

今年以来，人民币对美元贬值，美元兑在岸人民币汇率一度跌破 7.3。汇率压力之下人民币资产表现不佳，市场关注当前汇率围绕着哪些线索定价？

➤ 全球经贸景气度是人民币汇率定价的线索之一

中国国际收支平衡表来看，中国境内外资金流动的主要扰动分项在于经常账户，即进出口贸易较大程度影响跨境资金流向并影响人民币汇率。**正因如此，全球经贸景气度是人民币汇率定价线索之一。**

自 2022 年以来，海外货币紧缩周期持续，全球需求持续下滑，经贸景气度下降，人民币汇率也持续承压，全球经贸周期何时触底回升是汇率定价的重要指标。

➤ 中美货币政策差是人民币汇率走势的线索之二

我们复盘自 2015 年 811 汇改以来三轮人民币贬值发现：**中美货币政策差是汇率定价的线索之二，中美货币政策差还会影响人民币汇率贬值深度。**

2015.08-2016.12：人民币汇率贬值 17 个月。期间，中美货币政策一度持续背离，直到 2016 年三季度才重新同步。

2018.03-2018.10：人民币汇率贬值持续 7 个月，期间，中美货币政策曾短暂背离，直到 2018 年四季度末趋于同步。

2019.05-2020.5：人民币汇率贬值 4 个月持续震荡。期间，中美货币政策均处于宽松过程中。

➤ 本轮中美货币政策差较大，政策利率深度背离。

中美货币政策长时间背离。自 2021 年 12 月，央行开启新一轮降准降息，拉开了本轮国内货币政策宽松序幕，而 2022 年一季度美联储开启加息周期。截至 2023 年 9 月，当前中美货币政策背离已经超过 20 个月。

中美货币政策利率深度背离。自 2021 年 12 月，国内已经经历 4 轮完整的降息。而美联储进行了历史上速度最快的加息，幅度已达 525BP。

➤ 中美资产相对收益率是人民币汇率走势的线索之三

人民币和美元资产的相对收益率变化，驱动金融账户下资金流动，进而带动汇率变化，是人民币汇率定价的线索之三。

当前人民币资产与美元资产收益率倒挂。最为代表性是，当前中美 10 年期国债利率倒挂约 160BP，这是过去三轮贬值从未出现过的情况。如果把房地产纳入人民币资产一部分，那么当前人民币资产相对于美元收益率可能更低。

人民币与美元资产相对收益率变动，影响金融账户下资金流动。若中美资产收益率倒挂程度较深，无论是对短期波动更为敏感的证券投资，还是着眼于长期的直接投资，流出的压力都较大，金融账户或持续逆差。

➤ 未来人民币汇率仍会沿着以上三条线索演绎

首先，全球贸易仍然会驱动大规模的资金跨境流动，决定人民币汇率未来的方向。

其次，中美货币政策的边际变化仍然会在短期内造成人民币汇率波动。

最后，如果人民币资产相对美元资产收益率提升，汇率的压力会缓解。

➤ 风险提示：货币政策超预期，地缘风险超预期。



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.全球大类资产跟踪周报：商品“走强”-2023/09/17

2.2023 年 8 月经济数据点评：8 月经济：拐点已现？-2023/09/15

3.2023 年 9 月央行降准点评：降准的“药效”-2023/09/15

4.美国 8 月 CPI 数据点评：美国二次通胀会不会来？-2023/09/14

5.宏观事件点评：资金紧张是否应归咎于汇率贬值？-2023/09/12

目录

引言	3
1 人民币汇率的线索一：全球经贸周期	4
2 人民币汇率的线索二：中美货币政策差	5
2.1 2015 年 8 月-2016 年 12 月：中美货币政策长期背离	5
2.2 2018 年 3 月-2018 年 10 月：中美货币政策短暂背离	6
2.3 2019 年 5 月-2020 年 5 月：中美货币政策基本同步	7
2.4 本轮中美货币政策背离的时间和幅度较大	8
3 人民币汇率的线索三：资产相对收益率	9
3.1 中美货币政策背离，人民币和美元资产收益率倒挂	9
3.2 资产收益率相对收益影响金融账户	10
4 总结：未来汇率继续沿着三条线索演绎	12
5 风险提示	13
插图目录	14

