

人民币贬值，需要担心吗？

近日，外资流出扰动下人民币兑美元快速贬值，如何理解这一现象？历史上外资扰动后人民币汇率如何演绎？此次又有何异同？本文分析，可供参考。

➤ 一问：近期，人民币汇率为何走弱？外部冲击扰动下，外资阶段性流出

2022 年 3 月以来，人民币兑美元汇率快速贬值，外部冲击下外资流出是主要原因。3 月 1 日-15 日，人民币兑美元汇率贬值 1.09%。一方面，外资流出对人民币汇率形成显著拖累，其中北上资金在此期间净流出 645 亿元。另一方面，2021 年以来中美利差由 2.25% 持续收窄至 0.59%，趋近 10 年内低位。利差保护减弱后，美国货币政策的正常化也对人民币汇率造成扰动。

外部冲击下市场情绪的过度释放，造成了近期外资大幅流出。近期，俄乌冲突不断升温，对投资者风险偏好形成明显压制。避险情绪导致资金从新兴市场流出，带动新兴市场货币的普遍贬值。同时，3 月 10 日美国 SEC 对中概股公司问责，3 月 14 日俄罗斯被调出新兴市场指数，这两起事件进一步引发外资对中美金融“脱钩”的担忧，情绪的过度释放导致资金恐慌式流出。

➤ 二问：历史上，外资流出时汇率如何演绎？短期冲击后，重归基本面

2015 年“811”汇改以来，权益市场上，北上资金曾出现过 5 次快速净流出。其中 2018 年 10 月、2020 年 3 月和 2020 年 8 月，北上资金外流受外部冲击主导，冲击引发的市场担忧缓和后，人民币兑美元汇率均大幅升值。与之不同的两次发生在 2015 年 10 月与 2019 年 3 月，这两轮北上资金外流期间人民币汇率快速贬值，但北上资金企稳后人民币仍延续了贬值态势。

整体而言，短期冲击引发的市场担忧往往持续性较弱，人民币会快速回归基本面。从历史上来看，三次短期冲击引致的外资流出持续性相对较弱，随着冲击的逐步缓和，外资趋稳后人民币汇率将重归基本面。其他两次中，2015 年的持续贬值，主因是人民币在汇改前积蓄了巨大的贬值压力；2019 年的持续贬值，则因为贸易战持续加码，引发市场对中美经贸“脱钩”担忧。

➤ 三问：往后看，人民币汇率会怎样？短期扰动有所缓解，中期有基本面支持

短期，金稳会与中美元首通话后，外部冲击等引发的“脱钩”担忧明显缓解。3 月 16 日，金稳会的召开稳定了市场的恐慌情绪。会议正面回应了中概股问题，表示中美双方的沟通已取得积极进展。3 月 18 日，中美元首直接通话为中美关系稳定发展、管控分歧、避免误判定调，进一步缓解了市场对中美金融脱钩的担忧。随着投资者预期的改善，市场信心得以重振。

中期，外部冲击弱化后，人民币汇率将重归基本面驱动；中美经济分化与我国出口高景气，将继续对人民币形成有力支持。美国经济修复最快的阶段已然看到，而中国“政策底”夯实、“经济底”在即，经济走势分化有利人民币汇率。再者，油气价格居高、煤炭价格趋稳，巨大的内外能源价差有利于中国出口商品保持高竞争优势，贸易链高景气有望对汇率形成进一步支撑。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、全球需求和供应链中断恢复不及预期

赵伟 分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐 分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

李欣越 联系人
lixinyue@gjzq.com.cn

内容目录

一问：近日人民币汇率为何走弱？外部冲击扰动下，外资阶段性流出	3
二问：历史上，外资流出时汇率如何演绎？短期冲击后，重归基本面	4
三问：往后看，人民币汇率会怎样？短期扰动有所缓解，中期有基本面支撑	7

