



报告日期：2022年9月19日

## 央行大概率重启逆周期因子，人民币汇率反转时点有可能在2023年春季

——人民币汇率破“7”点评

宏观研究员：郑后成  
执业编号：S0990521090001  
电话：0755-83008511  
E-mail：houchengzheng@163.com

### 报告概要：

➤ 9月15日离岸人民币汇率破“7”；9月16日在岸人民币汇率盘中破“7”。我们点评如下：

### 风险因素

- 1.美联储加息力度低于预期；
- 2.欧元区宏观经济走势强于预期。

### 相关报告

- 1.英大宏观评论（20220907）工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业PMI跃至荣枯线之上概率较低
- 2.英大宏观评论（20220830）美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在2023年下半年
- 3.英大宏观评论（20220822）不排除2022年下半年降准的可能，2023年不具备扩大房地产税改革试点城市的条件
- 4.英大宏观评论（20220812）8-12月制造业PMI或面临一定压力，“稳就业”背景下“扩内需”力度还将维持在较高水平
- 5.英大宏观评论（20220801）7月出口金额还将维持较高增速，下半年农产品进口增速大概率处于较低水平
- 6.英大宏观评论（20220721）7-12月消费增速大概率较1-6月上移，但基建投资增速快速拉升的概率较低
- 7.英大宏观评论（20220715）7月PPI当月同比下行幅度大概率大于0.30个百分点，下半年货币政策还将维持“稳中偏松”主基调
- 8.英大宏观评论（20220711）“稳就业”是当下宏观政策首要目标，7月摩根大通全球制造业PMI新订单大概率滑至荣枯线之下
- 9.英大宏观评论（20220627）6月城镇调查失业率大概率继续下行，尚不能得出房地产投资增速已经止跌企稳的结论
- 10.英大宏观评论（20220620）6月出口金额当月同比难以大幅下行，不排除2023年我国出口增速录得负值的可能
- 11.英大宏观评论（20220616）6-10月“猪油共振”概率较低，6-12月核心CPI当月同比大概率不具备大幅上行的基础

### 年度展望报告

- 1.英大证券2022年度宏观经济与大类资产配置：5.5%引领投资与金融，油铜冲高，金猪蓄势，债强股不弱（20220119）
- 2.英大证券2021年度宏观经济与大类资产配置：经济“上”，货币“稳”，有色、原油、A股“优”（20210111）

- 一、“7”依旧是人民币汇率的关键点位，尽管关键程度较此前有所下降；
- 二、央行大概率重启逆周期因子，预计人民币汇率贬值幅度有限；
- 三、人民币汇率反转的时点有可能在2023年春季；
- 四、人民币汇率与A股、10年期国债到期收益率，以及大宗商品价格存在负相关关系。

## 目录

一、“7”依旧是人民币汇率的关键点位，尽管关键程度较此前有所下降 .....	3
二、央行大概率重启逆周期因子，预计人民币汇率贬值幅度有限 .....	5
三、人民币汇率反转的时点有可能在 2023 年春季 .....	6
四、人民币汇率与 A 股、10 年期国债到期收益率，以及大宗商品价格存在负相关关系 .....	8

