

人民币急贬的前因后果

2022 年 04 月 25 日

➤ 这一轮贬值有多快？

美元兑人民币汇率从 6.38 上升至 6.52。汇率水平创下 2021 年 7 月以来新高。

去年 7 月至今年 3 月初，人民币持续升值。过去仅一周时间，人民币汇率贬值幅度之大，已将过去 8 个月积累的升值悉数吐回。不仅如此，人民币单周贬值幅度达 1300 个基点，创下 2015 年“811 汇改”以来单周贬值之最。

➤ 本轮人民币急贬值，传统利差因素解释力有限。

传统框架下解释人民币汇率贬值，多用中美利差。4 月以来人民币贬值，一个不可忽视的背景是美债利率快速走高，中美利差急速缩窄，甚至 10 年期中美利差倒挂。近期日本、韩国等东亚经济体货币对美元贬值，背后原因还是在于美债利率持续走高。与这些国家一样，中美利差对本轮人民币贬值也存在一定的解释力。

然需注意，若利差对汇率存在较强解释力，需要满足一个前提，跨境资金无障碍流动。中美之间的资本和金融市场联动，远逊于欧美、美日等发达经济体。这也决定了中美利差对人民币汇率的解释力，远弱于日元、韩元等货币。

经验数据显示，中美利差缩窄的确不是本轮人民币汇率贬值的全部原因。毕竟去年下半年以来美债利率不断走高，中美利差持续缩窄，然而人民币汇率却保持了罕见升值韧性。

➤ 本轮人民币急贬值，更多矛盾缘自疫情所致的供应链内因。

我们理解疫情以来中美利差和人民币汇率之所以相悖，最重要的因素是中国出口支撑起极高的结汇需求。

本轮人民币汇率贬值，看似受离岸市场人民币汇率快贬带动。穿透下去，交易层面的答案是 4 月以来银行间外汇市场成交量骤缩。当前银行间外汇市场日均成交规模直逼 2020 年 3 月，甚至低于 2018 年绝大部分时期。

急速萎缩的银行间外汇市场成交，直白显示当下出口换汇骤降。出口换汇收缩背后是出口动能衰减。我们可以在 3 月 PMI 订单下降、4 月进港船只数量、4 月货运物流指数等得到同步验证。

年初一季度出口同比尚有 15%，4 月出口骤降，原因在国内疫情扰动。我们知道本轮疫情和以往本土疫情最大不同之处在于，当下供应链受约束。不论是国内物流，还是对外港口运货，短期之内尚未看到有效措施突破供应链约束，工业生产和出口得到实质性修复。

当支撑中国经济的最主要动能，出口和工业生产，也正在承受压力，最终人民币资产料将面临重估。近期中国主权债务 CDS 报价 73.4，高于 2018 年以及 2020 年 2 月。

➤ 如何看待后续人民币汇率走势？

着眼当下，交易因素决定如 4 月 18 日以来的人民币汇率大幅急贬，或告一段落。

展望短期，人民币汇率走势取决于两点因素，复工复产及稳增长发力节奏。毕竟，供应链约束和出口生产受压，这是本轮人民币贬值的根源所在。只有稳定国内经济，人民币汇率快贬或才迎来缓和。

展望长期，我们认为本轮疫情开启的人民币升值趋势或已结束。预计全球贸易已经进入收缩时期，这一趋势下，人民币汇率或难以继续维持强势。

风险提示：疫情持续时间超预期；海外通胀持续超预期上升；出口超预期恶化



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

目录

前言	3
1 近期人民币急贬，传统利差框架解释力有限	4
1.1 经验上中美利差可解释部分汇率变动	4
1.2 中美利差不能百分百解释人民币汇率	4
2 近期人民币急贬，矛盾在疫情所致供给约束	5
2.1 原因之一，出口结汇收缩	5
2.2 原因之二，国内风险上行	6
3 人民币汇率贬值的底层逻辑和未来展望	8
3.1 3月以来人民币汇率急贬的底层逻辑	8
3.2 交易层面大幅急贬的因素得到控制	8
3.3 本轮人民币升值周期或已结束	10
4 风险提示	11
插图目录	12

