



## 宏观研究

# 【粤开宏观】人民币汇率再次贬值：原因、影响及展望

2022年09月02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】财税中国系列山东篇：经济转型的“大象”，财政的特点与难点》  
2022-08-22

《【粤开宏观】房地产风险的化解之道》  
2022-08-24

《【粤开宏观】中美达成审计监管协议，中概股或将云开月明》  
2022-08-27

《【粤开宏观】鹰派的回归及影响：8月杰克逊霍尔央行年会点评》  
2022-08-29

《【粤开宏观】大宗商品由盛而衰：原因、趋势及影响》  
2022-09-02

## 摘要

8月15日以来，人民币汇率经历了年内第二轮急贬，从横盘了近3个月的6.7快速贬至8月29日的6.92，距离“破7”仅一步之遥，引发市场关注。

## 一、理性看待汇率变化：从全球看人民币仍是强势货币，对于汇率“破7”不宜“刻舟求剑”

汇率是两种货币之间的比价关系。人民币兑美元汇率走贬，仅代表人民币与美元之间的相对强弱，既可能是人民币走强、美元更强，也可能是美元走弱、人民币更弱，抑或是介于两种极端情形之间，当前更靠近第一种情形。

**当前人民币仍是强势货币。第一，从人民币兑美元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，当前这一比值为6.3%，显著低于区间下沿。第二，从相较于一篮子货币的人民币汇率指数来看，当前仍维持在100以上，大幅高于疫情前的91.4，也高于今年5月底的低点。第三，从人民币兑美元汇率的贬值幅度来看，要小于美元指数的升值幅度，也小于泰铢、欧元、韩元、日元的贬值幅度。**

**即使本轮人民币汇率“破7”，也不必过度担忧。一是美元指数点位不同，2019年9月和2020年5月人民币汇率逼近7.2时，美元指数分别在99和100左右，而当前美元指数在110左右，创近20年来新高。二是市场之所以这么关注“破7”，更多是因为心理上的整数关口，而非客观存在的风险阈值。在前两轮破7之后，人民币汇率不久又重新走强。**

## 二、昨日重现，人民币汇率为何再度走贬？

**第一，美元指数触及110，创近20年来新高。**一是美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示将“坚持加息，直至大功告成”，鹰派立场超乎市场预期，加息预期再度抬头，2年期美债收益率升破3.5%。二是欧洲遭遇极端干旱、高温天气，地缘政治冲突导致天然气、电力等能源紧张，经济衰退风险快速上升。

**第二，疫情反弹、高温天气、房地产风险等加大中国经济下行压力。**7月以来多地疫情出现反弹，对正常的生产生活秩序造成冲击；极端的高温干旱天气一方面直接冲击农业生产和室外露天施工，另一方面加剧电力供需缺口，部分地区被迫拉闸限电，影响经济正常运行；7月初因楼盘烂尾引发“断供风波”，房地产市场再度受到严重冲击，销售、投资持续下滑。

**第三，中美货币政策分化，利差持续收窄引发资本流出。**中美10年期国债利差从年初的113 BP快速降至9月1日的-65 BP，中美利差倒挂，境外机构

持续减持国内债券。

### 三、有利有弊，汇率贬值影响几何？

**市场对于汇率贬值的担忧主要有以下几方面：**一是贬值预期可能加剧资本外流，冲击国内资产价格，引发金融风险，极端情况下可能重演 1998 年东南亚金融风暴；二是汇率贬值导致原材料进口成本上升，加剧输入性通胀压力，挤压下游行业利润；三是加大外债的还本付息压力，可能诱发钢铁、航运、地产等美元高负债行业的风险；四是对国内货币政策形成制约，稳增长政策空间受限。

**但上述风险均总体可控：**第一，当前人民币汇率贬值主因美元指数快速走强，人民币仍是强势货币，并未形成强烈的贬值预期；第二，中国粮食、能源等的对外依存度要小于欧洲，且一直强调保供稳价，此外，全球衰退风险上升导致大宗商品价格回落，均在一定程度上削弱了输入性通胀压力；第三，中国总体外债规模不大，外汇储备较为充足，房地产等高风险行业也正受到纾困政策的救助；第四，宏观政策“以我为主”，国内经济企稳恢复将有助于人民币汇率重新走强。

