

## 人民币贬值，影响几何？

**事件：**8月29日，美元指数一度上破109.3，再度刷新近20年新高；人民币汇率也受到明显压制，离岸人民币跌破6.93关口，在岸人民币收盘时跌破6.92。

### ■ 强势美元压制是本轮贬值的主因，中美利差倒挂也有影响

**强势美元的外部压制是本轮人民币贬值的主要原因。**近期，地缘风波再起、极端天气频发，能源供需矛盾的加剧，推动天然气等能源价格快速上涨；例如，欧洲天然气、电价，即屡创新高。相较能源对外依赖度较低的美国，欧元区能源体系更为脆弱，受到的冲击也更为严重。这一背景下，美欧基本面的分化，叠加杰克逊霍尔会议后美联储紧缩预期的加强，美元快速走强，对人民币构成外部压力。

**中美利差的深度倒挂，对近期人民币的贬值也有影响。**7月28日美联储加息后，美国联邦基金目标利率升至2.5%，高于7天期逆回购利率40bp；中美短端政策利率，出现自2008年以来的首度倒挂。而8月15日央行10bp的降息后，这一倒挂被进一步加深。政策利率的持续分化下，中美10年期国债收益率，自8月5日起再度倒挂，并快速走阔至39.7bp，也对人民币汇率形成一定的压制。

### ■ 人民币汇率短期仍有压制，但压力相对可控

**短期来看，美元的强势或将延续，对人民币汇率的压制仍在。**能源的供给受限并非短期问题，价格共振上涨或将是常态。这不仅加剧了通胀风险，同时也打压生产景气、侵蚀利润，并冲击居民消费；而欧洲更是深受其害。同时，杰克逊霍尔会议上，鲍威尔表示“必须坚持加息，直至目标完成”。美欧基本面分化与紧缩预期共同作用下，美元的阶段性强势或难改变，或仍将将对人民币构成贬值压力。

**贸易顺差延续、央行工具充足、民间“外储”积累的背景下，中期贬值压力或相对可控。**1) 能源价差较大的环境下，我国出口竞争优势或将维持较长时间，贸易顺差对人民币汇率仍有支撑；2) 央行仍有逆周期因子等充足的工具来稳定预期。3) 随着央行干预的减少，企业、居民账上未结汇资金快速积累。2010年以来，我国累计未结汇资金规模已达5244亿美元，这或将构成贬值的“缓冲垫”。

### ■ 短期贬值的市场冲击或相对有限，海外收入高占比行业值得关注

**资金外流压力已经减弱，造成的市场冲击或相对有限。**一方面，2021年以来，我国金融机构的外汇存款余额已高于外汇贷款余额，居民企业部门资产负债情况改善，本地资金短期换汇偿债的压力有限；另一方面，2月以来，股市、债市外资累计外流4288亿元，投机型资金已大幅流出，配置型资金的外流或边际放缓。8月10日以来，人民币快速贬值背景下，北上资金仍逆势流入143亿元。

**部分海外业务收入占比较高行业的结构性机会值得市场关注。**一方面，人民币贬值，将进一步提高部分出口占比较高行业的价格竞争性优势；另一方面，出口业务的海外收入也有望受益于汇兑收益，人民币贬值或将进一步增厚出口导向型企业的利润。分行业看，2019-2021年间，电子、家电、基础化工、纺织服装、轻工制造、机械、电新等行业海外业务收入占比较高，有望从人民币贬值中受益。

**风险提示：**美联储货币政策紧缩不及预期；国内经济修复不及预期。

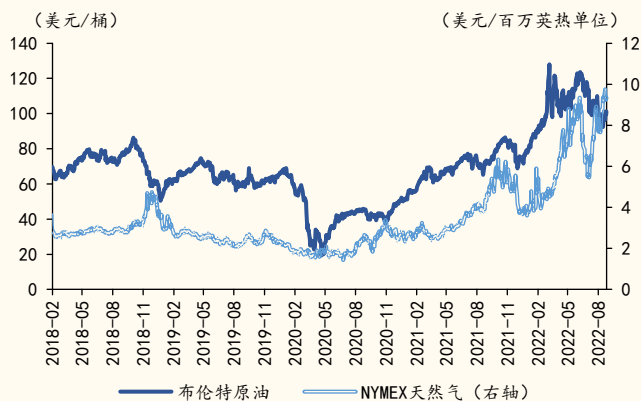
赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002  
zhaow@gjzq.com.cn