引言

今年以来，美元兑在岸人民币汇率一度突破 7.3，各类资产受制于汇率压力，表现欠佳。

市场疑惑人民币汇率后续如何演绎？本文认为，影响人民币汇率定价的因素虽然多，但本轮人民币汇率升贬值周期，最终可以归结为三条线索：全球经贸周期、中美货币政策差、资产收益率倒挂。

1 人民币汇率的线索一：全球经贸周期

人民币是贸易属性较强的货币，人民币汇率走势也与全球经贸周期高度相关。2020年下半年以来，全球经贸实际上历经了四个阶段：

阶段一：全球经贸上行周期，境内美元流动性充裕，人民币持续升值。

2020年下半年至2021年下半年，出口持续高景气度，带来了大量外汇储备资金流入。大规模外汇资金留存在企业和商业银行手中，境内美元流动性十分充裕，人民币也持续升值，最高一度升值至6.3左右。

阶段二：全球经贸周期拐点出现，人民币由升值转为贬值。

2022年上半年，全球经贸周期确认见顶回落，人民币由升值周期转为贬值周期。短期内人民币贬值，并引发套息交易平盘，对各类资产价格形成冲击。

阶段三：全球出口增速持续下降，美元流动性逐步收缩，人民币承压。

2022年下半年，人民币开启第二轮贬值，中国出口增速下降，境内美元流动性逐步收缩，人民币面临贬值压力。原本留存在企业和商业银行手中的外汇对汇率贬值压力形成缓冲，人民币贬值对金融市场的冲击趋缓。

阶段四：全球出口增速进一步下滑，美元流动性紧张，美元兑人民币逼近前几轮高点。

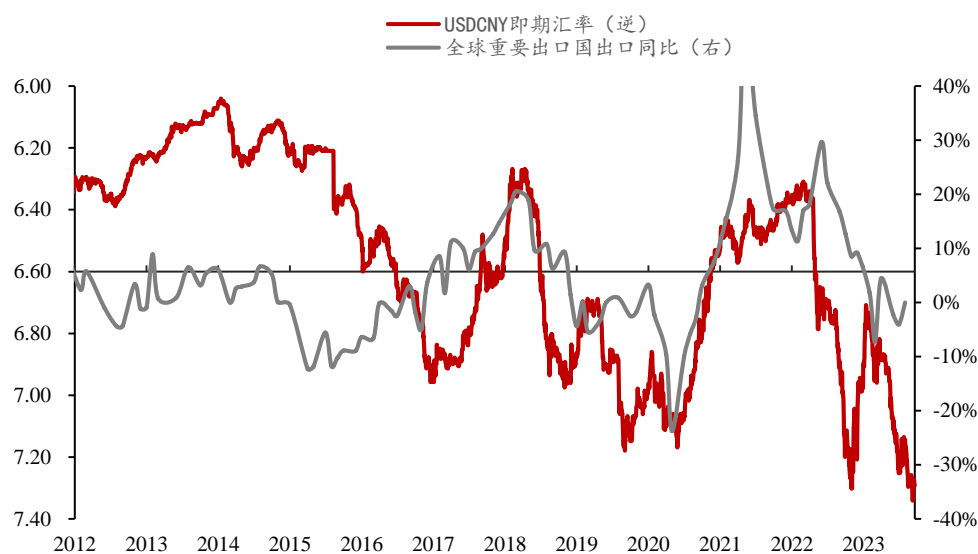
2023年一季度至今，境内美元流动性明显紧张，此时汇率出现第三轮快速贬值。加上企业短期集中购汇分红诉求，推动汇率短期内出现超调，但在境内美元流动性不足，美元指数易上难下的情况下，汇率持续逼近过去几轮贬值的低点。

当前全球经贸周期尚未触底回升。

我们在《资金流动视角看汇率》一文中指出：人民币汇率表现与经济贸易周期高度挂钩，人民币汇率中长期周期变化参考指标是全球经贸景气度。

全球主要经济体出口增速仍在下滑过程中，制造业PMI仍在下行趋势当中，海外货币政策仍持续收紧。

图1：全球重要经济体出口同比增速



资料来源：wind，民生证券研究院；注：重要经济体包括欧盟、美国、日本、中国四大经济体；出口数据截至2023年二季度末。

2 人民币汇率的线索二：中美货币政策差

我们复盘过去三轮人民币汇率周期，得出的规律是：中美货币政策差是汇率定价的另外一个线索：中美货币政策差影响人民币汇率贬值的深度。

2.1 2015年8月-2016年12月：中美货币政策长期背离

在此期间，人民币汇率由 6.32 上升到 6.96，贬值幅度超过 10%，贬值周期长达 17 个月。

当时人民币贬值压力与当前情形相似，核心原因是中美经济走势分化、货币政策周期背离。

2015年-2016年，美国经济处于弱复苏，而国内经济面临下行压力，中美货币政策周期背离。2015年8月到2016年上半年，央行多次降准降息，而美联储加息周期开启，推动美元指数维持强势，人民币贬值压力加大。