图表目录

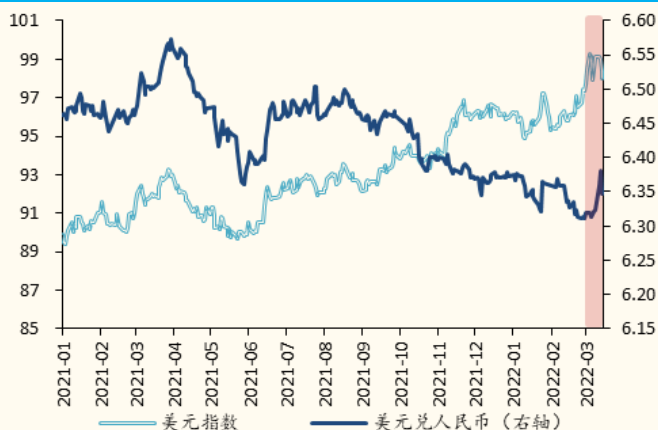
图表 1：3 月以来，人民币兑美元汇率贬值	3
图表 2：人民币兑其他主要经济体货币仍有升值	3
图表 3：近日短期资本快速外流造成了人民币贬值	3
图表 4：中美利差的大幅收窄同样影响了人民币汇率	3
图表 5：避险情绪下新兴市场货币普遍贬值	4
图表 6：美国对 5 家中概股公司的问责加剧了市场担忧	4
图表 7：2015 年“811”汇改后北上资金曾出现过 5 次阶段性流出	4
图表 8：2015 年 10 月，北上资金大幅流出	5
图表 9：“811”汇改前人民币积蓄了巨大贬值压力	5
图表 10：2018 年 10 月中美贸易战引发外资流出	5
图表 11：2018 年底中国经济趋稳，美国经济下行	5
图表 12：2019 年 3-5 月，北上资金快速外流	6
图表 13：2019 年 3-5 月，中美贸易战愈演愈烈	6
图表 14：2020 年 3 月，新冠引发美元流动性危机	6
图表 15：美元流动性危机缓和后，人民币大幅升值	6
图表 16：2020 年 7 月，中美关系趋紧，北上资金外流	7
图表 17：中美疫情出现显著分化	7
图表 18：5 次外资流出期间与后续人民币兑美元汇率走势	7
图表 19：金稳会缓解了市场对中美金融脱钩的担忧	8
图表 20：PMI 来看，中美经济所处的阶段明显不同	8
图表 21：1-2 月我国广义财政支出加快	8
图表 22：东南亚国家油气依赖度显著高于我国	9
图表 23：2022 年以来国内外动力煤价格显著分化	9
图表 24：2020 年 4 月以来，油气价格快速飙升	9
图表 25：贸易顺差有望对人民币形成有力支撑	9

近日，外资流出扰动下人民币兑美元快速贬值，如何理解这一现象？历史上外资扰动后人民币汇率如何演绎？此次又有何异同？本文分析，可供参考。

一问：近日人民币汇率为何走弱？外部冲击扰动下，外资阶段性流出

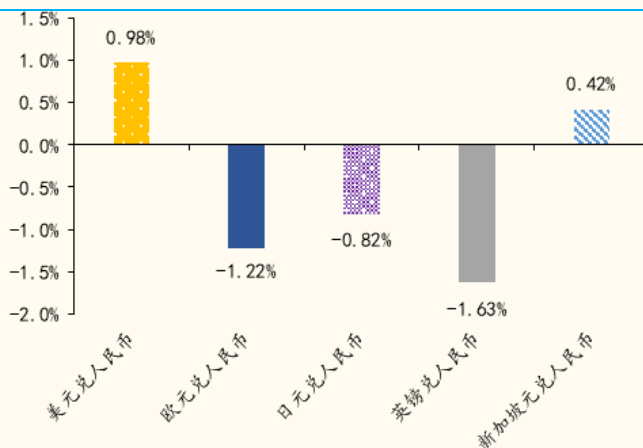
2022年3月以来，人民币兑美元汇率快速贬值。3月1日至3月15日期间，美元指数快速升值2.36%，人民币兑美元汇率则贬值1.1%。其中3月14日-15日人民币快速下跌0.9%，为2020年3月疫情冲击以来人民币最快的贬值速度。此轮人民币主要对美元走弱，兑其他主要经济体货币仍以升值为主。期间相对英镑、欧元和日元，人民币分别升值了1.63%、1.22%和0.82%。

