

当前英国国债市场，部分养老金面临抵押品不足只能抛售资产，导致英国国债以及英镑兑美元汇率大幅波动，同时日本国债市场连续四天没有成交，市场对海外流动性担忧加剧。我们认为，尽管当前全球离岸美元流动性有隐忧，但从中长维度看，短期冲击并不是人民币汇率的决定性因素。

### ► 今年人民币贬值幅度是过去十年最大

2022年，看幅度，年初至今（截至10月10日）人民币累计贬值幅度已经超过12%，这是过去十年以来单年贬值最大。

再看节奏，今年有两波贬值都是短期急贬，尤其是第一波，4月第三周单周贬值幅度超1100个基点，创下2015年“811汇改”以来第二大单周贬值幅度。

最后看绝对值，美元兑人民币汇率中枢从6.7一路上移到7.1左右，甚至阶段性突破7.2关键点位，这是2014年以来极值。

### ► 今年人民币汇率贬值经历两段“尖峰时刻”

今年4月和三季度末，人民币分别走过了两段“尖峰时刻”。“尖峰时刻”之下，股票市场和债券市场均出现大幅调整。**4月和9月，上证指数两次均跌至3000点附近；10年期国债利率也在此期间均调整了约10BP。**

强势美元的另一面是非美货币集体走弱，人民币亦不例外。本轮人民币贬值有着深刻的全球共性背景，当然也有中国自己个性的国别因素。

理解今年人民币贬值动因，我们才能够把握未来人民币演绎趋势。

### ► 今年人民币贬值已经走过两个经典“路标”

每一轮全球贸易周期从扩张走向收缩之时，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，中国出口下行，人民币便将开启贬值趋势。

也就是说，2020年疫情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。**这是今年人民币贬值的第一个“路标”，也是4月人民币急速贬值的最重要原因。**

今年高企的能源价格加剧非美国国家的国际收支急速恶化，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、韩国等传统出口顺差强国亦不能避免贸易逆差。

然而另一面是美国就业和通胀数据迟迟不下，美联储不惜一切代价收紧货币压制通胀，最终全球见证了三季度美元指数创下近20年新高。**超强的美元指数是今年人民币贬值的第二个“路标”，也是8-9月人民币经历“尖峰时刻”的全球大背景。**

### ► 第三个“路标”？人民币汇率的下一个关键时刻

出口增速回落趋势可能才开始，这意味着中国经常账户顺差压力或将持续加大。在美国通胀未回落到2%之前，美联储货币政策只有一个鹰派选择。**内外两大因素决定了未来一段时间人民币汇率难以维持强势。**

一方面是历史罕见的强势美元指数，另一方面是偏离历史正常区间的国内需求。**本轮人民币汇率表现同样可能突破历史常规经验。**

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，尤其是出口增速由正转负的阶段。

► **风险提示：**美联储货币政策超预期，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

- 1.2022年9月金融数据点评：金融数据老故事：政府加杠杆，居民降杠杆-2022/10/12
- 2.宏观专题研究：人民币汇率的下一个“路标”-2022/10/11
- 3.全球大类资产跟踪周报：全球市场再度动荡-2022/10/10
- 4.四季度宏观经济及大类资产展望：关键变化或将到来-2022/10/09
- 5.2022年9月PMI数据点评：经济的基本逻辑没有变化-2022/09/30

## 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。本报告清晰准确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