李欣越 联系人  
lixinyue@gjzq.com.cn

■ 强势美元压制是本轮贬值的主因，中美利差倒挂也有影响

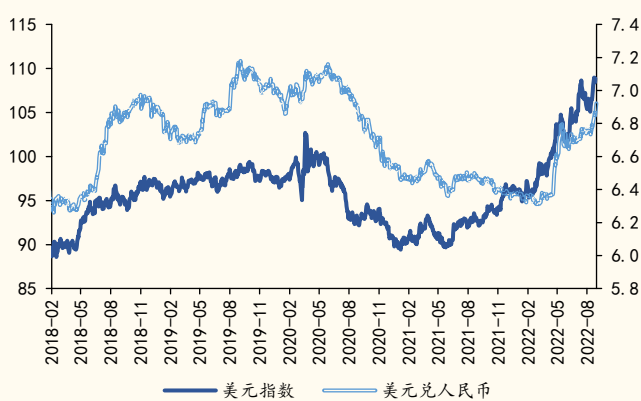
强势美元的外部压制是本轮人民币贬值的主要原因。近期，地缘风波再起、极端天气频发，能源供需矛盾推动天然气等能源价格快速上涨；例如，欧洲天然气、电价，即屡创新高。相较能源对外依赖度较低的美国，欧元区能源体系更为脆弱，受到的冲击也更为严重。这一背景下，美欧基本面的分化，叠加杰克逊霍尔会议后美联储紧缩预期的加强，美元快速走强，对人民币构成外部压力。

图表 1: 8 月，天然气、原油价格再度高企



来源: Wind, 国金证券研究所

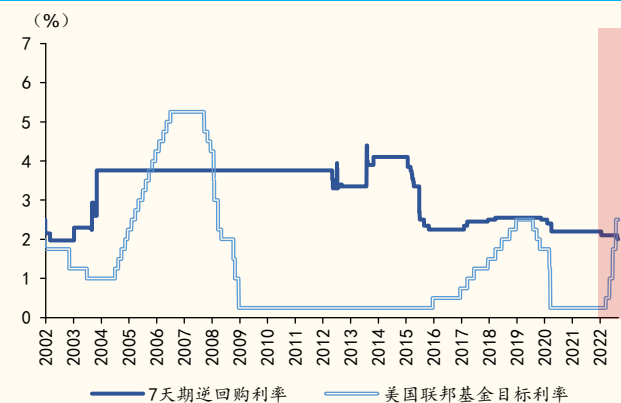
图表 2: 强势美元下，人民币贬值压力快速上升



来源: Wind, 国金证券研究所

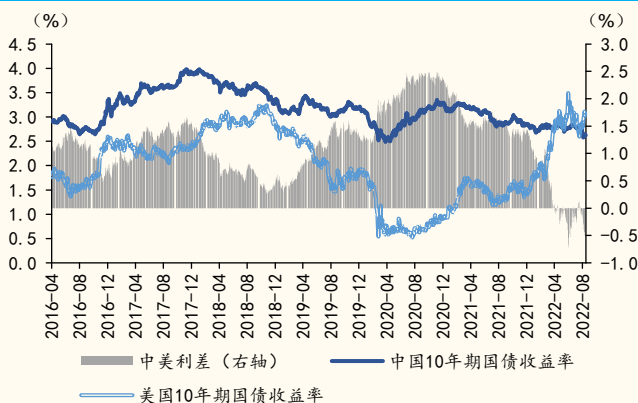
中美利差的深度倒挂，对近期人民币的贬值也有影响。7 月 28 日美联储加息后，美国联邦基金目标利率升至 2.5%，高于 7 天期逆回购利率 40bp；中美短端政策利率，出现自 2008 年以来的首度倒挂。而 8 月 15 日央行 10bp 的降息后，这一倒挂被进一步加深。政策利率的持续分化下，中美 10 年期国债收益率，自 8 月 5 日起再度倒挂，并快速走阔至 40bp，也对人民币汇率形成一定的压制。