图表 1：3 月以来，人民币兑美元汇率贬值



来源：Wind，国金证券研究所

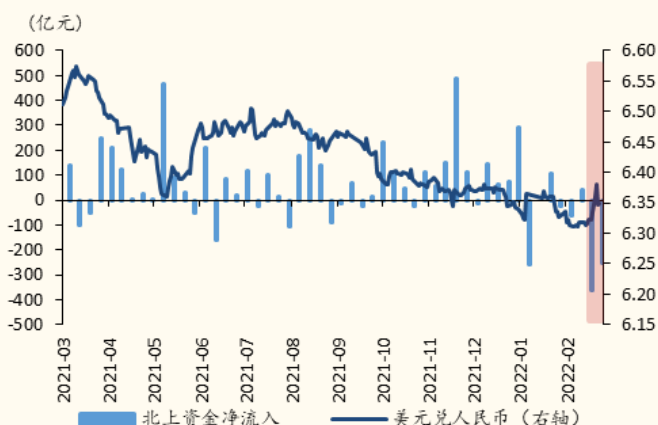
图表 2：人民币兑其他主要经济体货币仍有升值



来源：Wind，国金证券研究所

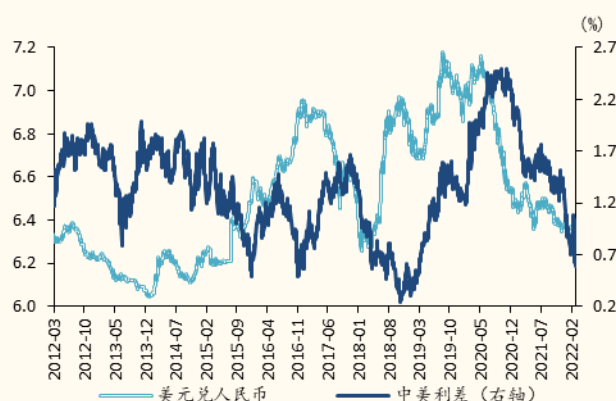
此轮人民币贬值主要受短期资本外流冲击，中美利差收窄对汇率也有一定扰动。一方面，北上资金大幅外流，对人民币汇率造成了显著的拖累。3月1日-3月15日，北上资金大幅净流出645亿元，创开通以来最大单月净卖出；另一方面，2021年以来中美利差由2.25%持续收窄至0.59%，趋近10年内低位。利差保护减弱后，美国货币政策的正常化也对人民币汇率造成扰动。

图表 3：近日短期资本快速外流造成了人民币贬值



来源：Wind，国金证券研究所

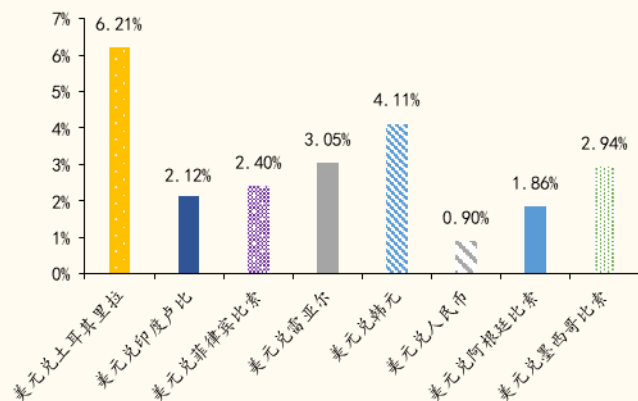
图表 4：中美利差的大幅收窄同样影响了人民币汇率



来源：Wind，国金证券研究所

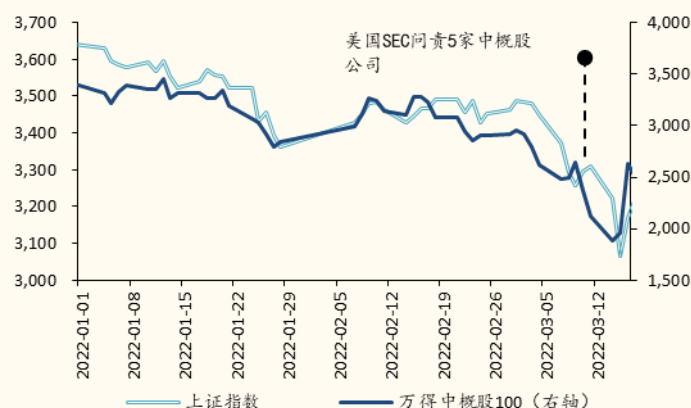
外部冲击下市场情绪的过度释放，造成了近期北上资金的大幅流出。2022年2月24日俄罗斯正式出兵乌克兰以来，俄乌冲突不断升温，投资者风险偏好受到显著压制。避险情绪导致资金从新兴市场流出，带动新兴市场货币的普遍贬值。冲突以来，韩元、雷亚尔、印度卢比、人民币兑美元分别贬值4.1%、3.1%、2.1%和0.9%。同时，3月10日美国《外国公司问责法案》对5家中概股公司问责，3月14日俄罗斯被调出新兴市场指数，两起事件进一步加深了外资对中美金融“脱钩”的担忧，3月14日-15日北上资金大幅流出304亿元。