**汇率贬值也有有利的一面：**在全球经济衰退风险上升的背景下，市场担心出口增速快速回落，汇率贬值将在一定程度上增强中国出口产品的竞争力，提振出口；对于电子、家电、纺织服装等出口收入占比较高的行业，汇率贬值能够增加汇兑收益，改善企业经营效益。

### 四、人民币汇率何去何从？“破 7”或是大概率，但长期无忧

**未来人民币汇率走势取决于三方面因素：**一是美元指数的强弱，二是国内经济恢复情况，三是维护汇率稳定的政策干预。

**短期内人民币汇率大概率“破 7”，**根据历史规律，美元指数 110 对应的人民币汇率下沿是 7.37，因此汇率“破 7”也只是向均衡汇率的回归，不必过度担忧。

**但人民币汇率不具备长期贬值的基础，**随着未来美元指数冲高回落、国内经济企稳恢复、政策工具的适当干预，人民币汇率将重新回到 7 以下，就像前两轮“破 7”一样。

**风险提示：**美元指数持续上升、国内经济恢复不及预期



## 目 录

一、理性看待汇率变化：从全球看人民币仍是强势货币，对于汇率“破 7”不宜“刻舟求剑”.....	4
二、昨日重现，人民币汇率为何再度走贬？ .....	6
三、有利有弊，汇率贬值影响几何？ .....	9
四、人民币汇率何去何从？“破 7”或是大概率，但长期无忧.....	10

## 图表目录

图表 1：美元兑人民币汇率与美元指数的比值低于历史区间下沿 .....	4
图表 2：人民币汇率指数仍处高位.....	4
图表 3：各主要货币兑美元汇率变化幅度.....	5
图表 4：今年以来人民币汇率经历了两轮急贬 .....	6
图表 5：美债收益率快速上行 .....	7
图表 6：欧元区饱受“滞胀”之苦 .....	7
图表 7：制造业 PMI 与当月新增确诊病例成反比.....	8
图表 8：7 月以来 30 城商品房销售面积大幅回落 .....	8
图表 9：中美利差倒挂增大汇率贬值压力.....	9
图表 10：2 月以来境外机构持续减持国内债券 .....	9
图表 11：全球制造业 PMI 新订单指数跌至荣枯线以下.....	10
图表 12：2019 和 2020 年人民币汇率曾短暂“破 7” .....	11



## 一、理性看待汇率变化：从全球看人民币仍是强势货币，对于汇率“破7”不宜“刻舟求剑”

**当前人民币仍是强势货币。**汇率是两种货币之间的比价关系。人民币兑美元汇率走低，仅代表人民币与美元之间的相对强弱，既可能是人民币走强、美元更强，也可能是美元走弱、人民币更弱，抑或是介于两种极端情形之间，当前更靠近第一种情形。

**第一，从人民币兑美元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，人民币走弱则靠近上沿，走强则靠近下沿。而当前这一比值为 6.3%，显著低于区间下沿，表明人民币汇率处于相对强势。**

图表1：美元兑人民币汇率与美元指数的比值低于历史区间下沿



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**第二，从相较于一篮子货币的人民币汇率指数来看，尽管较今年3月中旬和7月中旬的高点有所回落，但当前仍维持在 100 以上，大幅高于疫情前的 91.4，也高于今年5月底的低点。**