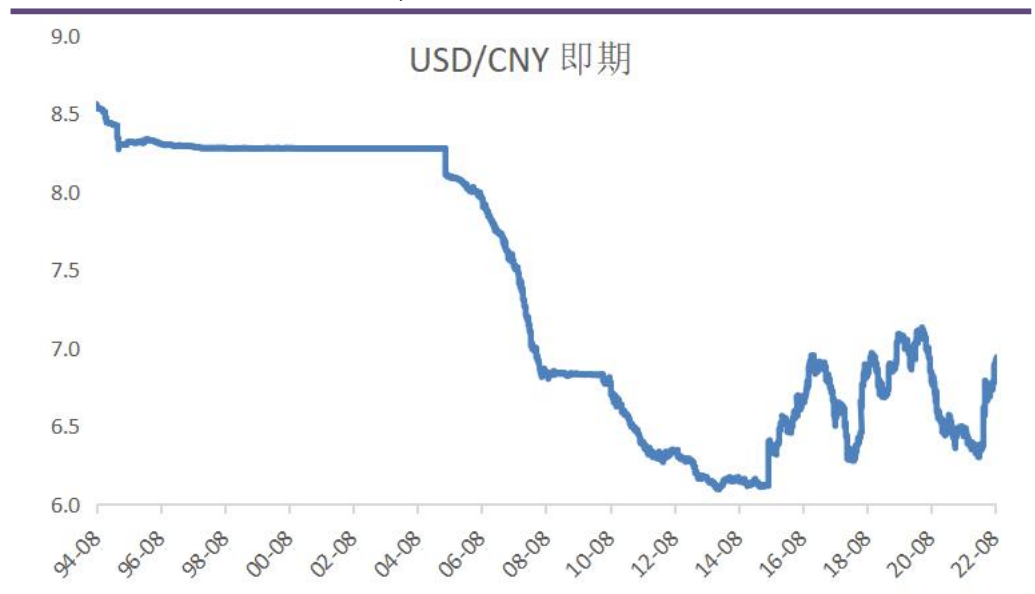
事件：9月15日离岸人民币汇率破“7”；9月16日在岸人民币汇率盘中破“7”。

点评：

### 一、“7”依旧是人民币汇率的关键点位，尽管关键程度较此前有所下降

8月15日起，人民币汇率快速贬值，在短短18个交易日之内，从6.7425贬值至9月7日的6.9650，逼近“7”这一历史关键点位。受欧洲央行超预期加息75个基点利空美元指数的影响，人民币汇率在9月8日-13日短暂回调。9月14日-15日人民币汇率再度大幅贬值并逼近“7”，主因8月美国CPI当月同比录得8.30%，高于预期0.20个百分点，引发美联储再次加息75个基点乃至100个基点的预期。在此背景下，9月15日离岸人民币汇率破“7”，9月16日在岸人民币汇率盘中破“7”。

图1：2015年“811”汇改以来，人民币汇率在两个时段内七度破“7”



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

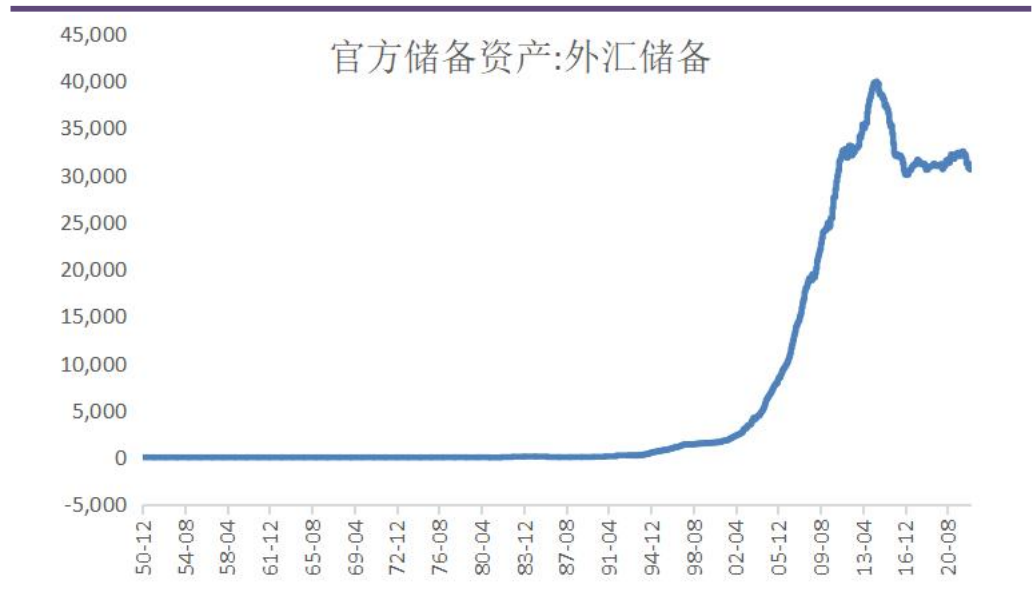
回首2015年“811”汇改以来，除了当前的这一次“7”以外，人民币汇率在两个时段内七度破“7”。**第一个时段**是2019年8月8日至2019年12月25日，期间人民币汇率在破“7”之后两度短暂跌至“7”之下，时点分别为2019年11月8日以及2019年12月16日，又快速跃至“7”之上，时点分别为2019年11月13日以及2019年12月19日。期间人民币汇率有88个交易日位于“7”之上。这一时段人民币汇率破“7”的主要原因是中美贸易摩擦进入白热化阶段。我们将这一时段人民币汇率破“7”统称为第一次破“7”。**第二个时段**是2020年2月19日至2020年7月27日，期间人民币汇率在破“7”之后三度短暂跌至“7”之下，时点分别为2020年3月2日、2020年7月10日、2020年7月20日，又快速跃至“7”之上，时点分别为2020年3月13日、2020年7月17日、2020年7月27日。期间人民币汇率有89个交易日位于“7”之上。这一时段人民币汇率破“7”的主要原因是新冠肺炎疫情冲击美国经济，美股暴跌导致美元荒，推升美元指数，进而带动人民币汇率破“7”。我们将这一时段人民币汇率破“7”统称为第二次破“7”。客观而言，市场对第二次破“7”的关注远低于第一次破“7”，原因有三点：一是在此前曾经破“7”的背