前言

4月18日以来，人民币快速贬值。美元兑人民币汇率从6.38上升至6.52，创2021年7月以来的新高。

2021年7月后积累的人民币升值幅度，已经在过去一周内全数回吐。不仅如此，人民币单周贬值幅度达1300个基点，创下2015年“811汇改”以来单周最大贬值幅度。

当前中美利差倒挂仍有进一步加剧迹象，国内股市也出现大幅下跌，人民币快速贬值引发市场高度关注，当前人民币贬值的根本原因是什么，未来人民币汇率走势如何？

1 近期人民币急贬，传统利差框架解释力有限

传统框架看人民币汇率，一般会诉诸中美利差。近期人民币汇率急贬，针对当下人民币汇率变动情况，我们检验传统中美利差框架的解释力有多强。

1.1 经验上中美利差可解释部分汇率变动

本轮中美利差急速收紧，相当一部分原因在于美债利率快速走高。美债利率作为全球利率的参考锚，它的走势深刻影响其他经济体利率走势，以及汇率变动。

从直观数据层面看，欧美发达经济体的利差对于汇率的走势解释力度更强。

德国、英国、日本等经济体，它们的利率与美债利率几乎同向相关。主要得益于这些国家与美国资本市场高联动。全球金融机构跨境资产配置较为便利。这种便利性还体现在金融和资本账户的资金流动性便利性极高，不仅仅只是体现在跟贸易相关的经常账户。

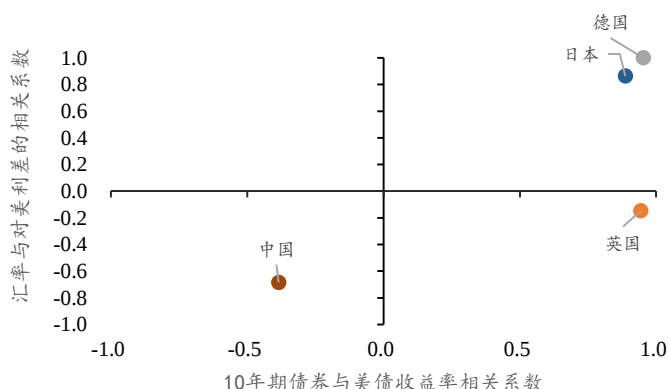
当前日本、韩国、新加坡等东亚经济体，疫情以来出口高增长，近期不约而同面临汇率贬值。

日本、韩国、新加坡三国，货币政策节奏不尽相同。韩国加息的节奏比美联储更早，而日本则是维持疫情以来的货币宽松政策。然而这三大东亚经济体，年初以来都纷纷面临贬值。只不过贬值幅度排序，日元最大，新台币、韩元其次。

从年初到4月18日，人民币汇率贬值幅度其实是相对其他经济体较小的，而4月18日之后人民币贬值开始加速，明显快于其他经济体。

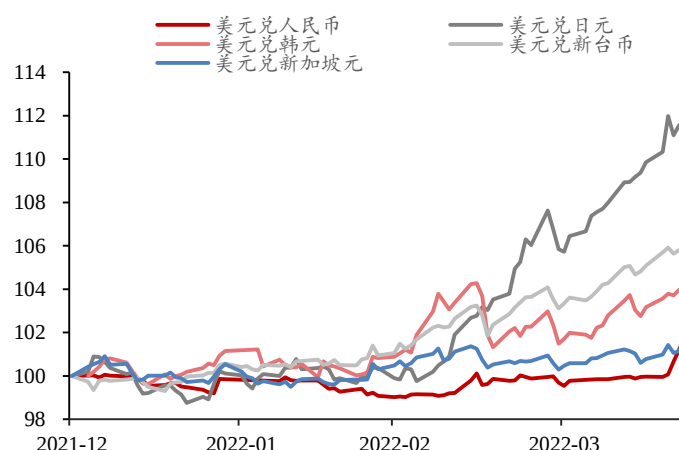
首先值得肯定，美国利率对实际上不同经济体的汇率都有一定解释力。中美利差缩窄同样可以解释人民币贬值。