图表2：人民币汇率指数仍处高位

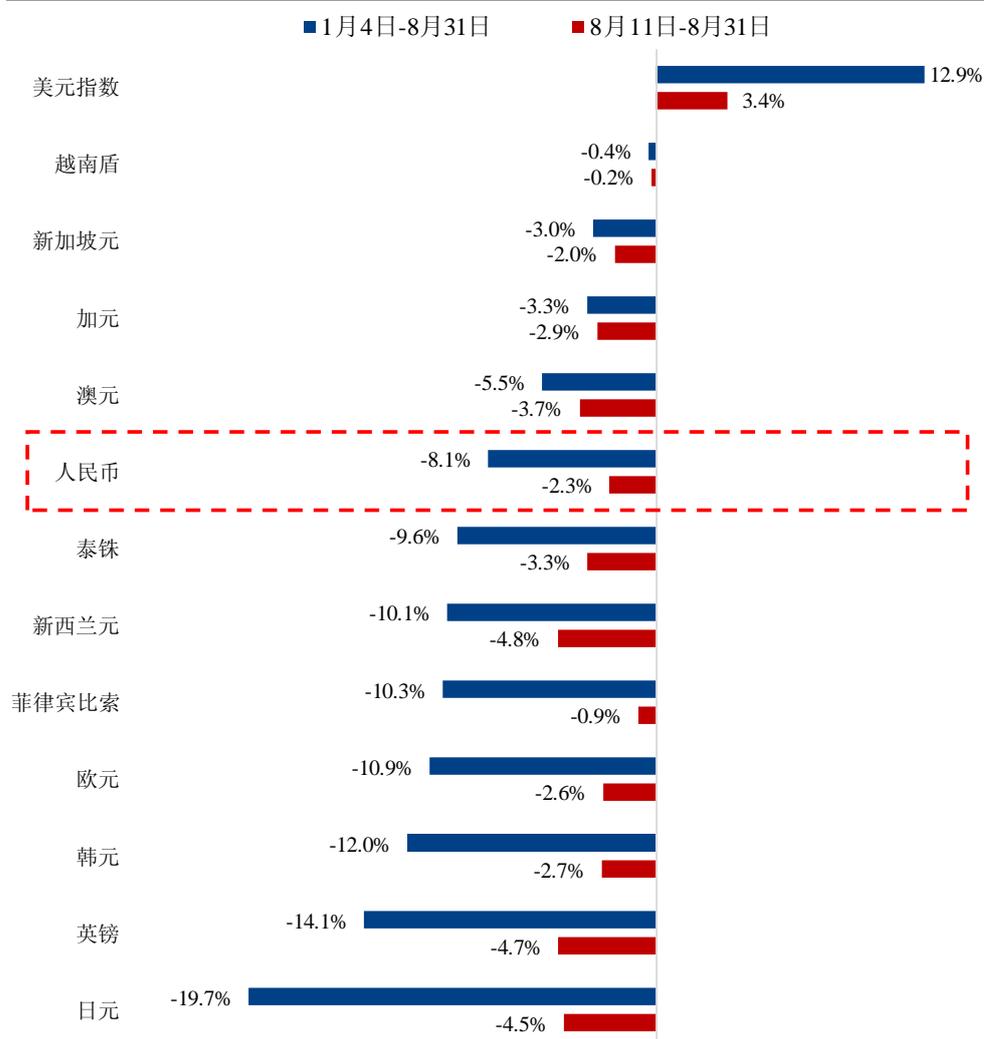


资料来源：Wind、粤开证券研究院



第三，从人民币兑美元汇率的贬值幅度来看，无论是年初以来，还是8月11日美元指数快速反弹以来，人民币汇率贬值幅度都要小于美元指数的升值幅度，也小于泰铢、欧元、韩元、日元的贬值幅度。