图表5：避险情绪下新兴市场货币普遍贬值



来源：Wind，国金证券研究所

图表6：美国对5家中概股公司的问责加剧了市场担忧

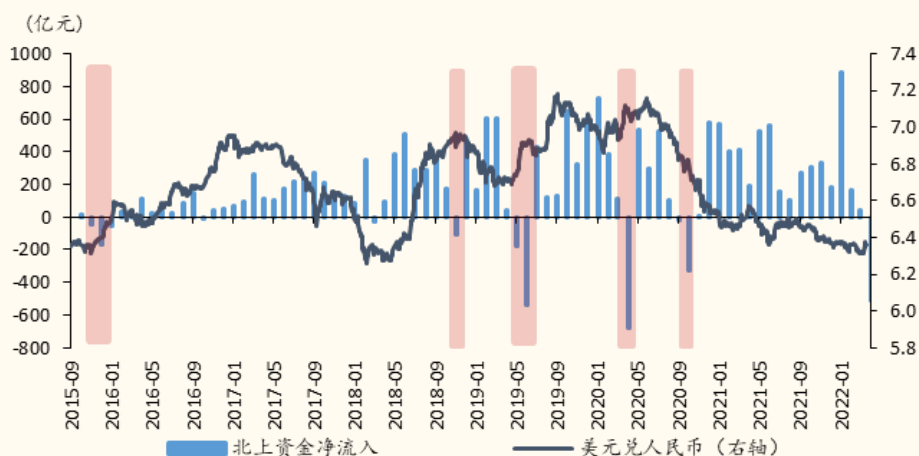


来源：Wind，国金证券研究所

二问：历史上，外资流出时汇率如何演绎？短期冲击后，重归基本面

2015年“811”汇改以来，从权益市场来看，外资曾出现过5次快速净流出。其中2018年10月、2020年3月和2020年8月，分别受中美贸易摩擦、美元流动性危机和中美关系再度趋紧这三次外部冲击的影响，前两次人民币阶段性贬值后再度升值，而2020年8月的外部冲击则未改人民币升值趋势。与之不同的两次发生在2015年10月与2019年3月，这两轮北上资金外流期间人民币汇率快速贬值，但北上资金企稳后人民币仍延续了贬值态势。

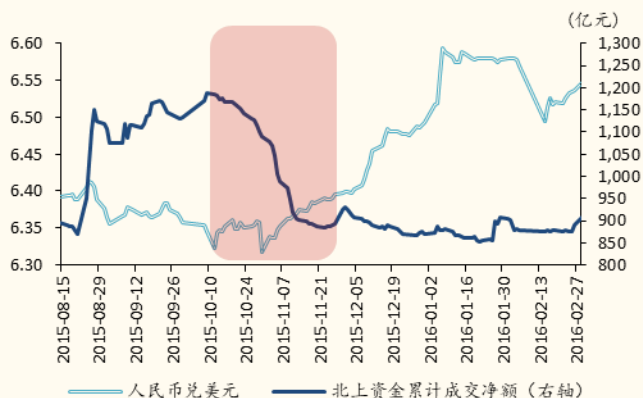
图表7：2015年“811”汇改后北上资金曾出现过5次阶段性流出



来源：Wind，国金证券研究所

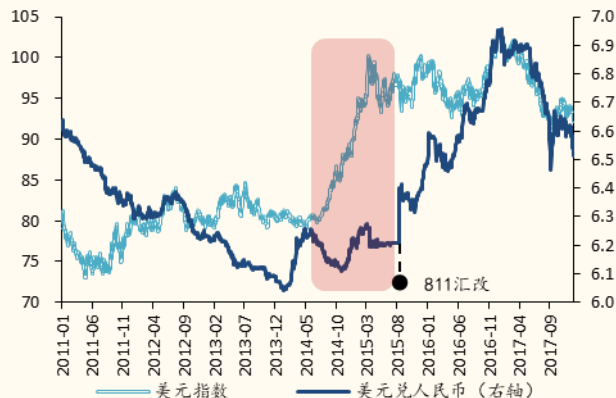
具体来看，2015年10月，北上资金在A股企稳后大幅流出，期间人民币快速贬值，外资趋稳后仍延续贬值。2015年5月起大幅调整的A股市场在多项措施救市下逐步企稳，并于10月反弹。出于对人民币币值的担忧，外资抓住反弹窗口大幅撤离。10月12日-11月25日，外资流出302亿元，人民币兑美元贬值1.1%。此轮贬值由“811”汇改前积蓄的贬值压力主导，2014年下半年至2015年1季度，美元快速升值，人民币则为加入SDR坚挺币值，累积出贬值堰塞湖。这一压力在汇改后集中释放，人民币贬值一直延续至2016年底。

