

人民币贬值的终点在哪里

证券分析师：尤春野

电话：021-58502206

E-MAIL: youcy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190522030002

报告摘要

人民币贬值的主要驱动力是什么？9月28日，离岸人民币兑美元汇率跌破7.20，刷新离岸市场的最低记录。人民币3月以来快速贬值，既有国内经济疲软的內因，也有美元不断走强的外因。从技术层面来看，外因是今年人民币贬值的更主要原因。从年初至今，美元指数上涨19.4%，而人民币兑美元下跌11.5%，这意味着人民币兑其它主要货币是升值的，而且幅度不低，所以到目前为止人民币的贬值主要还是源于被动型贬值，这是和2015-2016年及2018-2019年两轮贬值周期很不同的一点。

汇率拐点未至。我们认为人民币汇率还没有到转向升值周期的时机，主要原因有以下几点：第一，中美经济基本面状况决定了中美利差深度倒挂的状况还会持续较长时间。中国目前处于“低通胀、低增长”的环境，中国货币政策还将维持相对宽松的取向。而美国经济韧性尚在，通胀压力在短期内难以消解，这意味着美联储在年内很难出现明显转向。当前中美利差倒挂幅度已经超过130bp，而这一状况预计还会持续较长时间，甚至可能进一步扩大。第二，中国出口开始出现走弱迹象。虽然我们认为出口年内仍有韧性、不会下降太快，但出口增速下降的大趋势难以避免，这也将削弱人民币的优势。第三，美元顶部未至。我们认为在今年底或明年一季度欧洲能源危机全面爆发时，美元指数将会出现最后一轮冲高，届时才是本轮美元指数的高点。我们预计这个高点可能在120。美元进一步升值会给人民币带来继续贬值的压力。最后也是最重要的，我们认为当前并无必要强力干预人民币汇率。对比人民币对美元汇率和人民币对一篮子货币的汇率来看，能非常明显看出前两轮贬值周期中人民币不止是对美元贬值，而且也是对一篮子货币贬值，二者基本同步。但今年则不同，人民币对美元大幅贬值，但对一篮子货币并没有明显贬值，甚至对主要流通货币还是升值的。在这种情况下，如果采取强力手段干预汇率、遏制人民币对美元贬值，那么也就意味着如果美元进一步走强，则人民币也要进一步对所有非美货币升值。在国内经济和出口都面临压力的情况下，我们认为这样做成本较高且必要性不大。

贬值的终点在哪里？我们认为对于当前的人民币汇率而言，平稳渡过每一个关口的意义要远远强于死守某一个点位的意义。从中长期的维度来看，人民币不存在持续大幅贬值的基础。但短期内贬值的压力继续存在。从技术面来讲，人民币跌破7.2之后没有明显的支撑位。我们假设人民币对主要非美国国家货币维持汇率基本不变，则未来人民币贬

值的幅度将与美元升值的幅度相近。我们预计美元指数在欧洲经济衰退的最后一波冲高中达到 120, 则相对于当前还有 5% 左右的升值空间。

风险提示: 欧洲经济衰退严重程度超预期。

目录

| | |
|--------------------------|---|
| 1. 人民币贬值的主要驱动力是什么? | 5 |
| 2. 汇率拐点未至 | 5 |
| 3. 贬值的终点在哪里 | 8 |