图表3：各主要货币兑美元汇率变化幅度



资料来源：Wind、粤开证券研究院

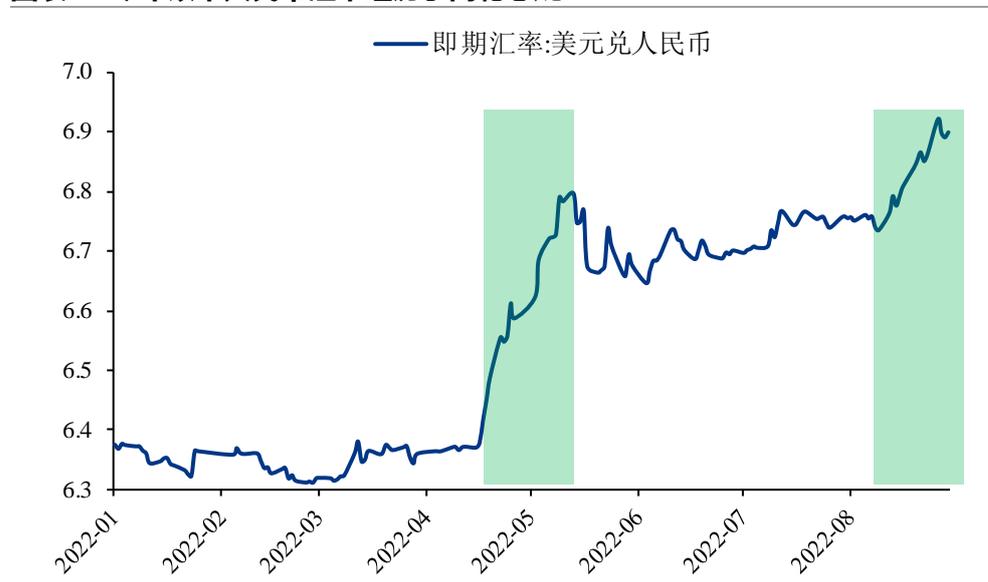
即使本轮人民币汇率“破7”，也不必过度担忧。一是美元指数点位不同，2019年9月和2020年5月人民币汇率逼近7.2时，美元指数分别在99和100左右，而当前美元指数在110左右，创近20年来新高。二是市场之所以这么关注“破7”，更多是因为心理上的整数关口，而非客观存在的风险阈值。在前两轮破7之后，人民币汇率不久又重新走强。



## 二、昨日重现，人民币汇率为何再度走贬？

今年以来人民币汇率经历了两轮急贬：一是4月18日至5月13日，从6.37快速贬至6.8；二是8月15日以来，从横盘了近3个月的6.7左右贬至8月29日的6.92，距离“破7”仅一步之遥。

图表4：今年以来人民币汇率经历了两轮急贬



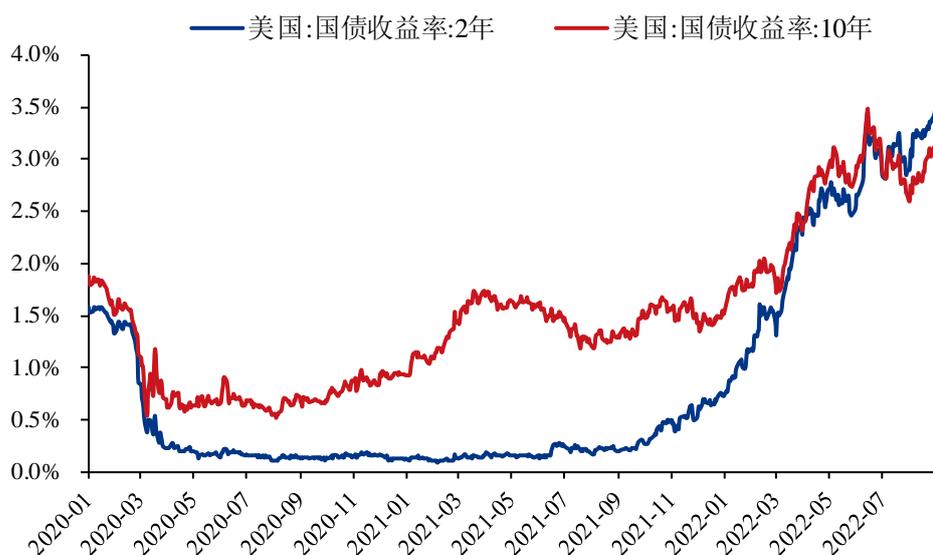
资料来源：Wind、粤开证券研究院

近期人民币汇率快速贬值的原因，与上一轮基本相同：一是美元指数快速走强，二是中国经济下行压力增大，三是中美利差持续收窄。

首先，美元指数触及110，创近20年来新高。一是美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上表示将“坚持加息，直至大功告成”，鹰派立场超乎市场预期，加息预期再度抬头，2年期美债收益率升破3.5%。二是欧洲遭遇极端干旱、高温天气，地缘政治冲突导致天然气、电力等能源紧张，经济衰退风险快速上升。8月欧元区CPI同比进一步攀升至9.1%，而制造业PMI已连续两个月低于荣枯线。欧元兑美元汇率跌破1.0，日元兑美元汇率跌破140，分别创近20年和24年以来新低。