景下，不论是央行还是市场，均积累了一定的经验与阅历；二是第一次破“7”时，中美贸易摩擦走势不确定性较强，市场认为我国出口将面临较大冲击；三是第二次破“7”时，史无前例的新冠肺炎疫情在一定程度上转移市场注意力。

在人民币汇率两度破“7”的背景下，人民币汇率第三次破“7”对市场信心的冲击预计较小，毕竟此前经历过两次破“7”。即便如此，我们认为人民币汇率破“7”这一现象还是市场关注的焦点，究其原因有两点：一是人民币汇率是资产配置在国内还是国外的首要考虑因素；二是人民币汇率破“7”对我国资本市场以及大类资产价格走势有一定影响。

“7”在过去是人民币汇率的关键点位。2015-2016年，外汇市场供求出现失衡。为缓解人民币汇率贬值压力，我国外汇储备于2017年1月一度跌破3万亿美元。在此期间，爆发了“保汇率还是保外储”之争。在此之后的2017年5月26日，央行正式推出“逆周期因子”，目的是打破人民币汇率的单向顺周期性为，纠正自我预期强化背景下的人民币汇率“易贬难升”特征。

图 2：为缓解汇率贬值压力，2017 年 1 月外汇储备一度跌破 3 万亿美元（亿美元）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

“7”在现在还是人民币汇率的关键点位。**第一**，我国实行“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，以“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。2015年“811”汇改以来的1729个交易日中，有177个交易日人民币汇率位于“7”之上，占比为10.23%。可见人民币汇率破“7”属于非常态，已经脱离了“合理均衡水平上的基本稳定”的范畴。**第二**，9月5日央行副行长刘国强在国务院例行吹风会上指出，“合理均衡、基本稳定是我们喜闻乐见的，我们也有实力支撑，我觉得不会出事，也不允许出事”。在人民币汇率逼近“7”的背景下，刘国强副行长在国务院例行吹风会提出这一观点，表明“7”是人民币汇率的关键点位。**第三**，央行宣布自2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。这一举措的直接目的是释放美元，缓和外汇市场的供求关系，助推人民币汇率。

由于所释放的美元规模较小，此举并不能有效提振人民币汇率。实际上，此举的信号意义大于实际意义，其根本目的是提示市场：**一是**关注到了人民币汇率目前逼近“7”；**二是**通过下调外汇存款准备金率告诉市场，在采取行动，**三是**如果人民币汇率破“7”，后期还可能采取进一步行动。