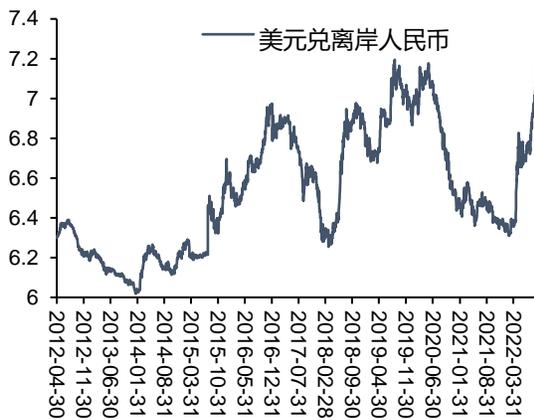
图表目录

| | |
|---------------------------------|---|
| 图表 1: 人民币汇率刷新离岸市场新低..... | 5 |
| 图表 2: 人民币贬值幅度小于美元升值幅度..... | 5 |
| 图表 3: 中美利差深度倒挂还将持续较长时间..... | 6 |
| 图表 4: 中国出口出现走弱迹象..... | 6 |
| 图表 5: 2008 年金融危机爆发之初美元大幅升值..... | 7 |
| 图表 6: 2020 年新冠衰退发生之初美元大幅升值..... | 7 |
| 图表 7: 年初以来人民币对一篮子货币并没有明显贬值..... | 8 |

1. 人民币贬值的主要驱动力是什么？

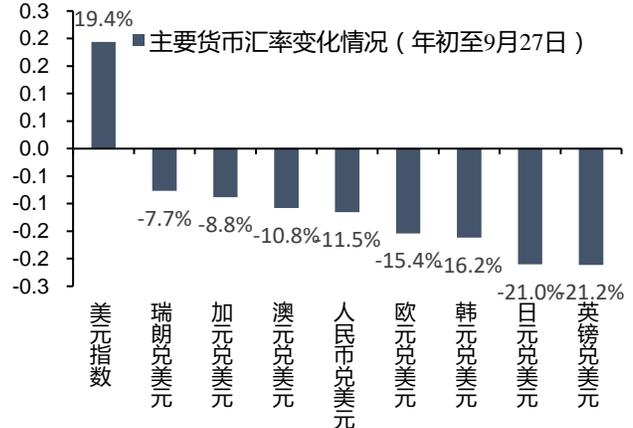
9月28日，离岸人民币兑美元汇率跌破7.20，刷新离岸市场的最低记录。人民币3月以来快速贬值，既有国内经济疲软的内因，也有美元不断走强的外因。从技术层面来看，外因是今年人民币贬值的更主要原因。从年初至今，美元指数上涨19.4%，而人民币兑美元下跌11.5%，这意味着人民币兑其它主要货币是升值的，而且幅度不低，所以到目前为止人民币的贬值主要还是源于被动型贬值，这是和2015-2016年及2018-2019年两轮贬值周期很不同的一点。

图表 1：人民币汇率刷新离岸市场新低



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 2：人民币贬值幅度小于美元升值幅度



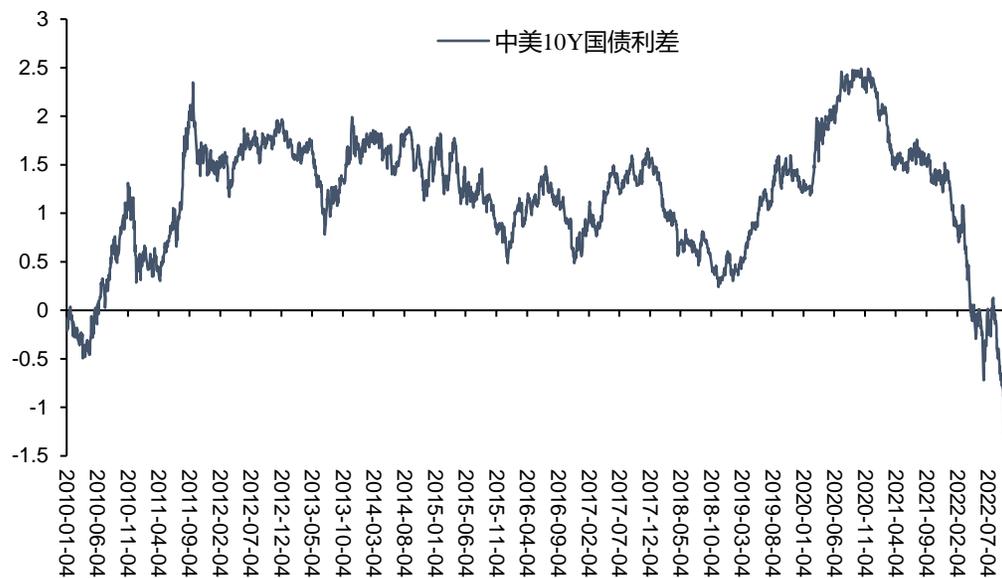
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

