

### ► 汇率贬值已经走过两个阶段

2022年以来，人民币汇率贬值已经经历了两轮快速贬值：

一轮是在4月—5月，美元兑人民币汇率的中枢上移到6.7左右，当时汇率主要定价国内疫情对经济基本面冲击的影响。

另一轮是8月底以来，汇率中枢从6.7一路上移到7.1左右，最高点一度来到7.25的高点，而这一轮主要是定价海外紧缩预期调整以及出口增速下滑。

**但汇率的走势往往具有较强的全球联动特征，尤其是今年以来，罕见的强美元趋势，非美货币纷纷走弱，人民币贬值既有自身的因素，也有不容忽视的全球共性因素。**

### ► 阶段一：全球贸易周期见顶，人民币汇率趋势快速逆转

2020年6月以来的高景气出口支撑人民币的升值趋势结束，自2022年一季度开始，全球贸易已经进入收缩时期，这一趋势下，人民币汇率进入贬值的第一阶段，全球贸易开始收缩，人民币难以继续维持强势。

而国内疫情导致经济走弱触发了这一阶段的贬值，同时2020年和2021年人民币升值过程中，大量的套息交易模式不再成立，触发大规模的平盘推动了汇率短期内快速贬值。

### ► 阶段二：非美经济体国际收支加速恶化，中国出口增速走弱

高企的能源价格，导致与依赖能源与大宗商品进口的主要工业国纷纷陷入贸易逆差。德国、日本、韩国等重要工业国都陷入了国际收支逆差加速恶化的泥潭。

反观作为全球需求的一大驱动者，美国贸易逆差在今年3月录得最大逆差后，快速收窄，带动美元走强。得益于美国强劲的经济基本面，美国就业和通胀数据迟迟不下，美联储持续加码紧缩预期，在三季度，市场将这一逻辑演绎到极致。

同时，中国出口增速在三季度回落，海外美元指数走强和中国出口走弱双重因素叠加带动人民币新一轮贬值。

### ► 下一个阶段：出口降速，中国国际收支是否有隐忧？

尽管出口增速回落，但当前中国国际收支仍然健康，尤其是跨境资金流入情况仍偏强：

**其一是四季度出口仍有望产生外汇资金净流入，这是人民币汇率的一个重要支撑力量。**

**其二是企业换汇行为的阶段性缓冲汇率贬值压力。**7月以来，银行外汇资产负债显著收缩，尤其是企业和居民存贷款持续下降：主要是企业在2020年以来累积的大量外汇存款开始逢高结汇，一定程度上缓冲汇率贬值压力。

未来我们需要关注：

**第一，中国出口增速下滑，会在多大程度上影响跨境资金流动的情况。**

**第二，国内经济基本面蕴含的风险对国际收支的影响。**

### ► 风险提示：美联储货币政策超预期，欧美能源短缺进一步恶化。



#### 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.全球大类资产跟踪周报：全球市场再度动荡-2022/10/10
- 2.四季度宏观经济及大类资产展望：关键变化或即将到来-2022/10/09
- 3.2022年9月PMI数据点评：经济的基本逻辑没有变化-2022/09/30
- 4.宏观专题研究：汇率逼近7.2之际，打开外汇管理工具箱-2022/09/27
- 5.政策双周报：“保交楼”政策逐步推进-2022/09/25

# 目录

1 本轮人民币贬值极为特殊 .....	3
2 第一个“路标”：全球贸易周期见顶，人民币结束升值 .....	5
3 第二个“路标”：历史罕见强美元，人民币汇率触及极值 .....	6
4 第三个“路标”？人民币汇率的下一个关键时刻 .....	8
5 风险提示 .....	10
插图目录 .....	11

## 1 本轮人民币贬值极为特殊

2022 年以来，截至 10 月 10 日人民币相对美元贬值超过 11%，今年可以说是贬值幅度最大的一年。过去十年以来，人民币相对较差的还有 2016 年，但当年也仅累计贬值 7%，贬值幅度远小于今年。