图表5：美债收益率快速上行



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表6：欧元区饱受“滞胀”之苦

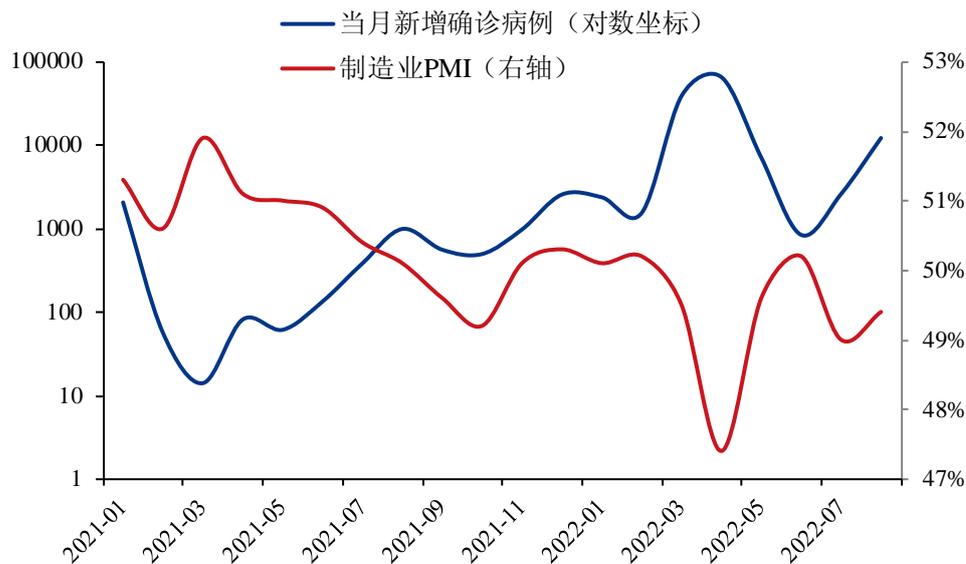


资料来源：Wind、粤开证券研究院

其次，疫情反弹、高温天气、房地产风险等加大中国经济下行压力。7月以来多地疫情出现反弹，对正常的生产生活秩序造成冲击；极端的高温干旱天气一方面直接冲击农业生产和室外露天施工，另一方面加剧电力供需缺口，部分地区被迫拉闸限电，影响经济正常运行；7月初因楼盘烂尾引发“断供风波”，房地产市场再度受到严重冲击，销售、投资持续下滑。制造业PMI连续两个月位于荣枯线以下，A股也经历了两个月的调整。



图表7：制造业 PMI 与当月新增确诊病例成反比



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表8：7月以来 30 城商品房销售面积大幅回落



资料来源：Wind、粤开证券研究院

**最后，中美货币政策分化，利差持续收窄引发资本流出。**今年美国经济的主要矛盾是“控通胀”，而中国则是“稳增长”，相应地，美联储快速加息缩表，而中国人民银行则降准降息，8月15日下调1年期MLF利率10BP。中美10年期国债利差从年初的113BP快速降至9月1日的-65BP，中美利差倒挂，境外机构持续减持国内债券。