## 二、央行大概率重启逆周期因子，预计人民币汇率贬值幅度有限

9月8日-13日人民币汇率短暂回调。我们认为，在9月8日欧洲央行加息75个基点的背景下，9月7日-12日美元指数阶段性回调，也就是说，9月8日-13日人民币汇率短暂回调主要受美元指数回调的影响，并没有有效证据表明人民币汇率短暂回调是央行重启“逆周期因子”的结果。我们认为，一旦人民币汇率破“7”，则央行大概率重启“逆周期因子”。**一是**9月15日离岸人民币汇率破“7”，以及9月16日在岸人民币汇率盘中破“7”，以上事实证明，仅仅依靠下调外汇存款准备金率，无法有效抑制人民币汇率快速贬值。**二是**一旦破“7”，则人民币汇贬值预期将自我强化。此外，从交易的角度看，整数关口通常是重要的阻力位，一旦阻力位被突破，则人民币汇率大概率还将贬值。**三是**9月5日刘国强副行长在国务院例行吹风会上的讲话观点十分鲜明：“我们也有实力支撑，我觉得不会出事，也不允许出事”。这就意味着，除了外汇存款准备金率之外，包括逆周期因子在内的其他政策工具大概率被推出以有效调控人民币汇率。

我们认为，如不启动逆周期因子等工具，短期之内人民币汇率大概率继续贬值。**第一**，从宏观经济看，中美经济周期存在错位现象：目前我国宏观经济处于主动去库存阶段，而美国宏观经济则处于被动补库存阶段，也就是说，当前美国宏观经济阶段性、暂时性强于我国。

图3：目前我国宏观经济处于主动去库存阶段，美国宏观经济处于被动补库存阶段(%)

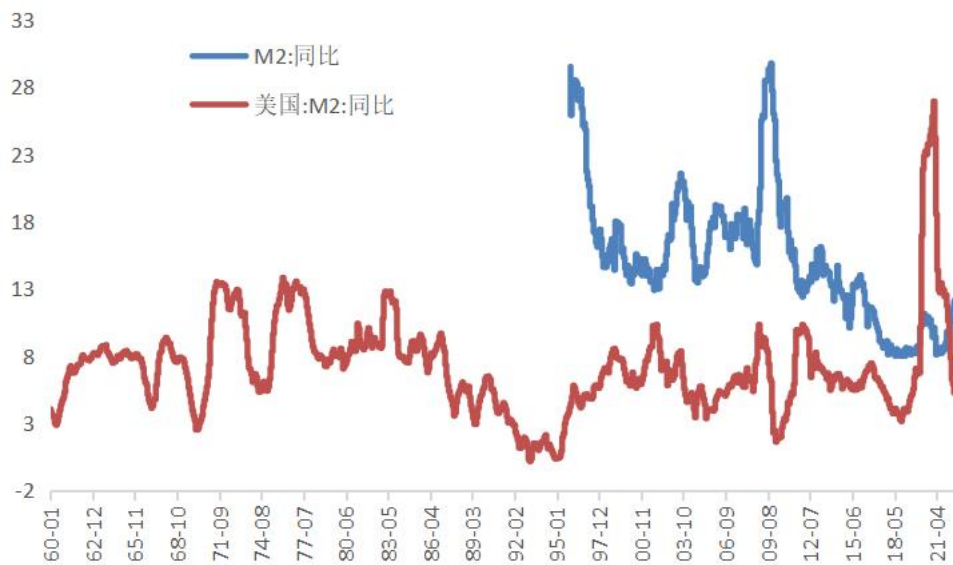


数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**第二**，从货币政策看：**主基调方面**，我国货币政政策主基调是“稳中偏松”，而美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的提法则是“当前联邦公开市场委员会（FOMC）的重中

之重是将通胀降低至 2% 的目标”，也就是说将坚持加息；**数量型工具方面**，2022 年 3 月我国 M2 同比录得 9.70%，反超美国的 9.57%，此后二者的“剪刀差”不断走阔，从 3 月的 0.13 个百分点走阔至 7 月的 6.75 个百分点；**价格型工具方面**，2022 年我国分别在 1 月与 8 月两次降息，反观美国，今年以来连续大幅累计加息 225 个基点。