**不仅是贬值幅度几乎为历史最大，今年人民币贬值速度和节奏都不同以往。今年以来总共有两轮明显的贬值。**

**一轮是在 4 月—5 月。**美元兑人民币汇率中枢从 6.3 快速上移到 6.7 左右。仅 4 月 18 日-4 月 25 日一周，人民币贬值幅度超 1000 个基点，并将过去 8 个月积累的升值幅度悉数吐回。

**另一轮是 8 月中旬至今。**美元兑人民币汇率中枢从 6.7 一路上移到 7.1 左右，尽管这一轮贬值速度虽较于上一轮略微缓和，但本轮贬值持续时间更长，从 8 月中旬一直持续到 9 月末，美元兑人民币汇率一度来到 7.25 高点。

**今年两轮人民币快速贬值同时，资本市场联动反应，股票和债券市场同步走弱。**

4 月和 9 月，人民币贬值压力较大时期，股票市场和债券市场都出现了大幅调整，上证指数在 4 月和 9 月两次均跌至 3000 点附近，10 年期国债在此期间也都出现了 10BP 左右调整。

**今年两轮人民币汇率走贬值还伴随着深刻的全球联动特征。**

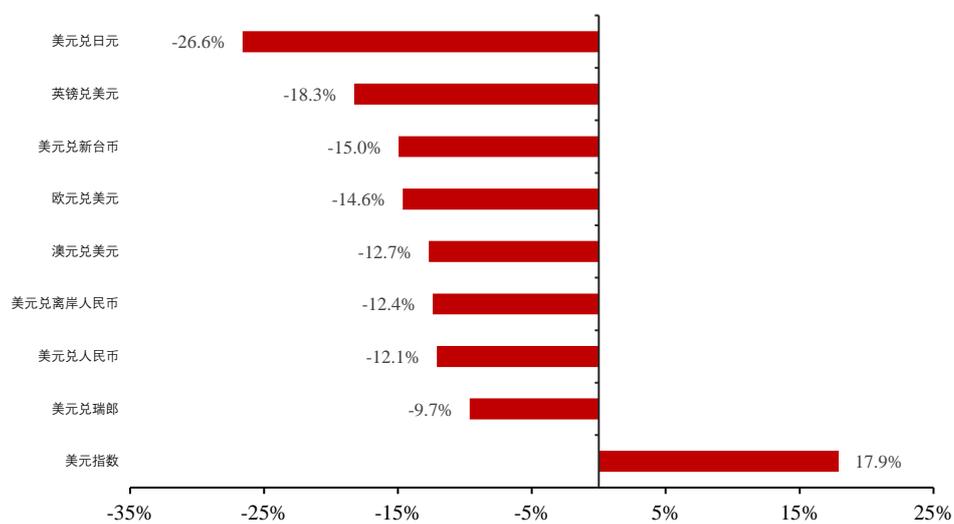
2015 年“811 汇改”后，人民币汇率开始呈现出更多双向波动，自此以后，人民币贬值都不同程度伴随着美元指数走强，非美货币贬值。

今年这一波人民币汇率贬值，美元指数一度攀至 115，创下 20 年以来新高。与之对应，全球非美货币普遍疲软，欧元、英镑、瑞郎、日元等货币纷纷走弱。

理解今年以来人民币汇率持续贬值，尤其是厘清汇率贬值背后的全球共性因素和人民币自身因素，对理解国内金融市场定价至关重要。

**只有理解今年人民币汇率贬值动因，找到人民币汇率定价的“路标”，才可以更好把握未来人民币汇率走势，并联动观察资本市场。**

图1：今年以来全球货币表现



资料来源：wind，民生证券研究院；注：数据截止到 2022 年 10 月 10 日

## 2 第一个“路标”：全球贸易周期见顶，人民币结束升值

极具中国特殊性的经济结构及金融体系，共同决定了人民币汇率对贸易高度敏感。

我们此前深入跨境资金流动性的微观机制分析，并据此给出判断，人民币和中国出口之间的关系，更多是出口是否高景气决定了汇率升贬，而非如直觉感受那般，汇率贬值利好出口。

正因如此，今年第一轮人民币汇率快速贬值（4月），不仅对国内疫情冲击做出定价反应，更是宣告了2020年以来疫后启动的全球贸易周期见顶，本轮人民币升值周期趋势性结束。