过去长期升值积累的套利资金消退，人民币贬值压力持续。

2013年开始，中国经济增速有所放缓，内需动能偏弱。但由于过去人民币汇率弹性不大，人民币汇率长期保持升值，大量套利资金涌入。最为典型的是离岸人

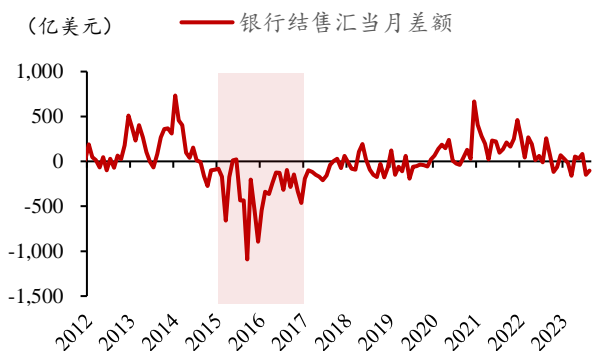
民币市场积累了大量的套利资金，境外人民币存款规模持续高增。

2015年811汇改后，贬值压力一次性释放，大量的套利资金加速流出，银行代客结售汇逆差一直持续到2016年年末，境内美元流动性快速收紧，人民币汇率也由2015年8月的6.32贬值至2016年末的6.96。

中美货币政策由背离转为同步，汇率贬值压力暂缓。

另一方面，2016年经济动能持续修复，PSL工具配合“棚改”推动国内新一轮地产上行周期，有效拉动内需。此时央行货币政策开始逐步转紧，而美联储2016年仅加息一次，中美货币政策差逐步收敛，人民币汇率贬值压力暂缓。2017年，中美货币政策保持同步收紧，人民币汇率持续升值。

图2：银行结售汇规模



资料来源：wind，民生证券研究院；注：最新数据截至2023年8月

图3：香港离岸人民币存款规模



资料来源：wind，民生证券研究院；注：最新数据截至2023年7月

2.2 2018年3月-2018年10月：中美货币政策短暂背离

2018年3月下旬至10月末，人民币汇率贬值幅度约11%至6.97，贬值周期约为7个月。

此次人民币贬值，对应的背景仍是中美经济基本面分化，货币政策短暂背离。

资管新规颁布，金融机构去杠杆，国内社融增速下降，经济压力增大，部分债务风险暴露。与此同时，美国经济在新一轮减税政策的刺激下，失业率则有所回落，经济增长动能较强。

中美经济基本面走势分化，货币政策也短暂背离。

2018年美联储持续加息，年内加息4次，并配合缩表，全球美元流动性显著收紧。与此同时，国内货币政策则保持相对宽松，尽管央行没有降息，但4月、7月、10月分别降准100BP、50BP、100BP，中美10年期国债利差收窄，人民币贬值压力增大。

贸易摩擦短期加速汇率贬值。

2018 年中美贸易摩擦不断升级，人民币汇率快速贬值定价贸易摩擦。3 月 22 日，中美贸易摩擦开启；4 月 16 日美国宣布对中兴制裁，贸易摩擦升级；6 月 16 日，美国正式宣布对华加征关税，人民币贬值开始逐步加速。

