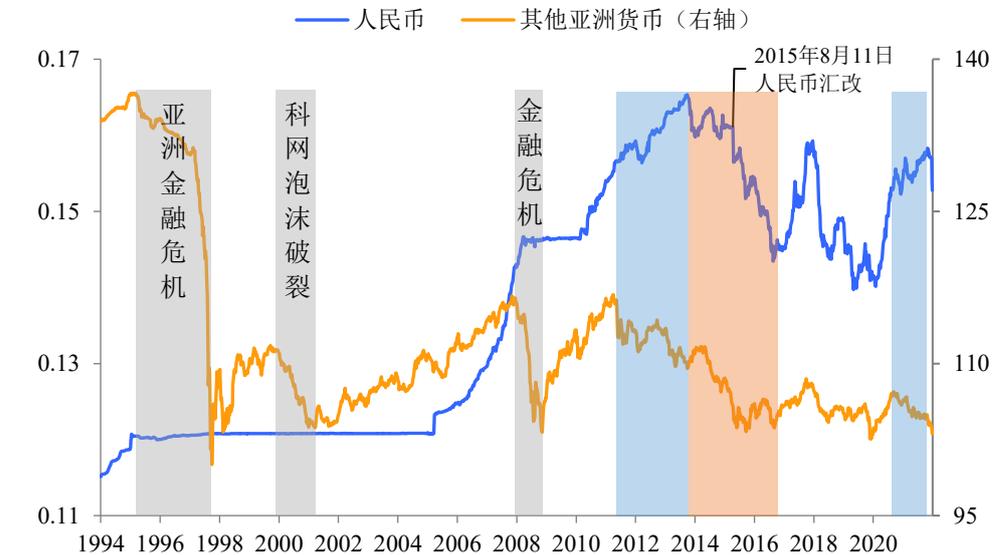
- 隔夜美元指数突破 103, 日元汇率在日本央行继续躺平的背景下跌破 130, 人民币汇率也时隔 15 个月以来首次跌破 6.6。
- 我们一直认为这一轮人民币汇率贬值不仅有国内的因素, 也发生在新一轮亚洲货币战硝烟渐起的背景下。如图 1 所示, 人民币汇率自 2022 年 3 月以来的这波贬值到目前只持续了一个多月, 而其他主要亚洲经济体的汇率贬值都至少持续了一个季度, 在贬值幅度上远超当前的人民币汇率。因此, 在周边国家货币竞相贬值的背景下, 由于篮子汇率的居高不下, 人民币也需要适度释放贬值的压力。我们认为这些货币的汇率, 尤其是未来日元和韩元汇率的走势, 可以被视为未来人民币走势的一个风向标。
- 人民币加入亚洲货币贬值的行列意味着亚洲“货币战”进入下半场, 也意味着美元进入升值冲刺期、风险资产进入动荡期。我们在之前的报告《亚洲“货币战”？》中回顾了历史上亚洲货币集体贬值的历史, 随着人民币汇率市场化程度的提高, 亚洲“货币战”分为上下半场, 上半场日元率先贬值带动非中国亚洲经济体货币下跌 (2021 年初至 2022 年 3 月); 下半场则是人民币加入“战局”, 压力释放带来市场动荡, 最终随着日元触底和中国经济企稳, 亚洲货币战进入尾声 (2022 年 4 月一)。
- 在这一过程中, 美元指数“坐收渔翁之利”, 风险资产遭殃。一方面日元是美元指数中权重第二大的货币, 日元贬值对美元指数有直接支撑; 另一方面, 亚洲是全球经济的引擎, 贬值潮背后反映的增长困境是美元升值的重要基本面因素。周四 (2022 年 4 月 28 日) 美元指数站上 103, 超过 2020 年疫情爆发期间的高点。
- 从历史上看, 美元指数强势下以原油为代表的商品资产表现最好, 股市表现平平, 尤其是在美元和美债收益率同涨的情况下跌多涨少, 而股市中美股的表现相对更好, 非美经济体市场的动荡会使得资金流向美国; 金价则将承受阶段性的下跌压力。
- 政策存在“贬值释放经济压力”和控制输入性通胀的权衡, 汇率贬值的节奏很重要。一方面释放国内经济和市场的压力, 人民币需要贬值; 另一方面, 面对大宗商品居于高位, 汇率快速贬值会加剧输入性通胀的不确定性, 控制人民币贬值的节奏更符合当前的政策需求, 央行在周一 (2022 年 4 月 25 日) 下调外汇存款准备金正体现了这一点: 下调说明对汇率贬值过快的担忧, 但是仅下调 1 个百分点, 说明贬值的方向仍是政策可以容忍的。
- 除此之外, 值得注意的是其他控制输入性通胀的政策推出可能有助于提高央行对于贬值的容忍度。周四国务院关税税则委员会决定, 自 2022 年 5 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日对煤炭实施税率为零的进口暂定税率正是这方面的努力, 一定程度上会缓解央行政策权衡的难度——缓解输入性通胀压力、提高贬值容忍度。
- 而基于以上的逻辑, 我们认为政策对于人民币贬值的应对可能是动态的, 贬值不能太快, 但是也不能滞后于韩国、日本等亚洲主要经济体。
- 至于人民币汇率贬值对 A 股的影响, 我们认为在于速度而不在方向。如图 4 所示, 历史上仅有人民币汇率快速贬值时, 其与 A 股的负相关性才会显著提升, 鉴于前期人民币贬值对 A 股的冲击已经显现, 我们预计即便亚洲其他国家的货币战升级, 但人民币在贬值的节奏上仍将是渐进可控的。
- 风险提示: 疫情扩散超市场预期, 政策对冲经济下行力度不及市场预期