图 4：我国 M2 同比与美国 M2 同比的“剪刀差”不断走阔（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**第三，美元指数当前表现较为强势，预计还将继续维持在高位。**这一判断的依据来自以下五个方面。**美欧宏观经济方面**，当前欧元区不论是制造业 PMI 还是服务业 PMI 均跌至荣枯线之下，而美国 ISM 制造业 PMI 均位于荣枯线之上，表明美国宏观经济强于欧元区。**美欧货币政策方面**，虽然欧洲央行两次分别加息 50 个、75 个基点，但是美国货币政策主基调也很强硬，在 8 月通胀数据超预期的背景下，预计 9 月再次加息 75 个基点。如果这一情况出现，则在历史上史无前例连续 3 次加息 75 个基点。**资金流动方面**，在动荡的“俄乌局势”下，国际资本大概率从欧元区流出，部分流向美国，利多美元指数。**国际局势方面**，当前俄乌冲突还在持续，此外，制裁与反制裁对欧元区宏观经济形成利空，叠加通胀高企削弱欧元区的总需求，反观美国，由于自身是产油国，生产并高价销售原油给欧元区，有利于降低贸易逆差，进而边际提振美元指数。**风险因素方面**，在全球局势动荡的背景下，叠加全球经济衰退，作为避险货币的美元面临利多。基于以上三方面的分析，我们认为如不采取有“实力支撑”的举措，短期内人民币汇率大概率继续贬值。

**值得指出的是**，在下调外汇存款准备金率，以及启动逆周期因子等工具的背景下，预计人民币汇率贬值幅度有限。

### 三、人民币汇率反转的时点有可能在 2023 年春季

第一次人民币汇率破“7”持续了 94 天，而第二次持续了 108 天。简单参照这两次经验，则人民币汇率第三次破“7”持续时长大概率是 100 天左右，也就是到 12 月 27 日左右。我们认为，人民币汇率彻底反转的时点大概率在 2023 年 3 月左右，或者在 2023 年春季。

我们做出这一判断的依据有以下三点。**第一**，从宏观经济基本面看，在《英大证券宏观评论：工业企业处于主动去库存阶段，短期之内制造业 PMI 跃至荣枯线之上概率较低（20220907）》中，我们提出“（当前）工业企业处于主动去库存阶段，大致在 2023 年 3 月左右进入被动去库存阶段”，也就是宏观经济的复苏阶段。反观美国，8 月美国 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 分别录得 52.80、51.50，二者均位于荣枯线之上。我们认为，按照目前的趋势以及美联储的加息力度，预计在 11 月左右美国 Markit 制造业 PMI 大概率跌破荣枯线，届时美国制造业大概率进入收缩状态。随着美联储加息的持续推进，美国 ISM 制造业 PMI 与 Markit 制造业 PMI 在 2023 年 1 季度大概率在荣枯线下持续下探。综上，2023 年 3 月起我国宏观经济有可能强于美国。

图 5：2023 年 1 季度美国 ISM 与 Markit 制造业 PMI 大概率在荣枯线下持续下探（%）



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

**第二**，从货币政策看，在《英大证券宏观评论：美联储“合意”加息路径可能面临“三重冲击”，降息时点大概率落在 2023 年下半年（20220830）》中，我们从美国制造业 PMI、美国的库存周期、美国长短端利差、美国 CPI 当月同比等四个维度出发，认为美联储降息时点大概率位于 2023 年 4-11 月，结合鲍威尔在杰克逊霍尔年会上所提出的“恢复物价稳定可能需要在一段时间内保持限制性的政策立场”，“历史记录对过早放松政策提出了强烈警告”，我们认为“（美联储）降息时点大概率落在 2023 年下半年”，其中，3 季度的概率大于 4 季度。反观我国货币政策，在 2023 年 3 月我国宏观经济进入被动补库存阶段的情况下，叠加美联储降息，预计届时我国央行降息的必要性下降。也就是说，货币政策层面发生了有利于我国的根本性变化，利多人民币汇率。**第三**，从美元指数的角度看，主要有两条线索。**首先**，随着全球主要经济体加息进程的推进，全球宏观经济总需求承压，对国际油价形成利空。预计 2023 年上半年国际油价大概率呈下行趋势。这一趋势利多受困于能源价格高涨的欧元区，但是对作为原油出口国的美国形成边际利空。**其次**，“俄乌冲突”出现了有利于乌克兰的苗头：**一是**当前乌克兰把战线推进至俄乌边境；**二是**9 月 16 日俄罗斯总统普京称，“俄罗斯将尽一切努力尽快结束在乌克兰的冲突”。二者意味着欧元区宏