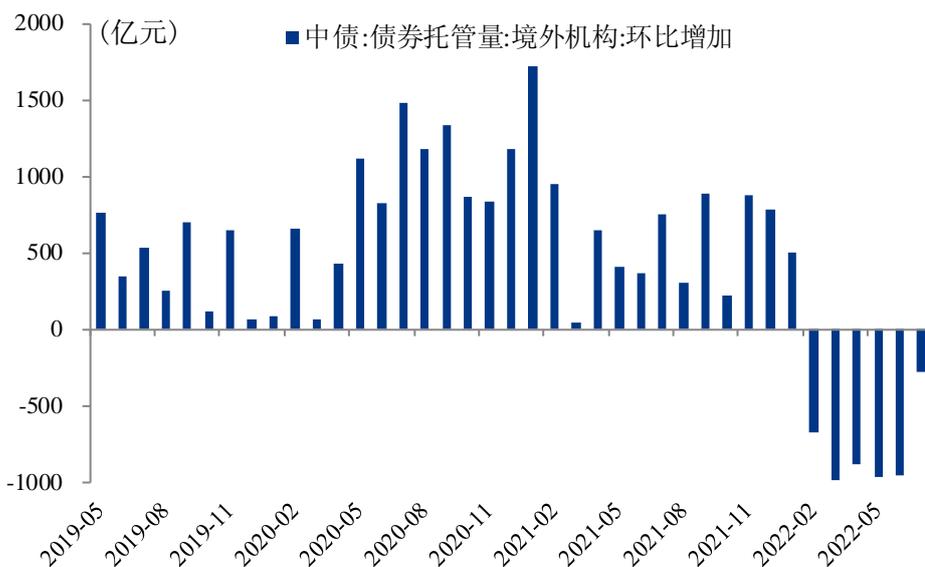


图表9：中美利差倒挂增大汇率贬值压力



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表10：2月以来境外机构持续减持国内债券



资料来源：Wind、粤开证券研究院

### 三、有利有弊，汇率贬值影响几何？

市场对于汇率贬值的担忧主要有以下几方面：一是贬值预期可能加剧资本外流，冲击国内资产价格，引发金融风险，极端情况下可能重演 1998 年东南亚金融风暴；二是汇率贬值导致原材料进口成本上升，加剧输入性通胀压力，挤压下游行业利润；三是加大外债的还本付息压力，可能诱发钢铁、航运、地产等美元高负债行业的风险；四是对国内货币政策形成制约，稳增长政策空间受限。

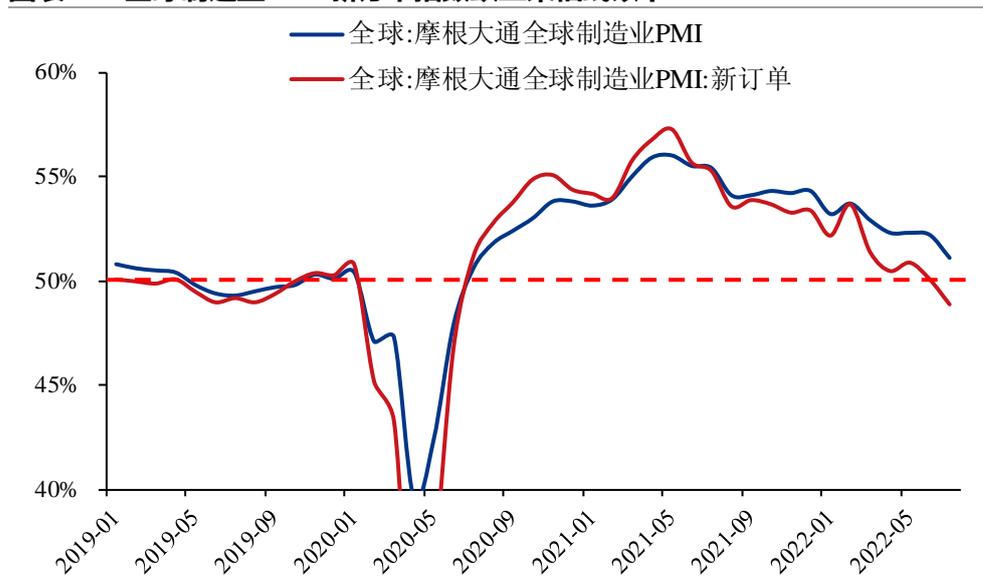
但上述风险均总体可控：第一，如前所述，当前人民币汇率贬值主因美元指数快速



走强，人民币仍是强势货币，并未形成强烈的贬值预期；第二，中国粮食、能源等的对外依存度要小于欧洲，且一直强调保供稳价，此外，全球衰退风险上升导致大宗商品价格回落，均在一定程度上削弱了输入性通胀压力；第三，中国总体外债规模不大，外汇储备较为充足，房地产等高风险行业也正受到纾困政策的救助；第四，宏观政策“以我为主”，国内经济企稳恢复将有助于人民币汇率重新走强。