我们先来理解一个背景，疫后发达国家启用了历史未见的财政和货币宽松，催生出一轮全球贸易景气。作为世界工厂，中国制造业具备全产业链优势，充分享受到本轮全球贸易景气周期的红利。

与之相应，高景气出口推动了疫后人民币汇率迎来持续的大幅升值。而在这一过程中，金融套息交易涌入外汇交易市场，美元-人民币套息交易不断扩容，放大人民币汇率升值幅度和速度。

而当全球贸易景气周期开始见顶，中国出口方向上迎来下行，疫后人民币汇率升值趋势打断，而参与其中的套息交易短期内（主要是4月）宣泄情绪，大规模外汇交易平盘，推动人民币汇率快速贬值。

图2：全球贸易周期与人民币汇率走势



资料来源：wind，民生证券研究院；注：重要出口国包括：美国、英国、日本、欧盟27国、中国；其中2021年同比增速以2019年为基数，计算两年平均增速。

### 3 第二个“路标”：历史罕见强美元，人民币汇率触及极值

一个典型的全球经贸及美元紧缩周期是，全球贸易见顶回落之后，非美经济体国际收支恶化，美国贸易赤字开始收敛，美元走强。本轮全球贸易周期依然踩着和过往一样的步伐，并且还有两大突出特点：

#### 第一，高能源价格加剧非美制造国的国际收支恶化。

以德国为典例，2020年之前，德国常年保持每月200亿欧元的贸易顺差，但自从去年第三季度以来，德国贸易便呈现失控趋势。直至今年5月，德国录得近10亿欧元的贸易逆差（7月公布数据），这一数据是德国1991年以来首次出现贸易逆差。

德国并非孤立，类似情况还发生在英国、日本和韩国等经济体。能源价格高企，依赖能源与大宗商品进口的主要工业国，纷纷陷入贸易逆差。

#### 第二，疫情期间美国大规模财政刺激，将美国贸易逆差推高到历史极高位置，随着需求逐步回落，贸易逆差收窄速度也将创下历史之最。

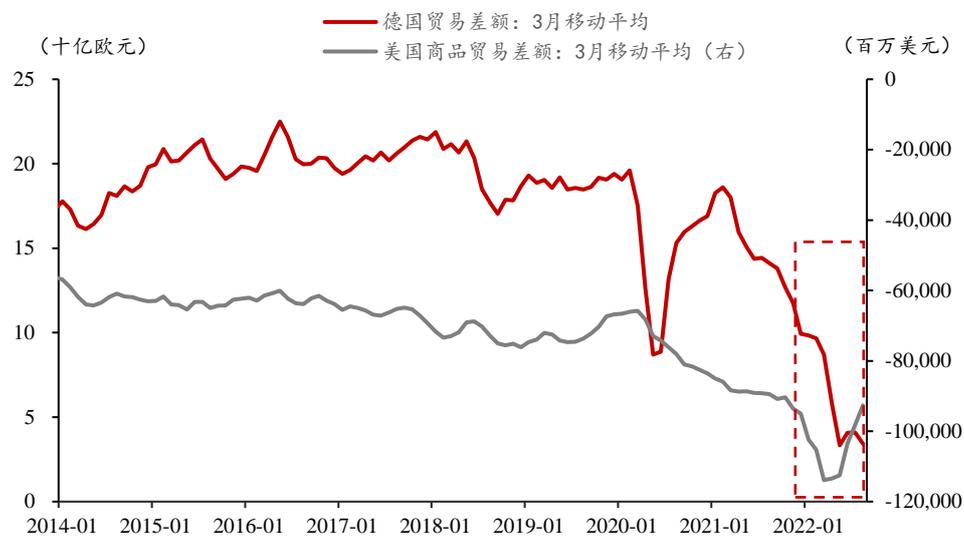
2020年疫情之后，美国启用大规模财政刺激，推动美国贸易逆差扩大，而这一趋势也在全球贸易周期见顶之后开始反转。美国贸易逆差扩的有多大，未来收的就会有多快。

