

近期人民币汇率持续走弱，本周美元兑离岸人民币本周升至 7.14。人民币汇率缘何走弱，未来是何走向？

➤ **汇率的币种价格变化角度，近期人民币汇率走弱更多原因在人民币本身。**

近期美元走弱，但美元兑人民币汇率上升，说明弱人民币贬值原因不在美元过强。本周美元指数下跌 0.47%，人民币兑美元反而贬值 0.69%，说明本轮人民币走弱根源在人民币本身。

人民币对一篮子货币也贬值，同样说明人民币汇率走贬更多原因在人民币本身。4月20日以来 CFET 人民币一揽子货币指数持续下跌，人民币相对非美货币持续贬值。本周欧元兑人民币汇率再创年内新高，同样说明当前人民币汇率走弱主要还在于自身经济动能走弱。

➤ **机构行为角度，人民币贬值诱因是中美利差走阔，市场倾向于增持美元资产。**

今年中美利差仍走阔，利差过高之后，不仅外汇市场交易异动，实体部门的美元-人民币计价资产的配置行为也发生变化。

中美 3M 利差持续走阔，影响外汇市场交易行为。美元兑人民币 3M 掉期报价持续走低，近期再创年内新低，境内美元流动性承压。

境内银行美元存款利率大幅高于人民币存款利率，企业结汇意愿不强，即便年初出口环比动能较强，但是人民币依然偏软。今年以来，居民和企业外汇存款定期外汇存款规模明显上升，截至 4 月末，企业外汇定期增加 447 亿美元。当前美元定期存款利率高，企业收汇后，更希望留存美元存款，结汇意愿不强，出口并没有对汇率形成有力支持。

➤ **下调美元存款利率理论上能够支撑人民币走强，但实际效果或有限。**

近期国有大行开始新一轮存款利率调降。不同以往，本次国有大行不仅调降人民币存款利率，同时还要调降美元存款利率。理论上，这一操作可缩小人民币与美元存款利差，提升出口企业结汇积极性，抑制人民币汇率进一步贬值。

然而 5 月出口环比走弱，海外货币政策尚未转松，预计未来一个季度出口压力仍大。即使企业结汇积极性提升，出口对汇率的支持力度有或仍较为有限。

➤ **当下稳定人民币汇率，国内基本面改善是重中之重。**

2 月以来外资对国内经济信心有所下降，金融账户证券投资项下资金持续大幅流出，人民币资产吸引力减弱，人民币汇率走贬。近期人民币汇率走贬的两个判断。

第一，当前汇率贬值主要是来源于资本与金融账户下的资金流出压力。

第二，今年以来资本和金融账户更多在交易中国国内经济稳定性。

本轮人民币贬值能否结束，最终也落到一点，市场对国内经济信心修复。

➤ **一旦经济企稳回升，即便服务贸易逆差走阔，也不会影响汇率企稳。**

此前市场担心出入境活动恢复，服务贸易逆差对汇率形成较强压制。今年服务贸易逆差尽管有所走阔，但远不及疫情前水平。

另外，服务贸易逆差主要来源于居民出境旅游等活动，某种意义上衡量了经济内需活力。一旦国内需求回升，即使服务贸易逆差走阔，更有可能出现的情况是人民币汇率走强而不是走弱。

**风险提示：**地缘政治发展超预期；货币政策超预期；海外货币政策超预期。



**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**

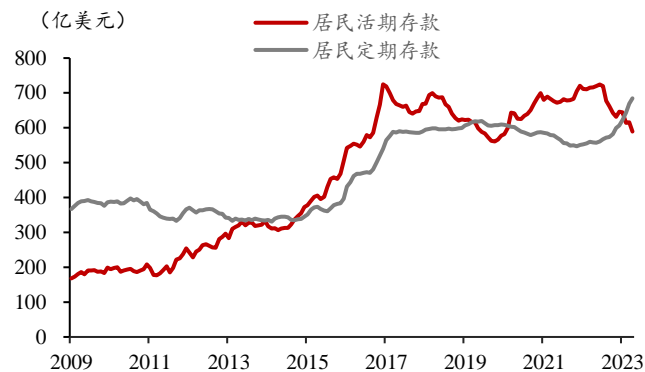
- 1.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27
- 2.9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26
- 3.9月经济数据点评：如何理解9月出口和经济数据-2022/10/24
- 4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

图 1：美元兑人民币 vs CFETS 人民币汇率指数



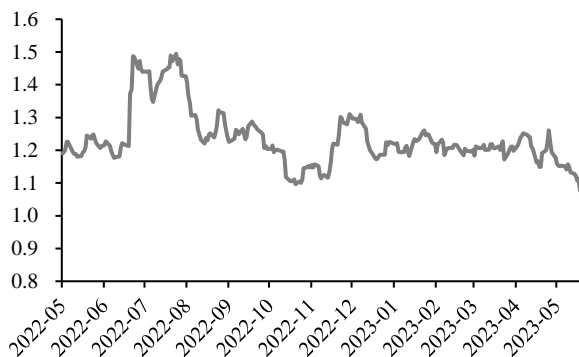
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：美元兑人民币外汇掉期报价



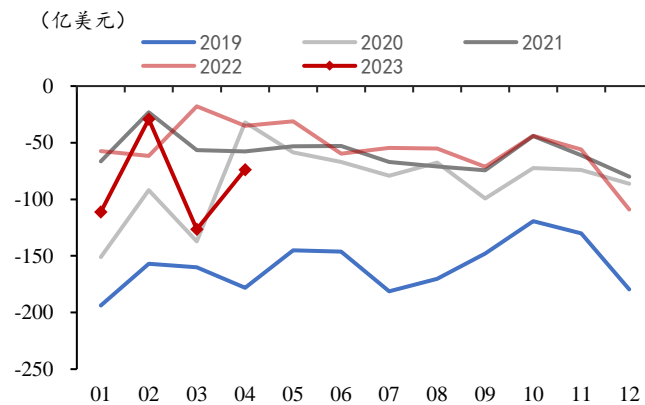
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：USDCNH 看涨期权隐含波动率/看跌期权隐含波动率



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图 4：服务贸易项结售汇差额



资料来源：wind，民生证券研究院

## 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