

8月中旬以来，人民币汇率持续贬值，9月中旬离岸和在岸人民币先后跌破7这一重要关口，人民币汇率波动加大，引发市场对汇率贬值的担忧。

➤ 当前汇率贬值幅度和节奏比今年4月份缓和

8月以来，人民币在持续贬值，但客观来看，人民币贬值压力不如今年4月：

第一，8月人民币贬值幅度约为4月的一半；

第二，8月人民币汇率的波动率弱于4月，期权隐含波动率并未飙升。

➤ 逆周期调节因子或已重启，此番人民币汇率贬值对金融市场影响有限

中间价持续偏强，逆周期调节因子或重启。人民币中间价连续21个交易日强于Bloomberg调查的市场一致预期值，二者偏离程度也创2018年以来的新高。

北上资金并未大幅流出，人民币贬值对金融市场尤其股票市场冲击较为缓和。尽管当前人民币贬值，但北上资金并没有出现类似于上半年的持续大幅流出的情况，整个股票市场对汇率贬值反应较为平淡。

➤ 能源短缺和联储偏鹰导致美元偏强，这是8月人民币贬值的主因

和今年4月不同，4月人民币走贬主要是国内因素；近期人民币贬值主因海外紧缩预期调整所致。

首先排除国内降息对近期人民币汇率的解释力。8月15日MLF、OMO利率调降当天，美元兑在岸人民币收盘价相比上一个交易日下降8个基点。另外，今年5月，5年期以上LPR利率单独下调时，当日人民币并没有贬值反而升值，可见国内降息并非触发贬值的直接原因。

海外紧缩预期调整才是引发人民币走弱的关键。8月下旬以来，欧洲能源问题愈演愈烈，美联储发言持续偏鹰，美元指数持续走强，非美货币集体走弱，这是人民币持续走弱的关键。

➤ 出口也是人民币汇率走弱的一个原因，但不是主要原因

出口增速下降但贸易结售汇状况依然良好，企业逢高结汇积极性高，跨境资金流入仍强。

其一，货物贸易收付顺差创历史次高。8月出口增速有所下滑，但银行代客货物贸易收付顺差535亿美元，创年内新高，也是历史第二高值。虽然同比增速走弱，但当前出口仍是跨境资金的重要支撑项。

其二，企业逢高结汇的积极性高，企业外汇存款下降，起到了缓冲作用。

➤ 汇率贬值最快的时期或已过去

我们认为，当下汇率贬值主要触发因素在于美联储加息节奏调整以及出口增速急跌，9月上旬人民币快速破7正是二者同时作用的结果。年内两大因素再次形成共振概率不大，短期内人民币贬值最快的时期或已过去。

9月FOMC标志着美联储已经完成对市场利率曲线追赶，加息预期纠偏已告一段落。

8月出口增速相较于7月已经下滑超10个百分点，年内再大幅急跌的可能性不大。

➤ 风险提示：美联储货币政策进一步收紧；欧洲能源短缺进一步加剧。



分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

相关研究

- 1.宏观专题研究：美元指数110后往哪去？-2022/09/19
- 2.8月经济数据点评：经济阶段性企稳-2022/09/17
- 3.全球大类资产跟踪周报：人民币汇率短暂破7-2022/09/17
- 4.月度高频数据追踪：高温疫情后的经济图景-2022/09/15
- 5.宏观和地产联合专题研究：地产纾困的四类模式及现实进展-2022/09/15

目录

1 本次汇率贬值节奏和幅度比今年 4 月份缓和	3
2 海外紧缩预期加剧是主因，企业逢高结汇缓冲贬值压力	4
3 逆周期调节或已重启，贬值并没有引发金融市场资金大幅流动	6
4 汇率贬值最快的时期或已过去	7
5 风险提示	8
插图目录	9