今年3月，美国录得最大逆差，随后美国贸易逆差快速收窄，美元顺势走强。当然，目前美国贸易逆差仍高于疫情前水平，反映美国实际需求仍偏强，不利于通胀回落。

但是全世界都知道，为了“驯服”本轮高通胀，美联储只有一个选择，鹰派的货币收紧。今年三季度，这一逻辑演绎到极致。所以我们见证了超预期的美联储货币收紧，历史罕见节奏的美元快速走强，非美货币纷纷走软。

恰在三季度，中国出口增速在三季度有较大幅度下滑，海外美元指数走强叠加中国经济走弱，双重因素叠加，带动人民币新一轮贬值。美元兑人民币汇率甚至触及7.25，是2014年以来最高值。

图3：德国贸易顺差转为逆差，美国贸易逆差开始收缩



资料来源：wind，民生证券研究院

## 4 第三个“路标”？人民币汇率的下一个关键时刻

**我们认为短期内贬值最快阶段已经过去，四季度人民币压力趋缓。**

**判断的第一个依据在于，9-10月出口同比下滑幅度或弱于8月。**

7月出口同比增长18%，8月出口增速降至7%。这对当期人民币汇率预期带来一定扰动。

我们预计四季度出口同比增速在5%，整体降幅弱于8月。四季度出口仍然保持正增长，出口仍将带来外汇资金净流入，这是人民币汇率的一个重要支撑力量。

**判断的第二个依据在于，短期内市场对美联储货币收紧预期缓解，强美元阶段性走弱。**

受欧盟干预电力市场和看多情绪过于拥挤影响，美元指数有回撤的动能，短期内美元边际转弱。同时，9月FOMC会议结束后，市场对年内加息节奏定价或已较为充分，超预期收紧推动美元走强的概率不大。

**判断的第三个依据在于，企业换汇行为阶段性表现缓冲汇率贬值压力。**

7月以来，银行外汇资产负债显著收缩，尤其是企业和居民存贷款持续下降：主要是企业在2020年以来累积的大量的外汇存款开始逢高结汇，一定程度上缓冲汇率贬值压力。

**中长期来看，本轮美元指数走强周期预计尚未结束，人民币汇率未来仍有压力。**

**原因之一，后续海外需求可能持续低迷，出口下滑会对汇率形成一定压制。**

对中国而言，出口是人民币汇率的一个重要影响因素。国际收支平衡可能会发生逆转，是人民币汇率的一个隐忧。

**原因之二，在美国通胀未回落到2%，美联储货币政策难以短期内快速转向。**

美国贸易逆差仍将收窄，美国需求将继续回落，全球贸易周期难以触底反弹，这就决定了短期内人民币汇率走势或许难以逆转。

**人民币汇率下一个关键时刻，可能在跨境资金的平衡被打破之时，尤其是潜在的出口增速由正转负的阶段。**

尽管当前人民币大幅贬值，但并没有像前两轮贬值周期（2015年、2018年）遇到较大的跨境资金净流出的压力。这是今年人民币汇率贬值与以往贬值周期最大的不同。

我们理解这一不同的背后原因在于，当前出口仍保持韧性，企业居民逢高结汇，

这些因素导致整个商业银行体系内的外汇流动性相对充裕。

然而展望未来，随着中国出口增速进一步下滑，贸易带动的外汇资金净流入规模继续或收缩，跨境资金流动压力不断加大。

一旦跨境资金平衡被打破，人民币汇率贬值压力或许会迎来下一个“关键时刻”。

面对下一个人民币汇率“关键时刻”，我们倾向于认为，央行会打开“外汇管理工具箱”，积极对冲汇率急速波动。

开启“外汇管理工具箱”，为人民币汇率贬值压力之下央行采用“以我为主”的国内货币宽松赢得空间，为中美货币政策背离赢得空间。

图4：银行结售汇情况



资料来源：wind，民生证券研究院

## 5 风险提示

1) **美联储货币政策超预期收紧。**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: 今年以来全球货币表现 .....	4
图 2: 全球贸易周期与人民币汇率走势 .....	5
图 3: 德国贸易顺差转为逆差, 美国贸易逆差开始收缩 .....	7
图 4: 银行结售汇情况 .....	9

## 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
	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