2018 年三季度是人民币贬值幅度最大的时期，但出口数据当时依然有韧性，整个三季度出口增速与二季度基本持平，说明出口走弱并不是引发贬值的核心原因。

货币政策由背离转为同步，贸易摩擦缓和，人民币汇率企稳。

四季度人民币汇率基本企稳，一方面，四季度中美贸易摩擦才有所缓和；另一方面，美联储在 10 月确认加息进程即将结束，中美货币政策差边际收敛，人民币贬值也告一段落。

图4：出口增速 vs 美元兑人民币汇率



资料来源：wind，民生证券研究院；注：最新数据截至 2023 年 9 月

2.3 2019 年 5 月-2020 年 5 月：中美货币政策基本同步

2019 年 5 月至 2020 年 5 月，本轮贬值人民币汇率由 6.77 最多贬至 7.20，贬值幅度约 6%，贬值周期为 12 个月。

本轮贬值重要背景是中美贸易摩擦再度升级，人民币贬值压力再起。

2019 年 5 月 6 日，美国宣布自 5 月 10 日起，对 2000 亿美元中国输美商品加征的关税从 10%上调至 25%；同日，央行公告定向降准。在此情形下，人民币开始新一轮贬值。

8 月 2 日，中美贸易摩擦再起，美国威胁从 9 月 1 日起对 3000 亿美元中国

输美商品加征 10% 关税，随后在 8 月 5 日，人民币汇率破 7，次日美国财政部将中国列为汇率操纵国。

8 月 15 日，美国贸易代表办公室宣布将对约 3000 亿美元自华进口商品加征 10% 关税，人民币贬值压力进一步加大。

不同于前两轮贬值，本轮贬值中美货币政策基本同步宽松，本轮人民币汇率贬值压力小于前两轮。

2019 年美联储货币政策转向宽松，当年 9 月美联储开启新一轮降息周期，随后国内也进行了多次降息降准。

美元兑人民币汇率贬值过程在 2019 年 9 月也告一段落，美元兑人民币汇率开始回落，并且一度升破 7 这一关键点位。尽管 2020 年初疫情一度对汇率形成扰动，但人民币汇率并未跌破 2019 年 9 月的点位。2020 年上半年，海外货币政策转向大规模宽松，人民币汇率贬值压力整体可控。

所以在中美货币政策基本同步的情况下，本轮人民币贬值的时长还是幅度均不及前两轮。

图5：2019年5月-2020年5月美元兑人民币汇率



资料来源：wind，民生证券研究院；

2.4 本轮中美货币政策背离的时间和幅度较大

2015 年 811 汇改之后，人民币汇率转为双向波动，中美货币政策实际上经历了三次背离：2014 年 9 月-2016 年 3 月、2018 年 3 月至 2018 年 12 月、2021 年下半年至今。但是本轮中美货币政策背离的时间和幅度较大。

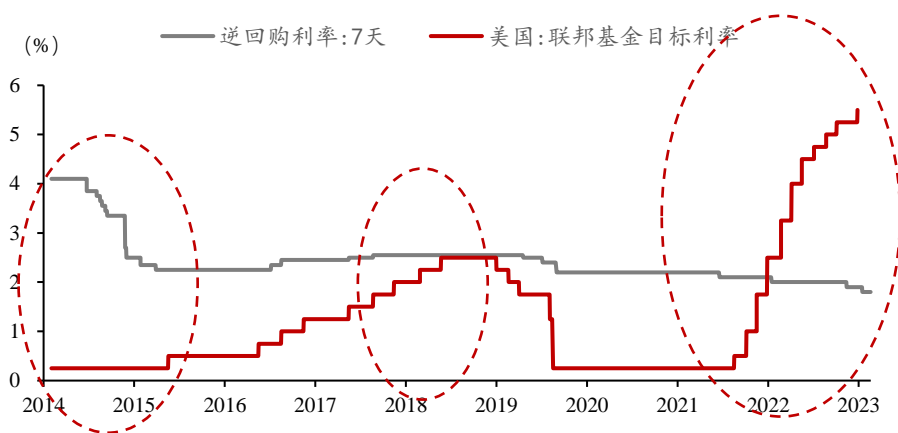
其一是货币政策背离时间。

自 2021 年 12 月，央行开启新一轮降准降息，拉开了本轮国内货币政策宽松的序幕，而 2022 年 3 月美联储开启加息。截至 2023 年 9 月，中美货币政策背离时间已经达到了 20 个月。