图表8：2015年10月，北上资金大幅流出



来源：Wind，国金证券研究所

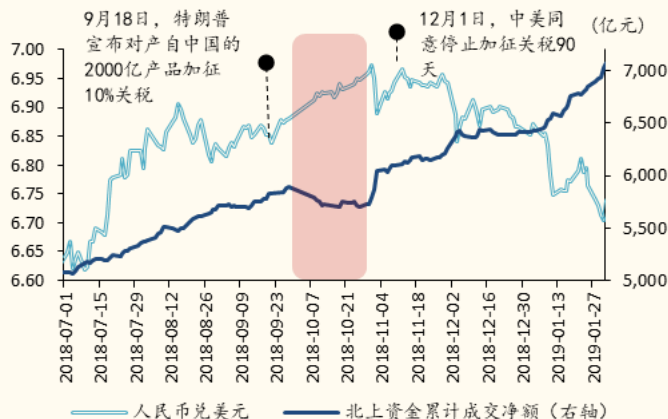
图表9：“811”汇改前人民币积蓄了巨大贬值压力



来源：Wind，国金证券研究所

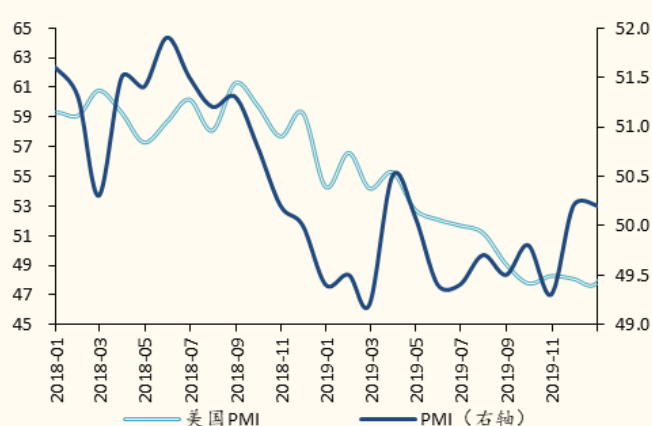
2018年10月，中美贸易摩擦升温下，外资流出带来人民币大幅贬值，外资趋稳后人民币转向升值。2018年9月18日，特朗普宣布对2000亿美元中国商品加征关税，中美摩擦快速升温。10月8日-26日，北上资金净流出193亿元，期间人民币兑美元大幅贬值1.0%。随着12月中美“休战”，贸易战冲击边际缓和，人民币汇率企稳后转向升值。彼时中美经济周期错位，中国自6月开始快速下行的PMI于年底逐步企稳，而随着特朗普税改刺激的趋弱与加息、缩表的抑制，美国经济仍在不断下行，基本面的分化支撑了人民币的长期升值。