2. 汇率拐点未至

我们认为人民币汇率还没有到转向升值周期的时机，主要原因有以下几点：

第一，中美经济基本面状况决定了中美利差深度倒挂的状况还会持续较长时间。中国目前处于“低通胀、低增长”的环境。虽然食品价格有所抬升但核心通胀持续走低。我们认为疫情对居民和企业预期的抑制在短期内难有明显改善，所以居民消费和企业投资的意愿还会相对偏低，年内经济复苏的速度和高度有限。这两个因素共同决定了中国货币政策还将维持相对宽松的取向。而美国经济韧性尚在，通胀压力在短期内难以消解，这意味着美联储在年内很难出现明显转向（参见近期报告《为什么美国通胀压不下来？》）。当前中美利差倒挂幅度已经超过130bp，而这一状况预计还会持续较长时间，甚至可能进一步扩大，这将对人民币汇率产生持续的压力。

图表 3: 中美利差深度倒挂还将持续较长时间



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

第二, 中国出口开始出现走弱迹象。一个国家经济基本面和贸易顺差的大小都是决定汇率的重要因素。在 2020 年之前中国经济对汇率的影响更为重要, 表现为汇率周期于经济周期基本同步。而 2020 年之后中国出口成为支撑汇率的更重要因素, 所以即使经济下行压力在去年上半年就已经出现, 但人民币贬值压力在今年 3 月才出现。这是因为疫情后全球供应体系的割裂使得供给能力成为全球资金更为看重的要素, 中国完备的产业链和持续超预期的出口为人民币汇率做出了信用背书。不过现在来看出口已经开始出现走弱迹象, 虽然我们认为年内仍有韧性、不会下降太快, 但出口增速下降的大趋势难以避免, 这也将削弱人民币的优势。

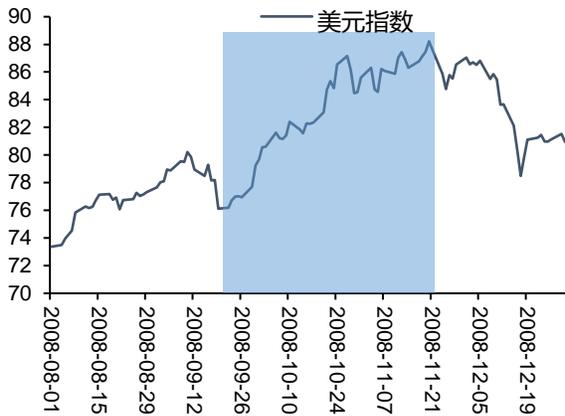
图表 4: 中国出口出现走弱迹象



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

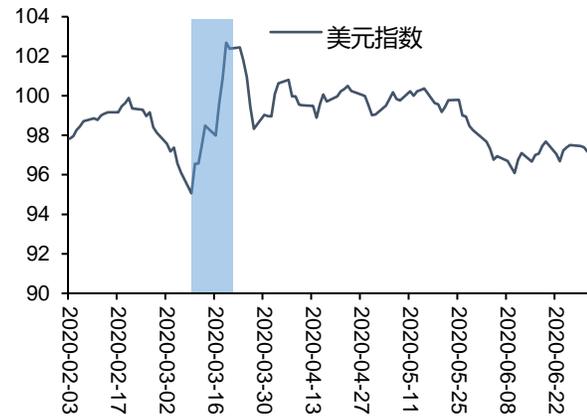
第三，美元顶部未至。近期俄乌冲突进一步加剧，“北溪”天然气管道爆炸等事件意味着欧洲能源危机在可预见的时间内难以有效缓解。根据 Bloomberg 对经济学家的调查，欧洲经济陷入衰退的概率已达 80%。欧洲经济衰退将使得美国在“比差”中获得优势，从而进一步加强美元。从历史经验来看，在经济危机刚刚爆发之时，往往是全球避险情绪高涨、美元冲高之时。比如在 2008 年金融危机和 2020 年新冠疫情大衰退刚刚爆发时，都出现了全球流动性挤兑导致美元短期内快速升值。所以我们认为在今年底或明年一季度欧洲能源危机全面爆发时，美元指数将会出现最后一轮冲高，届时才是本轮美元指数的高点。我们预计这个高点可能在 120。美元进一步升值会给人民币带来继续贬值的压力。