其二是政策背离幅度。

本轮国内货币政策宽松，当前已经经历四轮完整的降息，美联储当前已经加息 525BP，创历史最快加息速度。

图6：中美政策利率对比



资料来源：wind，民生证券研究院；注：最新数据截至 2023 年 8 月

3 人民币汇率的线索三：资产相对收益率

3.1 中美货币政策背离，人民币和美元资产收益率倒挂

我们把国债收益率作为人民币资产和美元资产的无风险收益率，在货币政策背离的状况下，人民币和美元资产的收益率倒挂。

前两轮货币政策背离期间，中美 10 年期国债收益率均会快速收窄，但本轮中美 10 年期国债持续倒挂的情况较为罕见。

2014 年 9 月-2016 年 3 月，中美 10 年期国债利差快速收窄，在 2015 年 12 月录得低点 48.6BP。

2018 年 3 月-2018 年 12 月，中美 10 年期国债利差也持续收窄，2018 年 11 月，一度收窄至 24BP。

2021 年 12 月至今，中美 10 年期国债持续收窄，当前已经倒挂达约 160BP。

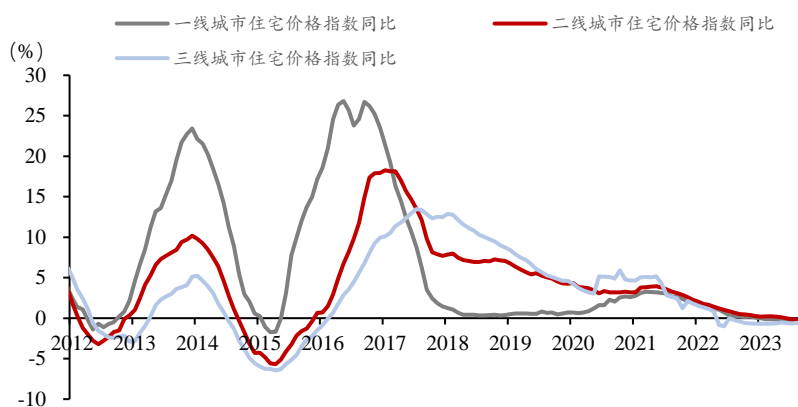
其次，房地产作为中国居民资产配置的最重要组成部分，房地产价格小幅下滑，也导致人民币资产收益率下降。

我国居民大量的资产配置在房产上，根据央行 2020 年 4 月发布的《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，我国城镇居民资产 79.6%配置为实物资产，其中住房中的比例高达 59.1%，仅 20.6%资产配置在金融资产，这意味着居民对房地产价格的敏感度要高于金融资产。

当前房地产价格下跌，也会同步制约股票、商品等资产表现，此时人民币资产收益率下降，吸引力会有所减弱。

也就是说如果将广义的资产回报进行对比，当前人民币资产与美元资产收益倒挂的程度可能更深。

图7：房地产价格指数



资料来源：wind，民生证券研究院；注：最新数据截至 2023 年 8 月

3.2 资产收益率相对收益影响金融账户

人民币资产提供的收益率竞争力有限，对海外资金的吸引力下降。这种情况下，金融账户下资金流出的压力较大。

过去三轮贬值，经常账户本身并不强。

自 2014 年 9 月至 2020 年之前，经常账户结售汇持续录得逆差，并且在 2015 年 9 月经常账户结售汇逆差一度超过 700 亿美元。

一方面，贬值周期内，出口景气度较低，货物贸易资金净流入规模缩减；另一方面，中国居民购买海外服务贸易的需求偏强，服务贸易逆差持续走阔。所以经常

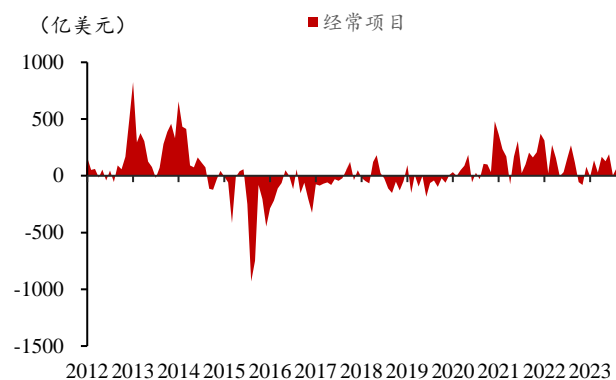
账户持续录得逆差，尤其是在贬值压力较大时，逆差也会随之走阔。

但人民币资产收益率相对可观，金融账户下的流出压力并不大。

过去三轮贬值过程中，除 2015-2016 年证券投资结售汇持续逆差外，证券投资结售汇大部分时段均保持净流入。也就是说，即使短期内中美货币政策背离，国内经济动能有所走弱，但人民币资产收益率相对可观，对海外资金的吸引力仍强。