1 本次汇率贬值节奏和幅度比今年4月份缓和

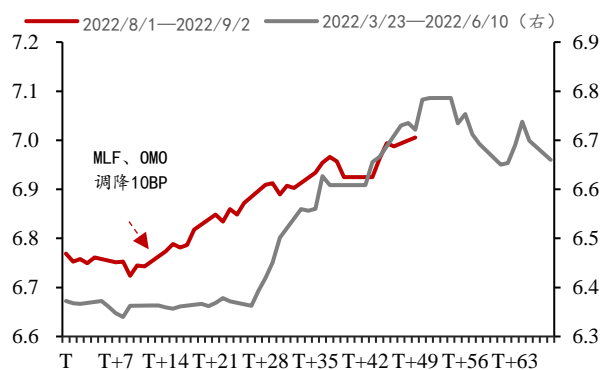
8月以来，人民币进入新一轮贬值趋势，一路跌破7的重要心理点位。尤其是9月以来，人民币走势波动明显提升，引发市场对汇率的担忧。

但本次人民币贬值的节奏和幅度要比今年4月份缓和。

首先是贬值幅度。8月人民币贬值幅度约为4月贬值幅度的一半，另外4月曾出现过连续5个交易日大幅贬值的情况，甚至出现单日贬值超600基点的情况，创2015年以来最快的贬值速度。而8月以来，人民币贬值速度并没有如此之快，较少出现短期快速大幅贬值的情况。

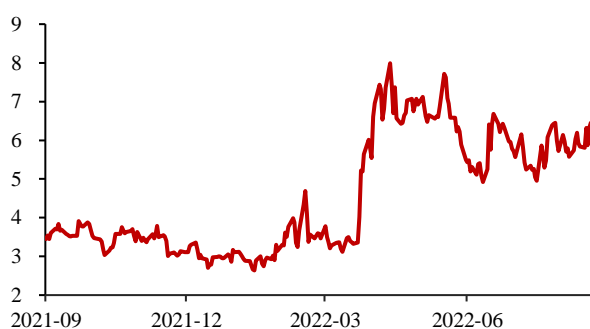
其次是波动率。USDCNY衍生品市场，8月中旬以来，尽管USDCNY1个月期权的隐含波动率有所回升，但仍不及上半年的高位。

图1：美元兑人民币即期汇率走势



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：USDCNY 期权隐含波动率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

2 海外紧缩预期加剧是主因，企业逢高结汇缓冲贬值压力

今年 4 月的一轮快速贬值主要是因为国内疫情，导致经济基本面走弱，引发汇率调整。当前最大的不同是，人民币贬值主要是受海外紧缩预期调整所致，并不是国内因素导致。

MLF、OMO 调降并不是引发汇率调整的导火索。

8 月 15 日，央行“意外”下调 OMO 和 MLF 利率各 10BP，当日美元兑在岸人民币收盘价相比上一个交易日下调 8 个基点。另外，今年 5 月，5 年期以上 LPR 利率单独下调时，当日人民币并没有贬值反而升值。由于国内金融体系与海外金融体系联动程度并不高，央行政策利率下调并不直接引发汇率大幅波动。

美联储加息预期再调整才是引发人民币走弱的关键。

8 月下旬以来，欧洲能源问题愈演愈烈，以及美联储持续偏“鹰派”的发言，引发美元指数持续走强，非美货币集体走弱，是人民币持续走弱的关键。

尤其是 Jackson Hole 会议，美联储主席鲍威尔关于“终点利率”的表述，强调了坚持紧缩的决心，并打破“经济指标走弱，美联储就会停止加息”的逻辑。

8 月美国 CPI 超市场预期在短期内都引发了非美货币短期内快速贬值，意味着前期市场关于“美联储将在 2023 年降息”的预期落空，本轮美联储加息周期持续时间或将大超此前市场预期。