图 1：2021 年以来不同国家汇率及国债利率，与美国国债利率相关性



资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：2022 年以来东亚经济体货币均贬值



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 中美利差不能百分百解释人民币汇率

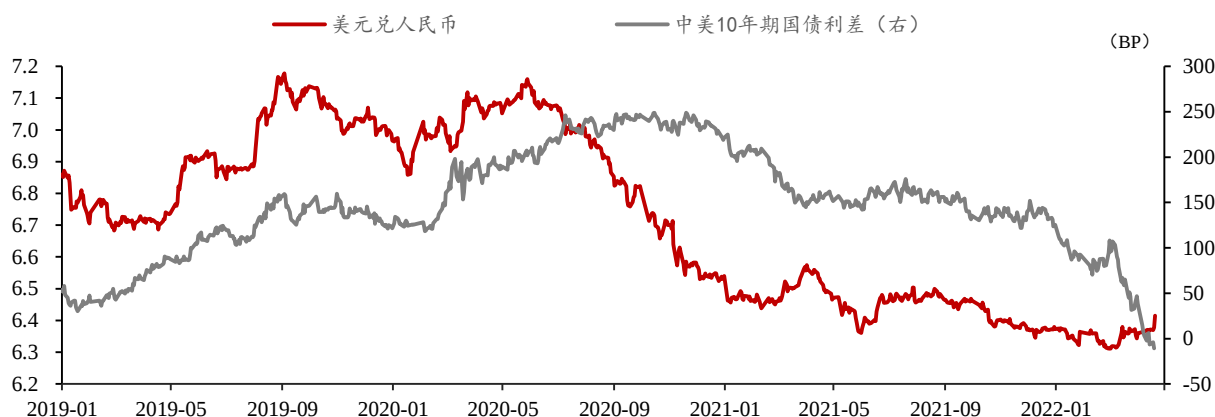
现在的问题是，中美利差是否成为本轮人民币汇率贬值的最根本原因？**经验数据告诉我们，中美利差对疫情以来人民币汇率走势的解释有限。**

以去年为例，2021 年中美 10 年期利差持续收窄，全年收缩幅度累计 98BP。然而这一过程中，人民币汇率体现出较强韧性，延续了 2020 年 6 月以来的升值趋势，全年升值 1739 个基点，自 811 汇改以来，单年升值幅度仅次于 2017 年和 2020 年，尤其是 2021 年下半年一度出现与美元指数背离的走势。

利差对汇率之所以有解释力，关键在于利率平价。即 A 国利率更高时，套利动机驱使资金从 B 国流向 A 国，因而 B 国相对 A 国的汇率贬值，反之亦然。需要注意的是，利率平价成立的前提是资金跨境流动性通畅。**将利率平价应用至现实，利差对汇率强解释的前提在于，跨进资金流动障碍要足够小，资金可以在两个跨境市场完成套利。**

当前美债市场和人民币市场联动显然不够紧密，资金在中美两个市场的流动也并不足够顺畅。这也是为何欧美发达经济体的国债利率相关性极强，两国利差对汇率的解释力也非常好。因为欧美发达经济体的金融和资本市场联动紧密。**对比欧美发达经济体，中美利差对人民币汇率的解释力度明显削弱。**

图 3：2021 年中美利差收窄 98BP，然而人民币汇率升值 1739 个基点，并在下半年持续走强



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 近期人民币急贬，矛盾在疫情所致供给约束

中美利差对当前人民币汇率有一定解释力，然而不能解释全部。尤其不能解释近期人民币汇率急速贬值。近期人民币汇率急贬，更多矛盾落在国内因素。

2.1 原因之一，出口结汇收缩

我们必须看到，本轮在岸人民币贬值受到离岸人民币带动，中间价意外调降，最终人民币突破6.4。

4月20日，受前一日晚间离岸人民币大幅贬值影响，人民币中间价相较前一日调贬276个基点，中间价设在6.3996，高于彭博的市场预测均值的101个基点，与市场预期的偏离幅度创过去一个月的新高。而在岸人民币也快速跌破6.40的关键点位，而近3个交易日中间价累计下调了335个基点，接近人民币整体跌幅的40%。

外汇市场成交量下滑水平堪比 2020 年 2 月，或反映出口结汇快速走弱，而前期支撑人民币的重要因素恰恰是旺盛的出口结汇需求。

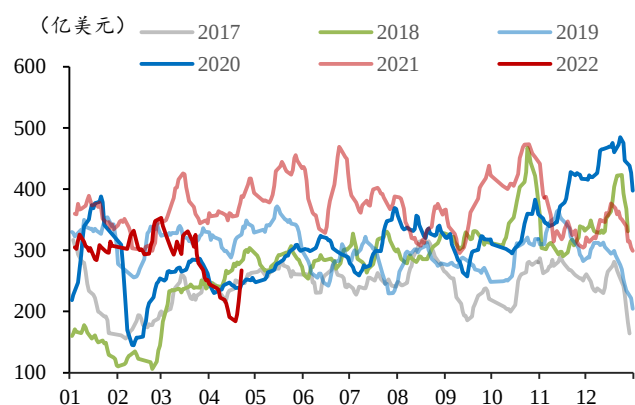
根据外汇市场成交数据反映，4 月外汇市场即期询价成交规模均值每天 200 亿美元左右，今年 1 至 3 月，银行间外汇市场成交规模均值在 300 亿美元左右，可见近期外汇市场成交规模显著萎缩。