图1: 从最近这轮亚洲货币的贬值幅度来看, 人民币汇率的贬值幅度最小



备注: 数据截至 2022 年 4 月 28 日
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图2: 人民币和其他亚洲货币相对美元的涨跌



注: 其他亚洲货币包括港币、印度卢比、印尼卢比、韩元、马来西亚林吉特、菲律宾比索、新加坡元、台币和泰铢。
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图3: 美元指数升破 100 期间主要资产的表现

开始日期	结束日期	持续时长	美元破百到回落至100以下资产表现					10Y美债 (bp)	是否是加息周期
			WTI原油	伦铜	黄金	商品指数	标普		
1	1973-11-23	1974-04-17				2.0%	-5.1%	75.0	✓
2	1974-05-29	1974-11-22				54.2%	-20.7%	8.0	
3	1975-07-23	1977-12-01			-4.6%	-21.2%	5.0%	-51.0	
4	1981-04-29	1987-01-21			-15.6%	-33.4%	101.3%	-706.9	
5	1989-05-15	1989-10-12	-0.2%	5.3%	-3.5%	1.7%	12.4%	-75.5	
6	1997-08-01	1997-09-02	-3.1%	-8.8%	-0.2%	1.5%	-2.1%	10.0	
7	1998-01-02	1998-08-31	-23.5%	-3.9%	-4.5%	-21.0%	-1.8%	-67.1	
8	1999-03-04	1999-09-20	81.9%	27.6%	-11.9%	37.2%	7.1%	48.7	✓
9	1999-11-04	2003-04-11	21.6%	-9.4%	11.6%	18.8%	-36.3%	-198.7	
10	2016-11-14	2017-01-11	20.6%	2.5%	-2.1%	12.8%	5.1%	11.1	✓
11	2020-03-18	2020-05-15	44.5%	9.0%	18.8%	13.6%	19.4%	-54.9	
均值		479	20.3%	3.2%	-1.3%	6.0%	7.7%	-91.0	
均值 (去掉最值)		349	16.7%	0.8%	-2.2%	5.1%	2.2%	-41.0	

注:

1. 我们剔除了部分美元指数破百持续过短的阶段;
2. 如果期间美联储既有加息又有降息, 则不把这一时期认定为加息周期。

数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图4: 人民币汇率快速贬值期间, A 股与汇率的负相关性会显著提升



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