**汇率贬值也有有利的一面：**在全球经济衰退风险上升的背景下，市场担心出口增速快速回落，汇率贬值将在一定程度上增强中国出口产品的竞争力，提振出口；对于电子、家电、纺织服装等出口收入占比较高的行业，汇率贬值能够增加汇兑收益，改善企业经营效益。

图表11：全球制造业 PMI 新订单指数跌至荣枯线以下



资料来源：Wind、粤开证券研究院

## 四、人民币汇率何去何从？“破 7” 或是大概率，但长期无忧

未来人民币汇率走势取决于三方面因素。

**首先是美元指数的强弱。**若美联储持续加息，欧洲经济衰退风险加剧，地缘政治冲突升级，新兴市场经济体出现危机，全球避险情绪上升，导致美元指数进一步上升，将对非美货币包括人民币形成贬值压力。若美国经济陷入衰退、通胀压力缓解，欧洲经济下行风险减弱，则美元指数或将见顶回落，人民币汇率也将重新稳定。

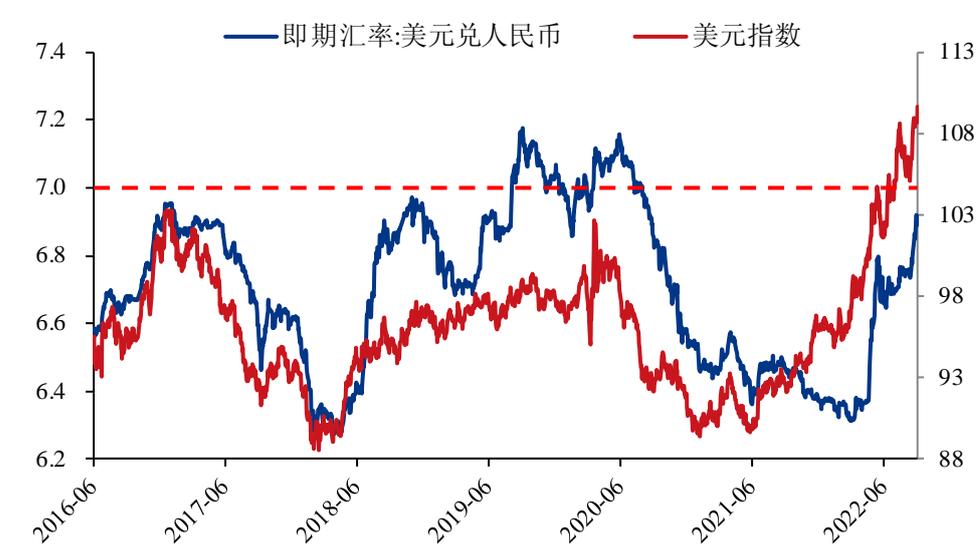
**其次是国内经济恢复情况。**若疫情反弹和房地产风险等不能有效控制，经济下行压力进一步增大，人民币汇率将继续走贬；若稳增长政策持续发力，经济企稳恢复，汇率也将走强。

**最后是维护汇率稳定的政策干预。**央行有充足的政策工具以防止汇率过快贬值：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。



短期内人民币汇率大概率“破7”，根据历史规律，美元指数110对应的人民币汇率下沿是7.37，因此汇率“破7”也只是向均衡汇率的回归，不必过度担忧。但人民币汇率不具备长期贬值的基础，随着未来美元指数冲高回落、国内经济企稳恢复、政策工具的适当干预，人民币汇率将重新回到7以下，就像前两轮“破7”一样。

图表12：2019和2020年人民币汇率曾短暂“破7”



资料来源：Wind、粤开证券研究院



## 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](http://www.ykzq.com)