而我国银行间外汇市场是主要由客盘结售汇驱动，可以推测前期支撑人民币大幅走高的结汇力量正在走弱，有可能反映 4 月及未来出口数据不佳。

我们前期专题《忧虑疫情对出口的三重冲击》中指出，当前上海疫情已经影响上海港口货运，并且当前全国物流受限，工业生产下滑，出口也进一步受到供应链约束。

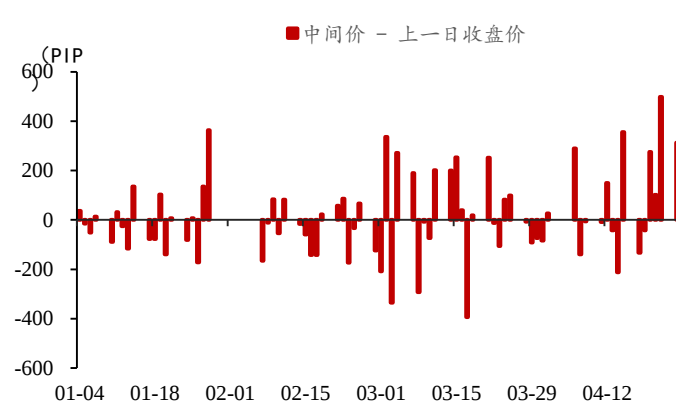
可见近期汇率急速贬值，更在于国内本土疫情所致出口下滑。

图 4：银行间外汇市场成交量急剧下滑



资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：人民币中间价调整幅度较大



资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 原因之二，国内风险上行

本轮疫情直接冲击工业生产和出口，汇率承压。不仅如此，本轮疫情和以往几轮本土疫情存在一个根本性的差异，以往本土疫情只冲击国内需求（主要影响消费和投资），然而本轮疫情影响供应链，进一步冲击出口和工业生产。

可以说本轮疫情对经济造成的影响是供需双杀。国内经济面临较大的下行压力，人民币资产也面临定价重估。有两个指标可以印证。

第一，中国主权债务的 CDS 报价快上行。

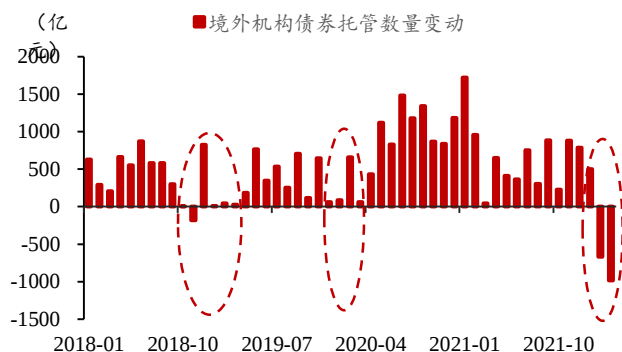
中国主权债务危机 CDS 报价，一般用作评估中国人民币资产定价风险。CDS 报价越高，意味着中国人民币资产风险走高。目前中国主权债务 CDS 已经攀至 73.2，几乎与 2018 年和 2020 年 2 月的 73.3 的水平持平。

要知道 2018 年中国面临中美贸易摩擦叠加去杠杆，而 2020 年 2 月中国更是经历新冠病毒首轮冲击，全国经济停摆。当前主权债务 CDS 报价意味着当前市场定价国内人民币资产所面临的风险，类似于 2018 年及 2020 年 2 月。

即使是去年 9 月以来地产企业连环违约潮，对金融体系构成的较大压力，CDS 报价也未飙

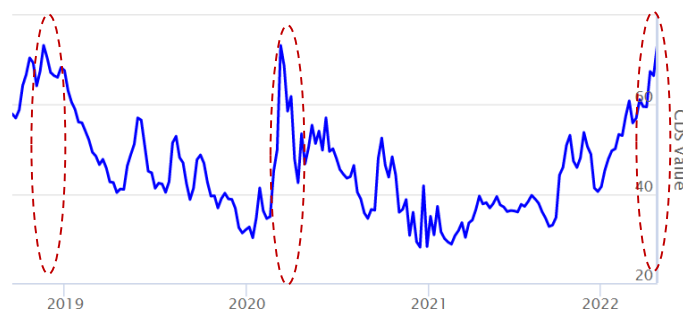
升到当前水平。而当前东部沿海地区疫情还在持续，对全国经济活动造成影响，在一季度 GDP 增速 4.9% 的背景下，全年稳增长压力较大。