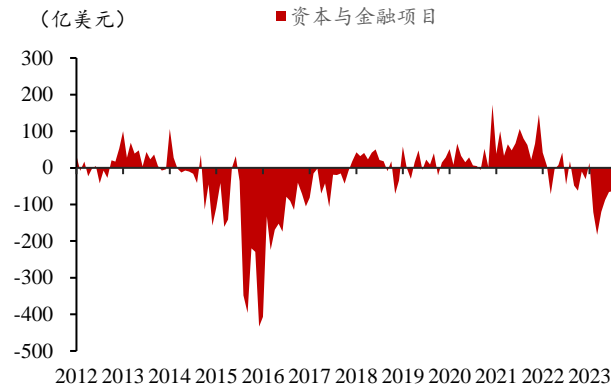
一方面由于中美资产收益率之差收敛，但整体人民币资产收益率仍高于美元资产，证券投资项下流出持续时间相对较短，且流出规模较小。

图8：经常账户结售汇差额



资料来源：wind，民生证券研究院；注：最新数据截至 2023 年 8 月

图9：资本与金融项目结售汇差额



资料来源：wind，民生证券研究院；注：最新数据截至 2023 年 8 月

另一方面，过去 20 年，中国中长期经济增速高于海外，直接投资的资金来源不断流入。

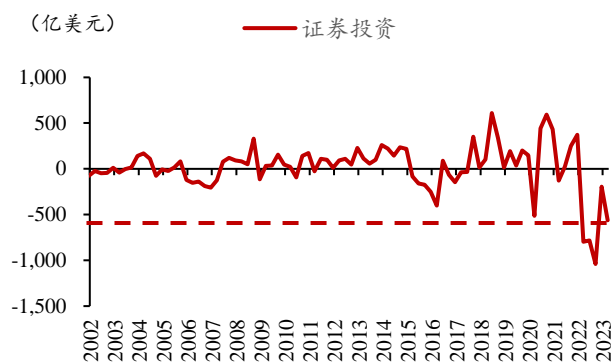
自 2002 年以来，中国受益于生产成本优势，以及经济高速增长所提供的高额投资回报率，吸引了海外资金在中国直接投资，且这些投资决策往往是基于长期考虑，受短期经济周期波动的影响较小。

图10: 直接投资国际收支差额



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 最新数据截至 2023 年一季度

图11: 证券投资国际收支差额



资料来源: wind, 民生证券研究院; 注: 最新数据截至 2023 年一季度

若人民币资产收益率持续不及海外资产，金融账户压力较大。

中国高速增长带来的高投资回报率，吸引海外资金不断流入中国，推动人民币汇率走强。即使短期内受制于货币政策背离等等因素，人民币资产依然足够有吸引力，金融账户下资金流出压力不大。但如果人民币资产的收益率长期低于海外资产的收益率，金融账户资金流出的压力会相对更大。

4 总结：未来汇率继续沿着三条线索演绎

展望未来人民币汇率走势，我们认为这三条线索仍然牵引未来人民币汇率的走势。

首先，全球贸易周期是线索之一，贸易活动驱动资金流动，这也决定了人民币汇率未来演绎的方向。

其次，中美货币政策差是线索之二，两国货币政策上边际变化仍然会在短期内造成人民币汇率波动。

最后，人民币资产相对美元资产收益率是线索之三，若两者收益率差值能收窄，那么金融账户压力就会有所缓解，人民币汇率的压力也会减轻。

5 风险提示

1) **货币政策超预期。**国内或者海外货币政策超预期调整，会导致汇率波动超出本篇报告预期。

2) **地缘风险超预期。**若地缘风险超预期，人民币汇率有可能会出现超预期波动。

插图目录

图 1: 全球重要经济体出口同比增速.....	5
图 2: 银行结售汇规模.....	6
图 3: 香港离岸人民币存款规模.....	6
图 4: 出口增速 vs 美元兑人民币汇率.....	7
图 5: 2019 年 5 月-2020 年 5 月美元兑人民币汇率.....	8
图 6: 中美政策利率对比.....	9
图 7: 房地产价格指数.....	10
图 8: 经常账户结售汇差额.....	11
图 9: 资本与金融项目结售汇差额.....	11
图 10: 直接投资国际收支差额.....	12
图 11: 证券投资国际收支差额.....	12

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