图表10：2018年10月中美贸易战引发外资流出



来源：Wind，国金证券研究所

图表11：2018年底中国经济趋稳，美国经济下行



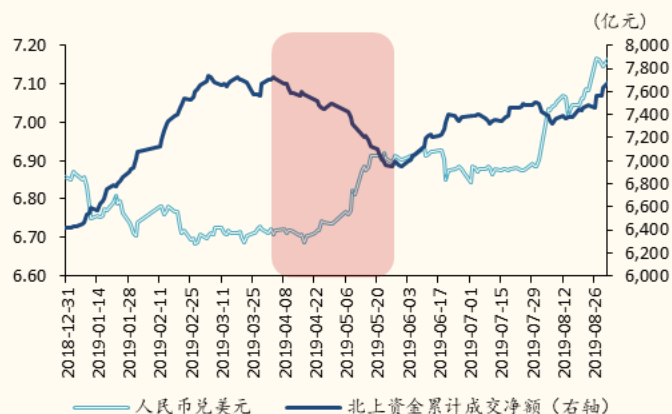
来源：Wind，国金证券研究所

2019年3-5月，出于对贸易战下中美脱钩的担忧，外资在春季躁动中大幅流出。随后，人民币阶段性企稳后再度贬值。2019年3-5月，中美多轮经贸高级别磋

商并未取得显著成果，反而中美双双提高关税税率。区别于 2018 年 10 月时摩擦在未来两月中快速缓和，此次在多轮谈判不顺后，市场对中美“脱钩”的担忧显著升温。2019 年 3 月 6 日-5 月 31 日，北上资金累计流出 780 亿元，人民币兑美元也大幅贬值 3.0%。中美脱钩担忧对市场情绪的主导下，人民币的贬值一直延续到 2019 年 10 月，直至 10 月 11 日第 13 轮经贸磋商平复市场担忧。

图表 12：2019 年 3-5 月，北上资金快速外流

图表 13：2019 年 3-5 月，中美贸易战愈演愈烈



时间	进展
2019年3月27日-29日	第8轮经贸高级别磋商
2019年4月3日-5日	第9轮经贸高级别磋商
2019年4月30日-5月1日	第10轮经贸高级别磋商
2019年5月5日	特朗普宣布计划5月10日起对2000亿美元中国商品关税税率提高至25%。
2019年5月8日	中方表示将对美方加征关税采取必要反制措施。
2019年5月10日	美国正式上调2000亿美元中国商品的关税至25%。
2019年5月13日	美国贸易代表办公室宣布将启动对3000亿美元中国商品加征25%关税程序。
2019年5月13日	中国政府宣布6月1日起对600亿美元清单美国商品加征关税。

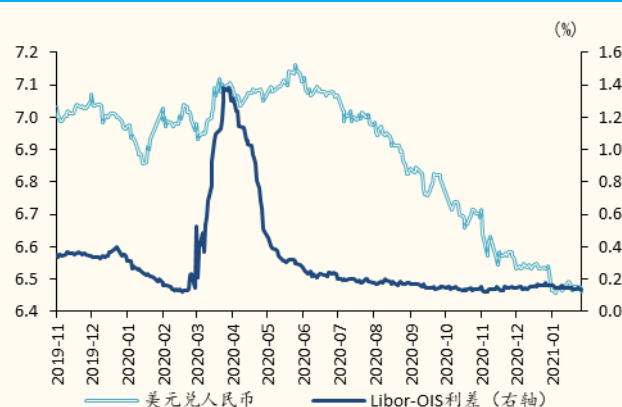
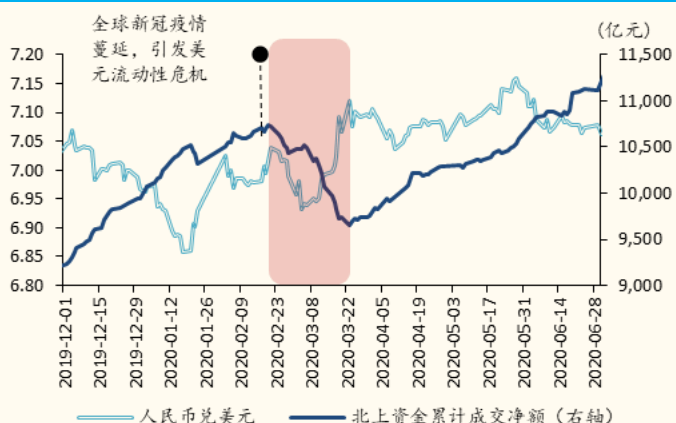
来源：Wind，国金证券研究所

来源：中国政府网，国金证券研究所

2020 年 2-3 月，新冠疫情引发美元流动性危机，外资快速流出，人民币汇率大幅贬值。美元流动性危机缓和后，人民币转为升值态势。2020 年新冠疫情蔓延，带来美元流动性危机，Libor-OIS 利差快速飙升至 1.4% 的高位。流动性危机下外资大幅流出。2 月 21 日-3 月 23 日，北上资金大幅流出 1084 亿元，人民币兑美元也贬值 1.1%。随着美元流动性的改善，恐慌之下的外资撤离也逐步缓和。美联储于 3 月 15 日紧急降息，并于 3 月 23 日重启 QE，外资流动与人民币汇率随即趋于稳定。而伴随着中美疫情传播的分化，人民币转为升值态势。