图表 5：2008 年金融危机爆发之初美元大幅升值



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表 6：2020 年新冠衰退发生之初美元大幅升值



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

最后也是最重要的，我们认为当前并无必要强力干预人民币汇率。2015 年“811”汇改以来，人民币一共出现过三轮贬值周期，分别是 2015-2016 年，2018-2019 年以及今年。不过对比人民币对美元汇率和人民币对一篮子货币的汇率来看，能非常明显看出前两轮贬值周期中人民币不止是对美元贬值，而且也是对一篮子货币贬值，二者基本同步。但今年则不同，人民币对美元大幅贬值，但对一篮子货币并没有明显贬值，甚至对主要流通货币还是升值的。在这种情况下，如果采取强力手段干预汇率、遏制人民币对美元贬值，那么也就意味着如果美元进一步走强，则人民币也要进一步对所有非美货币升值。在国内经济和出口都面临压力的情况下，我们认为这样做成本较高且必要性不大。

图表 7: 年初以来人民币对一篮子货币并没有明显贬值



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

3. 贬值的终点在哪里

我们认为对于当前的人民币汇率而言，平稳渡过每一个关口的意义要远远强于死守某一个点位的意义。对于央行而言，对汇率的管控目标应是遏制汇率“过快地”贬值或升值，而非干扰正常的市场趋势。

从中长期的维度来看，人民币不存在持续大幅贬值的基础。一方面，中国经济周期向上而发达经济体经济周期向下，我们预计明年中国经济的相对优势会体现的较为明显，从而增强人民币的吸引力。另一方面，当前的地缘政治格局变化整体上是削弱美元信用、而提升人民币国际地位的，越来越多的国家开始接受人民币作为支付手段，所以人民币长期升值的趋势不会改变。

但短期内贬值的压力继续存在。从技术面来讲，人民币跌破 7.2 之后没有明显的支撑位。我们假设人民币对主要非美国国家货币维持汇率基本不变，则未来人民币贬值的幅度将与美元升值的幅度相近。我们预计美元指数在欧洲经济衰退的最后一波冲高中达到 120，则相对于当前还有 5% 左右的升值空间。

风险提示：欧洲经济衰退严重程度超预期。

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|--------------|------------------------|
| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
| 全国销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 华北销售总监 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 华北销售 | 韦珂嘉 | 13701050353 | weikj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuyinga@tpyzq.com |
| 华北销售 | 董英杰 | 15232179795 | dongyj@tpyzq.com |
| 华北销售 | 常新宇 | 13269957563 | changxy@tpyzq.com |
| 华东销售总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 徐丽闵 | 17305260759 | xulm@tpyzq.com |
| 华东销售 | 胡亦真 | 17267491601 | huyz@tpyzq.com |
| 华东销售 | 李昕蔚 | 18846036786 | lixw@tpyzq.com |
| 华东销售 | 周许奕 | 021-58502206 | zhouxuyi@tpyzq.com |
| 华南销售总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 华南销售副总监 | 查方龙 | 18565481133 | zhafl@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 华南销售 | 张靖雯 | 18589058561 | zhangjingwen@tpyzq.com |
| 华南销售 | 何艺雯 | 13527560506 | heyw@tpyzq.com |
| 华南销售 | 李艳文 | 13728975701 | liyw@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。