境内美元流动性转紧，人民币对美元指数更加敏感。

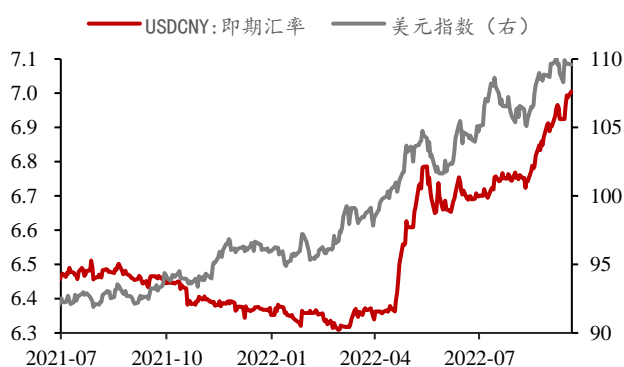
5 月以来，美元兑人民币和美元指数的走势相关性明显提高。4 月大幅贬值期间，套息交易开始大幅消退，使得当前人民币汇率走势对美元指数更为敏感。在美元指数创近 20 年新高的情况下，人民币很难独善其身。

图3：中美货币政策 vs 美元兑人民币



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：USDCNY 和美元指数走势对比



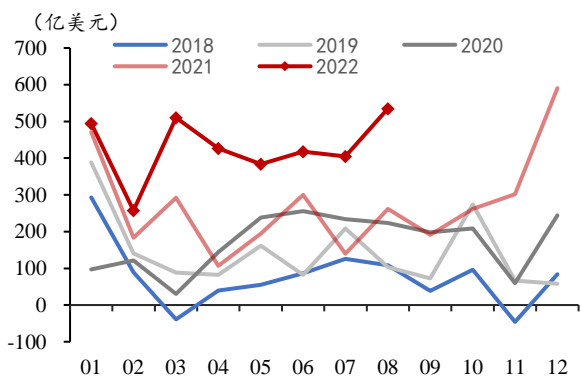
资料来源：wind，民生证券研究院

出口增速下降但贸易结售汇状况依然良好，企业逢高结汇积极性高，对汇率形成缓冲。

其一是，货物顺差创年内新高。8月出口增速有所下滑，但银行代客货物贸易收付顺差 535 亿美元，创年内新高，也是历史第二高值，带动 7 月结售汇顺差强势走高，尽管出口数据走弱，但当前出口对跨境资金的平衡作用仍然显著。

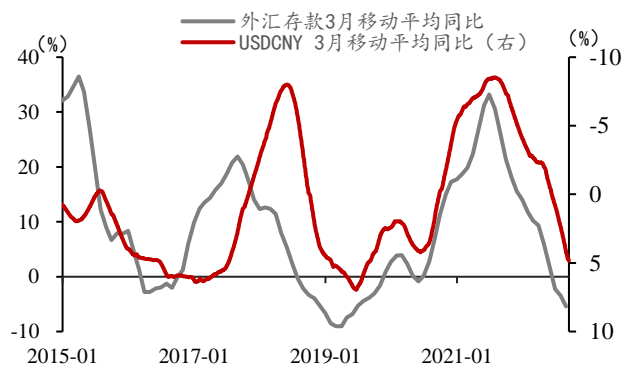
其二是，企业逢高结汇的积极性高，起到缓冲作用。二季度结售汇数据反弹，还得益于企业在人民币逢高结汇，最显著的表现为企业存款下降，这一情况可能持续。2020 年以来，高景气出口带来的持续外汇存款，当前正在发挥缓冲垫的作用。