观环境有望得到边际改善，欧元区宏观经济有可能得到边际提振。值得指出的是，美联储通过加息打压通胀的同时，也对国际油价形成利空。这意味着此前受益于高油价的俄罗斯可能面临财政收入增速下行的局面。这一情况也促使俄罗斯寻求尽快结束“俄乌冲突”，进而对欧元区形成边际利多。

#### 四、人民币汇率与 A 股、10 年期国债到期收益率，以及大宗商品价格存在负相关关系

从宏观逻辑上看，海外资本进入一国的目的有三个：一是赚取更高的投资收益率，该投资收益率的高低主要参照该国 GDP 增速高低；二是赚取更大的利差；三是赚取更大的外汇收益。反过来说，一旦一国的投资收益率下降，利差收窄乃至转负，以及外汇收益收窄乃至转负，则资本可能流出该国。值得指出的是，通常情况下更高的投资收益率，更大的利差以及更大的汇差，三者的走势是一致的，亦即：更高的 GDP 增速，意味着宏观经济向好，该国央行倾向于加息，与其他国家的利差倾向于走阔；鉴于宏观经济基本面是汇率的根本决定因素，因此该国汇率倾向于升值。在以上三因素“共振向上”的背景下，资本有较强的动力进入该国，而一旦三因素“共振向下”，则资本有较强的动力流出该国。从以上分析可以看出，宏观经济基本面，或者说宏观经济增速，是资本进入一国的根本原因。

人民币汇率贬值对我国资本市场的影响体现在三个方面。从直接原因看，人民币汇率贬值，意味着资本外流，将降低资本市场上的流动性。在“水位”下降的背景下，大类资产的价格大概率下行。从根本原因看，人民币汇率贬值，可用于投资以及消费的资金减少，宏观经济增长动能下降，GDP 增速面临冲击，而 GDP 增速是决定大类资产价格的根本因素。从预期的角度看，人民币汇率贬值，可能引发“羊群效应”，使得贬值预期自我强化。在这种情况下，资本市场的风险偏好大概率下降，对资本市场形成利空。

根据以上分析，我们推断人民币汇率贬值总体利空资本市场。第一，人民币汇率贬值利多利率债，其宏观逻辑是，虽然资本外流降低市场水位利空利率债，但是宏观经济承压，以及避险需求上升均利多利率债。第二，人民币汇率贬值对黄金而言是“多空交织”。“多”的因素包括宏观经济承压，以及避险需求上升，“空”的因素包括市场流动性下降。值得指出的有两点：一是全球经济增速对黄金价格的影响，远大于我国经济增速对黄金价格的影响；二是考虑到人民币汇率快速贬值经常伴随美元指数快速上行，而美元指数上行将对黄金价格形成压力。第三，人民币汇率贬值总体利空 A 股，以及原油、有色、黑色等大宗商品价格。以下我们从实证的角度验证以上判断。2015 年“811”汇改以来，人民币汇率走出了两轮周期，目前正处于第三轮周期的上行期。我们具体看：

**第一轮周期**起始于 2015 年 8 月 11 日的 6.2298，终止于 2018 年 4 月 2 日的 6.2764，周期时长为 31 个月。其中，周期顶部为 2017 年 1 月 4 日的 6.9526。也就是说，第一轮周期的上行期为 2015 年 8 月 11 日至 2017 年 1 月 4 日，时长为 18 个月，而下行期为 2017 年 1 月 4 日至 2018 年 4 月 2 日，时长为 13 个月。