图 6：境外机构连续两个月减持中国债券



资料来源：wind，民生证券研究院

图 7：中国 5 年期主权债务 CDS 报价



资料来源：wind，民生证券研究院

第二，北上资金有过一轮快速流出。

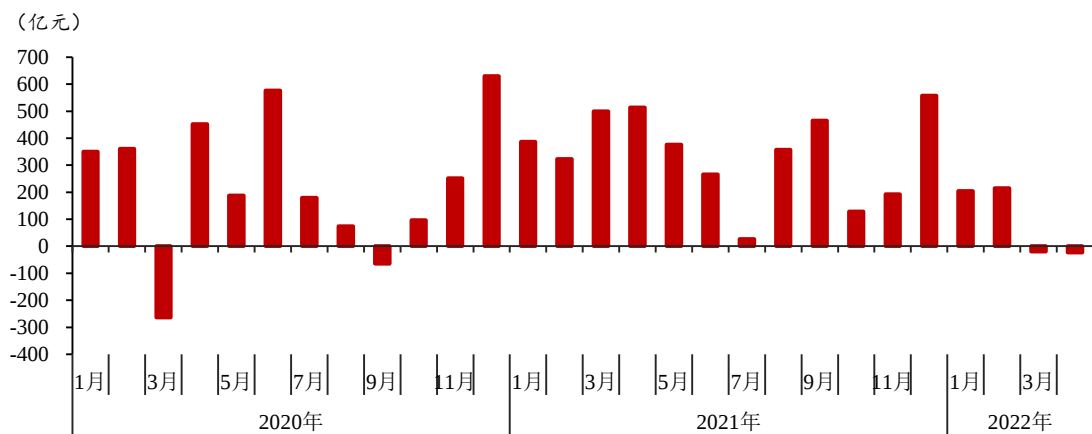
仅 4 月 19 日和 20 日两个交易日，北上配置盘流出 34 亿元左右，尽管上周后两个交易日有回流，但单周仍录得 12 亿元左右流出，本月以来北上配置资金累计仍为流出，而这也是北上配置盘连续第二个月净流出。

自 2019 年以来，北上配置盘单周净流出规模相对较大的有 8 次，分别对应着四个时间扰动：中美贸易摩擦升级，人民币汇率首次跌破 7，疫情风险冲击全球以及全球流动性危机，中概股退市风险。

当前在并无明显海外突发因素冲击，外资持续流出更多反映资金对未来中国增长的悲观预期。

可见，北上资金（尤其配置盘资金流出）规模较大，反映外资忧虑中国经济增长及金融风险。

图 8：当前北上配置盘连续两个月净流出



资料来源：港交所，民生证券研究院

3 人民币汇率贬值的底层逻辑和未来展望

3.1 3 月以来人民币汇率急贬的底层逻辑

本轮人民币急贬始于今年3月初。3月10日至3月16日，美元兑人民币从6.31走高至6.38。4月19日至4月22日，美元兑人民币从6.37走高至6.46。4月这轮贬值不论是幅度还是速度上均明显强于3月。

然而纵观这两段时间的快速贬值，虽然多有外部流动性收紧的大背景，然而不可忽视的是，这两次汇率急贬，均与国内增长压力有关。

3月11日，中国宣布2月金融数据，2月社融大幅低于预期，显示宽信用未能起效。3月15日，MLF利率调降预期落空，3月15日统计局发布1至2月合并经济数据，稳增长政策发力的市场预期受到挫伤。加之中概股事件扰动，人民币汇率急速贬值。

而这一次始于4月19日的人民币汇率贬值，同样与国内增长压力密切相关。稍有不同，这次国内增长压力并非稳增长政策低于预期，而是突如其来的华东疫情冲击出口和工业生产，这也是中国内生增长动力的根本所在。正因如此，4月这轮贬值压力明显高于3月。

拉长视线，美债利率上行只是当前人民币汇率贬值的一个因素，而非最根本的决定因素。当前市场更多定价国内经济下行压力及衍生的潜在风险。当前人民币汇率贬值的压力，根源上取决于国内疫情进展及稳增长政策力度。

图 9：今年 3 月初以来人民币汇率开启急贬值



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_40808