图表 3: 中美短端政策利率自 2008 年以来首度倒挂



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 4: 近期，中美利差的倒挂快速加深

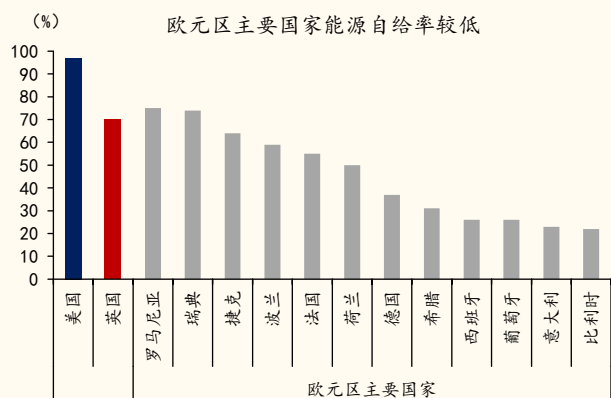


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 人民币汇率短期仍有压制，但压力相对可控

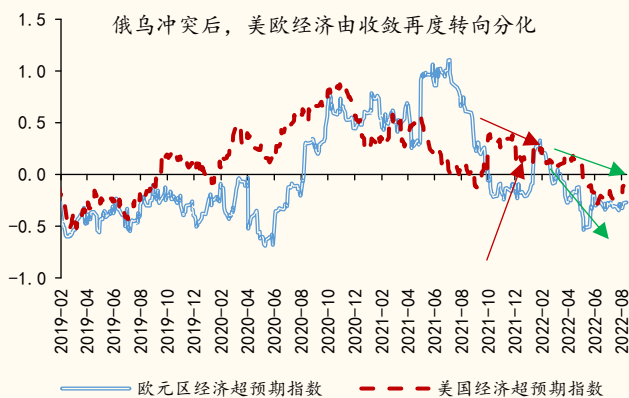
短期来看，美元的强势或将延续，对人民币汇率的压制仍在。能源的供给受限并非短期问题，价格共振上涨或将是常态。这不仅加剧了通胀风险，也打压生产景气、侵蚀利润，并冲击居民消费；欧洲更是深受其害。同时，杰克逊霍尔会议上，鲍威尔表示“必须坚持加息，直至目标完成”。美欧基本面分化与紧缩预期共同作用下，美元的阶段性强势或难改变，或仍将将对人民币构成贬值压力。

图表 5: 欧元区主要国家能源自给率相对较低



来源: Wind, 国金证券研究所

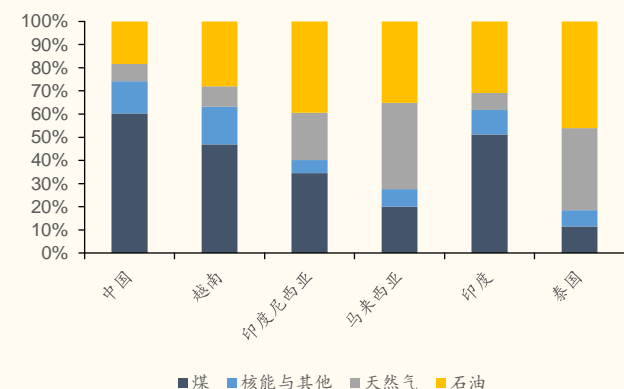
图表 6: 能源价格高企, 美欧经济将延续分化



来源: Wind, 国金证券研究所

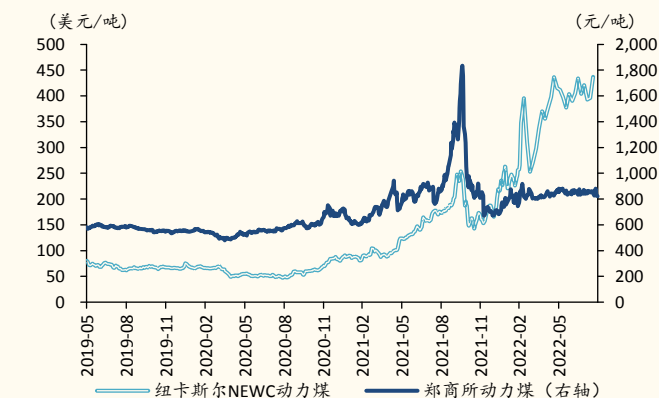
贸易顺差延续、民间“外储”积累、央行工具充足的背景下，中期贬值压力或相对可控。1) 能源价差较大的环境下，我国出口竞争优势或将维持较长时间，贸易顺差对人民币仍有支撑；2) 央行也仍有逆周期因子等充足的工具来稳定预期；3) 随着央行干预的减少，企业、居民账上未结汇资金快速积累。2010 年以来，我国累计未结汇资金规模达 5244 亿美元，这或将构成贬值的“缓冲垫”。