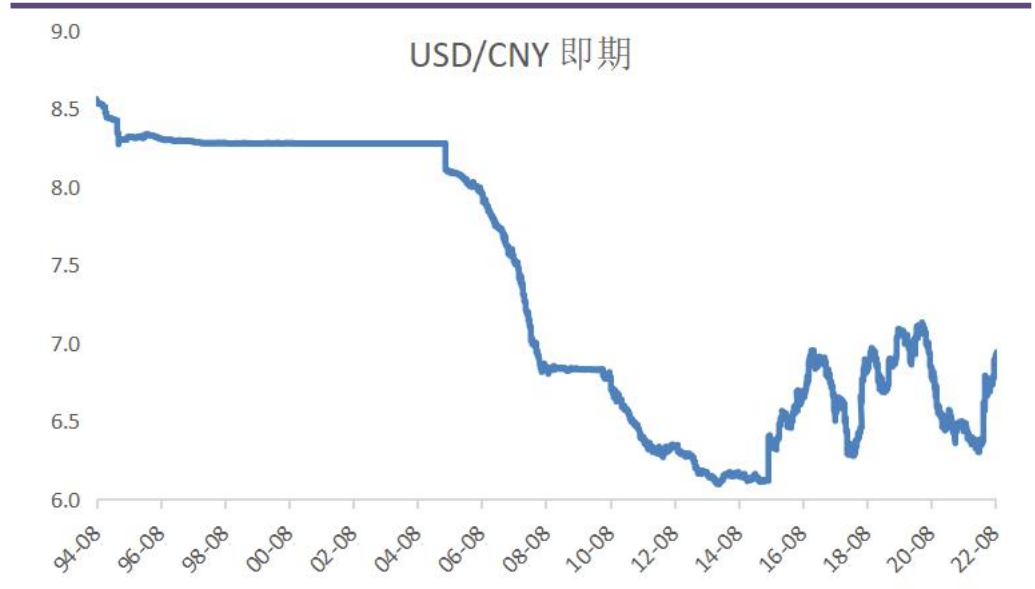
**第二轮周期**起始于 2018 年 4 月 2 日的 6.2764，终止于 2022 年 3 月 1 日的 6.3014，周期时长为 48 个月。其中，周期顶部为 2020 年 5 月 29 日的 7.1316。也就是说，第二轮周期



的上行期为 2018 年 4 月 2 日至 2020 年 5 月 29 日，时长为 26 个月，而下行期为 2020 年 5 月 29 日至 2022 年 3 月 1 日，时长为 23 个月。

**第三轮周期**起始于 2022 年 3 月 1 日的 6.3014，目前正处于上行的过程中，截止至 9 月 16 日，人民币汇率录得 6.9305。

图 6：人民币汇率走出了两轮周期，目前人民币汇率正处于第三轮周期的上行期



数据来源：WIND 英大证券研究所整理

总体而言，在第一轮、第二轮以及第三轮周期的上行期，A 股、10 年期国债到期收益率、国际油价、国际铜价均下行，此外，螺纹钢价格在第二轮以及第三轮周期的上行期下行，但是在第一轮上行期上行，主因 2015 年 11 月 10 日中央提出供给侧结构性改革，提振螺纹钢价格。在第一轮、第二轮周期的下行期，A 股、10 年期国债到期收益率、国际油价、国际铜价、螺纹钢价格均上行。如我们以上提到的原因，国际金价的情况相对特殊，与人民币汇率走势的相关度不如其他大类资产价格走势。

---

### 风险提示及免责条款

股市有风险，投资需谨慎。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见、观点或结论是否符合其特定状况。据此投资，责任自负。

本报告中所依据的信息、资料及数据均来源于公开可获得渠道，英大证券研究所力求其准确可靠，但对其准确性及完整性不做任何保证。客户应保持谨慎的态度在核实后使用，并独立作出投资决策。

本报告为英大证券有限责任公司所有。未经本公司授权或同意，任何机构、个人不得以任何形式将本报告全部或部分刊载、转载、转发，或向其他人分发。如因此产生问题，由转发者承担相应责任。本公司保留相关责任追究的权利。

请客户注意甄别、慎重使用媒体上刊载的本公司的证券研究报告，在充分咨询本公司有关证券分析师、投资顾问或其他服务人员意见后，正确使用公司的研究报告。

根据中国证监会下发的《关于核准英大证券有限责任公司资产管理和证券投资咨询业务资格的批复》（证监许可[2009]1189号），英大证券有限责任公司具有证券投资咨询业务资格。

---