图5：货物贸易涉外收付顺差创年内新高



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：企业逢高结汇，外汇存款下降



资料来源：wind，民生证券研究院

3 逆周期调节或已重启，贬值并没有引发金融市场 资金大幅流动

8月中旬以来，人民币贬值导致当前逆周期调节因子或已经重启，本轮贬值对金融市场的冲击可能较为缓和。

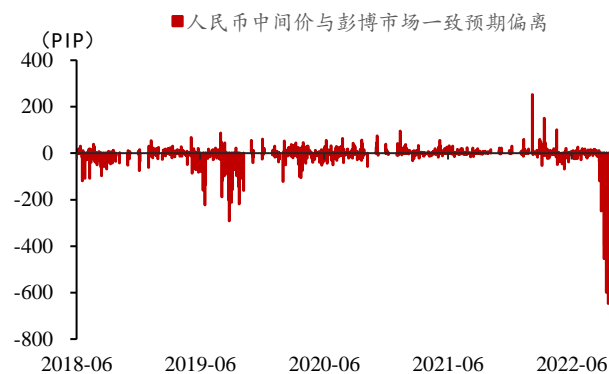
中间价持续偏强，逆周期调节因子或已重启。

自8月24日以来，人民币中间价连续21个交易日强于Bloomberg调查的市场一致预期值，其中8月30日甚至一度偏离249个基点，创自2020年以来的最大偏离幅度。尽管出口仍强，但出口收汇率偏低，或反映了企业和居民对人民币贬值预期，此时若开展逆周期调节，也可以抑制外汇市场羊群效应出现。

北上资金并未出现大幅流出现象，人民币贬值对金融市场尤其是股票市场冲击较为缓和。

3月份人民币贬值的同时，北上交易型资金和配置型资金都一度持续大幅流出，但当前尽管人民币贬值，但北上资金并没有出现类似于上半年的持续大幅流出的情况，整个股票市场对汇率贬值反应较为平淡。预计在国内经济基本面不出现大幅波动的前提下，即使后续人民币继续贬值，对股票市场的影响也不大。

图7：人民币中间价大幅强于市场预期



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院；

图8：2022年以来北上交易和配置资金累计流入



资料来源：wind，民生证券研究院

4 汇率贬值最快的时期或已过去

我们认为当下汇率贬值的主要触发因素在于美联储加息节奏和出口增速急跌，9月上旬人民币快速破7正是二者同时作用的结果，而年内两大因素再次形成共振概率不大，人民币贬值最快的时期或已过去。

其一是，9月FOMC标志着美联储已经完成对市场利率曲线追赶，加息预期纠偏已告一段落。

9月FOMC会议预计将大幅调整点阵图，也将标志美联储对市场加息预期的纠偏已告一段落，美联储或重新领先市场利率曲线。从更长的角度上看，在CPI读数见顶回落的过程，联储更追求加息的持续性。单次超市场预期力度加息不再是适宜的选择，因为这与美联储反复强调的“更坚定更长期抗争通胀，以实现经济软着陆”的思路相悖。

其二是，8月出口增速相较于7月已经下滑超10个百分点，年内再次急跌的可能性不大。

8月出口增速下滑主要是对美出口大幅回落，我们认为需求骤降的可能性较小，同比读数异常是读数波动与短期扰动因素的叠加。今年上半年，尽管美国国内消费读数与中国对美出口月度波动较大，但美国需求韧性与中国对美出口趋势保持一致。7月以来，美国消费、就业等指标均小幅反弹，出口增速“崩溃式”下跌的概率不大。

5 风险提示

1) **美联储货币政策进一步收紧。**若美联储加息节奏进一步加快，或导致美元指数持续走强，人民币贬值压力将继续加大。

2) **欧洲能源短缺进一步加剧。**欧洲能源短缺带动欧元走弱，推动大宗商品尤其是能源价格进一步走高，导致美元走强，这些因素都会加大人民币贬值的压力。

插图目录

图 1: 美元兑人民币即期汇率走势	3
图 2: USDCNY 期权隐含波动率	3
图 3: 中美货币政策 vs 美元兑人民币	5
图 4: USDCNY 和美元指数走势对比	5
图 5: 货物贸易涉外收付顺差创年内新高	5
图 6: 企业逢高结汇, 外汇存款下降	5
图 7: 人民币中间价大幅强于市场预期	6
图 8: 2022 年以来北上交易和配置资金累计流入	6

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026