图表 14：2020 年 3 月，新冠引发美元流动性危机

图表 15：美元流动性危机缓和后，人民币大幅升值



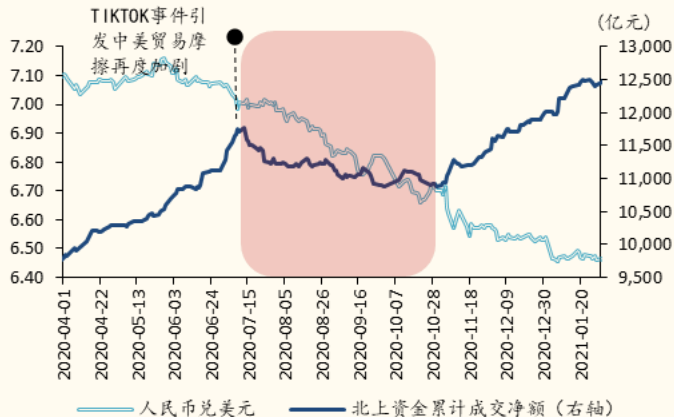
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

2020 年 7-9 月，中美关系趋紧引发外资流出，此次短期资本外流并未对汇率构成扰动，人民币币值依旧坚挺。2020 年 7 月，随着美国大选的临近，特朗普接连在封禁 Tik-tok、微信等事件上与我国发生冲突，中美关系的不确定性再度上升。7 月 14 日-9 月 30 日，北上资金累计净流出 898 亿元，而人民币兑美元

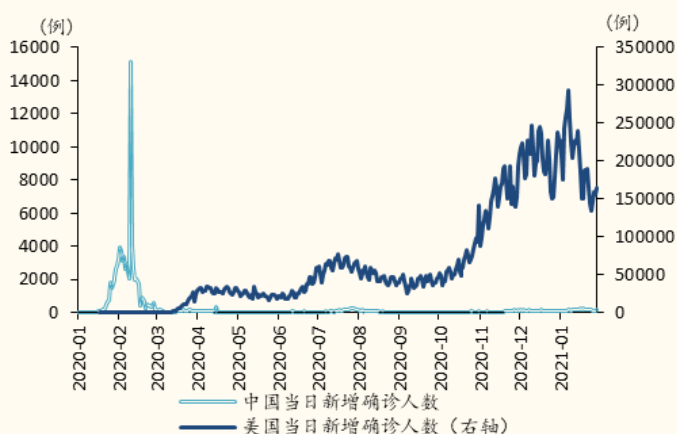
汇率在此期间则大幅升值 3.0%。究其原因，2020 年下半年，随着我国对疫情的有效控制，出口替代的拉动下中国经济快速复苏，而美国则深陷第二轮疫情之中。疫情之下，中美经济基本面显著分化，弱化了短期资本流动带来的冲击。

图表 16：2020 年 7 月，中美关系趋紧，北上资金外流



来源：Wind，国金证券研究所

图表 17：中美疫情出现显著分化



来源：Wind，国金证券研究所

整体而言，短期冲击引发的市场担忧往往持续性较弱，人民币会快速回归基本面。从过去五次北上资金大幅流出的历史来看，三次短期冲击引致的外资流出持续性相对较弱，随着冲击的缓和，外资趋稳后人民币汇率将重归基本面。其他两次中，2015 年的持续贬值，主因是人民币在汇改前积蓄了巨大贬值压力；2019 年的持续贬值，则因为贸易战持续加码，引发市场对中美经贸脱钩的担忧。

图表 18：5 次外资流出期间与后续人民币兑美元汇率走势

时间	交易日数	外资流出规模	外流原因	区间贬值幅度	后续汇率走势
2015/10/12至2015/11/25	33	302亿元	“811”汇改前人民币积蓄贬值压力	662bp	震荡后重归贬值
2018/10/08至2018/10/26	15	193亿元	中美贸易摩擦阶段性升温	664bp	震荡后转向升值
2019/03/06至2019/05/31	59	780亿元	贸易战持续加码，引发中美脱钩担忧	1981bp	震荡后重归贬值
2020/02/21至2020/03/23	22	1084亿元	疫情蔓延触发美元流动性危机	801bp	震荡后转向升值
2020/07/14至2020/09/30	57	898亿元	美国大选前中美关系趋紧	-2082bp	延续升值

来源：Wind、国金证券研究所

三问：往后看人民币汇率会怎样？短期扰动缓解，中期有基本面支持

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39656