图表 7: 东南亚国家油气依赖度显著高于我国



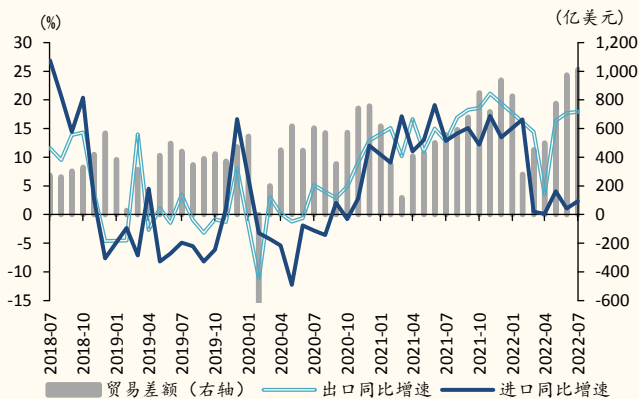
来源: EIA, 国金证券研究所

图表 8: 2022 年以来国内外动力煤价格显著分化



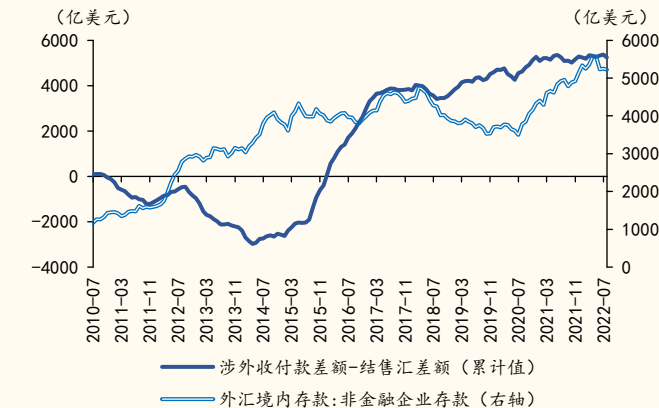
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 出口韧性犹在, 贸易顺差不断走阔



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 10: 企业、居民未结汇资金有望形成支撑

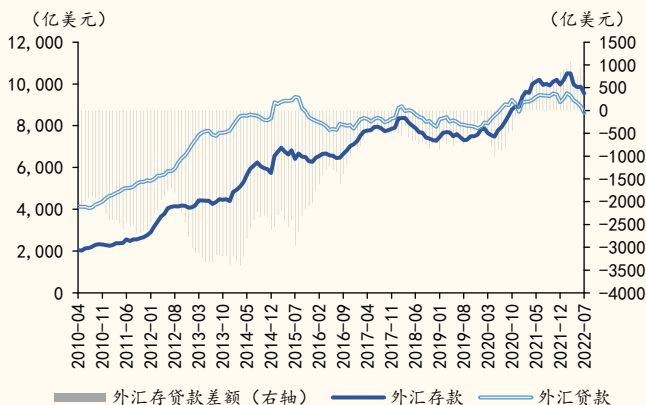


来源: Wind, 国金证券研究所

■ 短期贬值的市场冲击或相对有限，海外收入高占比行业值得关注

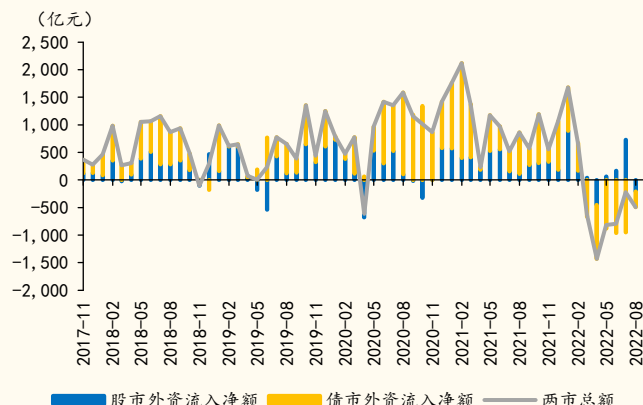
资金外流压力已经减弱，造成的市场冲击或相对有限。一方面，2021年以来，我国金融机构外汇存款余额已高于外汇贷款余额，居民企业资产负债情况改善，本地资金短期换汇偿债的压力有限；另一方面，2月以来，股市、债市外资累计外流4288亿元，投机型资金已大幅流出，配置型资金的外流或边际放缓。8月10日以来，在人民币快速贬值的背景下，北上资金仍逆势流入143亿元。

图表 11：本轮中外债偿还压力也相对较低



来源：Fed、国金证券研究所

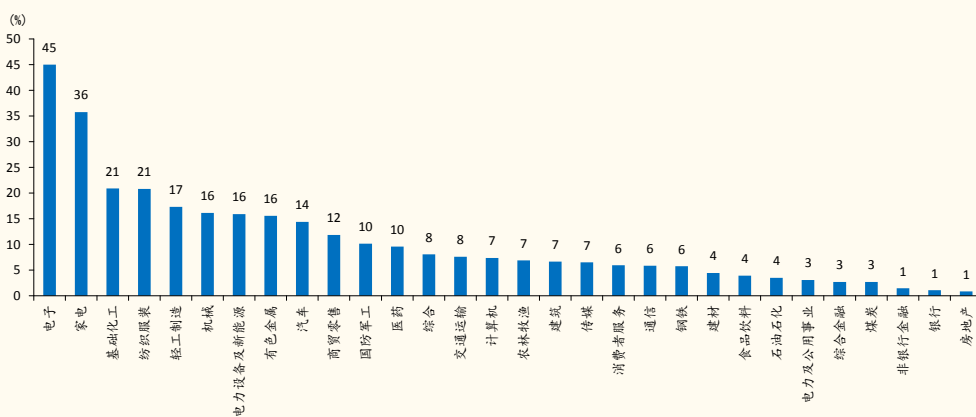
图表 12：近期，股债两市的外资流出已经边际放缓



来源：Fed、国金证券研究所

部分海外业务收入占比较高行业的结构性机会值得市场关注。一方面，人民币贬值，将进一步提高部分出口占比较高行业的价格竞争性优势；另一方面，出口业务的海外收入也有望受益于汇兑收益，人民币贬值或将进一步增厚出口导向型企业的利润。2019-2021年，电子、家电、基础化工、纺织服装、轻工制造、机械、电新、有色等行业海外业务收入占比较高，有望受益于人民币贬值。

图表 13：近3年，A股各行业平均海外业务收入占比



来源：Wind、国金证券研究所

重申观点：能源危机冲击、叠加美联储紧缩预期走强，美元仍将维持强势，短期人民币仍有贬值压力。但前期大幅流出后，资金外流压力已经减弱；贬值造成的市场冲击或相对有限。结构上，贬值对部分出口行业利润的增厚值得关注。

**风险提示:**

**1、美联储货币政策紧缩不及预期。**经济“硬着陆”风险的加剧、或美国通胀的超预期下滑，或将导致美联储货币政策收紧节奏快速放缓。

**2、国内经济修复不及预期。**国内疫情的反复、地产问题的持续发酵、极端天气的冲击等，或将对国内经济的修复造成冲击。

**特别声明:**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                            | 北京                        | 深圳                                    |
|-------------------------------|---------------------------|---------------------------------------|
| 电话：021-60753903               | 电话：010-66216979           | 电话：0755-83831378                      |
| 传真：021-61038200               | 传真：010-66216793           | 传真：0755-83830558                      |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn     | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn             |
| 邮编：201204                     | 邮编：100053                 | 邮编：518000                             |
| 地址：上海浦东新区芳甸路1088号<br>紫竹国际大厦7楼 | 地址：中国北京西城区长椿街3号4层         | 地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号<br>嘉里建设广场 T3-2402 |