



宏观专题

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

联系人

王洋

资格编号: S0120121110003

邮箱: wangyang5@tebon.com.cn

相关研究

《怎样看中美利差收窄下的汇率贬值压力?——大类资产比价关系研究之一》

本轮人民币贬值的合理位置在哪里?

——大类资产比价关系研究之二

投资要点:

- **人民币汇率: 贬值到哪里?** 基于中债期限利差和美债期限利差之间的对比, 从利差之差定价的角度来看, 未来 1-3 个月有 95% 的概率认为美元兑人民币汇率的合理水平为 6.75; 在中国央行维持资金面宽松推高期限利差、美联储即将进入二季度密集加息周期的情形下, 以中美利差之差的历史极值作为本轮中美货币政策周期背离的极限水平测算, 二季度美元兑人民币汇率的极限点位或位于 6.96, 中枢值为 6.85。
- **人民币汇率: 贬值的蕴意。** 4 月份以来人民币汇率启动的贬值, 一方面或指向在大宗商品价格因供给短缺担忧而上涨的压力下, 部分加工制造经济体因成本抬升而存在退出的压力, 对上游大宗商品的需求趋于下降; 另一方面短缺型通胀压力驱动全球利率水平上行, 而利率水平上行叠加通胀压力下主要经济体央行紧缩货币政策的动机强烈, 或导致下游经济体信用环境收紧, 抑制经济总需求扩张。作为上游和下游经济体的连接, 人民币汇率开始贬值指向经济总需求或趋于回落、大宗商品需求以及全球出口增速面临下行风险。
- **人民币汇率: 反转的风险。** 4 月份人民币汇率破位贬值的原因, 一方面来自资金持续外流的压力; 另一方面是由于疫情在 4 月份对经济增长造成很大扰动, 市场担忧出口基本面下滑、对人民币本币资产的避险情绪升温, 选择提前购汇。在以上两个主要的因素中, 如果仅仅是资金外流, 对人民币汇率的贬值压力并不会太强, 而如果叠加出口基本面受损, 那么汇率贬值压力就会快速释放, 因此疫情对经济基本面的扰动是短期主要矛盾, 如果复工复产加快推进, 出口基本面快速修复, 人民币汇率或止跌反弹。
- **人民币汇率: 贬值的冲击。** (1) 本轮人民币汇率贬值, 与历史相比相同点在于都是发生在在岸成交量较低的时期, 随即投资盘主导的空头力量打破市场的平静, 带动止损仓位离场; 不同点在于本次人民币汇率贬值, 中间价和离岸价差迅速走低, 显示货币政策层面并没有主动调贬人民币汇率的倾向。预计当此人民币汇率空头势力尚未明牌的情况下, 央行或谨慎对人民币汇率表态, 不妨“让子弹多飞一会儿”。(2) 当横亘在 AH 股溢价之间的人民币汇率释放贬值压力、开始修复双向波动的弹性, 或驱动跨境资金买入相对低估值的 H 股, 目前港股正在估值筑底的概率较高, 相对 A 股估值已经较低, AH 股溢价或跟随人民币汇率贬值而修复性回落。
- **风险提示:** (1) 中美央行货币政策变动超预期; (2) 新冠疫情对经济增长的冲击存在不确定性; (3) 中国经济“稳增长”政策效应滞后。

内容目录

1. 修复与分离：美元指数与货币篮子	4
2. 贬值的隐忧：经济总需求或下滑	6
2.1. 人民币汇率贬值的蕴意	6
2.2. 人民币汇率因何而贬值？	7
2.3. 离岸人民币期权市场的信号	10
3. 重估的中枢：汇率贬值有何冲击？	11
3.1. 对利率的冲击：把握低资金利率机会	12
3.2. 对 A 股的冲击：做空 AH 股溢价	14
4. 风险提示	15

图表目录

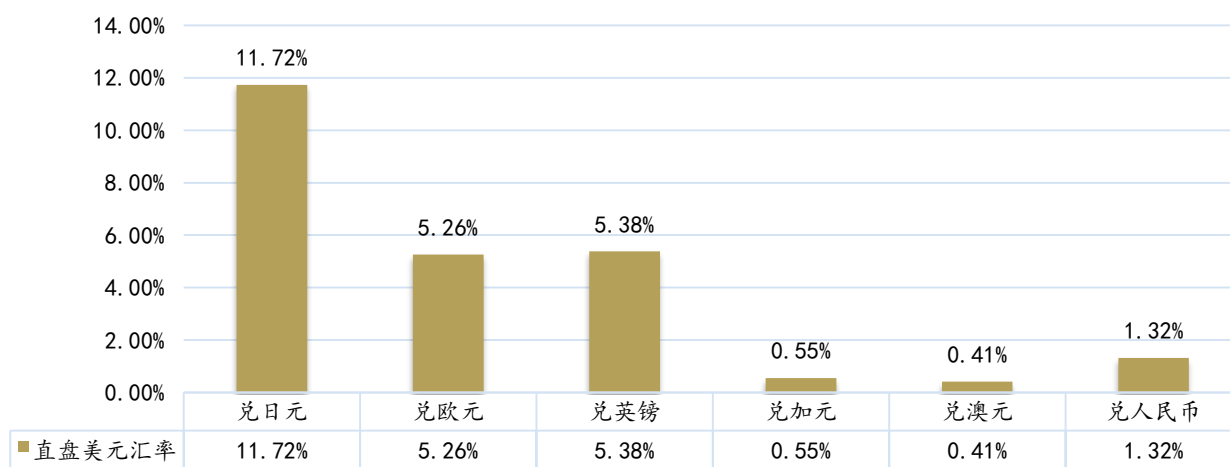
图 1: 2022 年以来美元兑主要货币汇率的升贬值（直接标价法）	4
图 2: 4 月份人民币汇率和美元指数的分离开始修复	5
图 3: 4 月份人民币对一篮子货币汇率继续升值	5
图 4: 实际有效汇率走高抑制外部需求	5
图 5: 处于高位的实际利率压缩内部需求	5
图 6: 和铜价保持稳定负相关关系的人民币汇率贬值指向经济总需求下滑	6
图 7: 和原油价格保持稳定负相关关系的人民币汇率贬值指向经济总需求下滑	7
图 8: 3 月份以来每周出口集装箱指数连续回落	7
图 9: 一季度中国制造业 PMI 新出口订单显现走弱迹象	7
图 10: 2020 年 5 月以来贸易顺差是汇率走强的根基	8
图 11: 2022 年一季度对外贸易增速显现回落迹象	8
图 12: 2022 年一季度外汇收支呈现结汇盘观望、售汇盘持平	8
图 13: 2022 年 3 月代客涉外收付款差额弱于去年同期	8
图 14: 3 月份证券投资项目结售汇逆差继续扩张	9
图 15: 3 月份证券投资项目涉外收付款逆差扩张	9
图 16: 3 月份外资继续减持人民币债券	9
图 17: 3 月份陆股通项目下资金净流出	9
图 18: 离岸美元兑人民币汇率期权隐含风险溢价尚未触及 3 月中旬高点	10
图 19: 离岸美元兑人民币汇率期权隐含期限溢价指向短期汇率波动反应过度	10
图 20: 离岸美元兑人民币汇率期权风险逆转因子持续走高指向贬值压力或还将继续释放	11
图 21: 一季度以来中美利差之差趋于扩张，带动人民币汇率破位贬值	12
图 22: 人民币汇率波动是中美货币政策的结果	12
图 23: 汇率和资金利率之间并不存在稳定的关系	12
图 24: 人民币汇率通过影响外汇占款对基础货币的影响下降	13
图 25: 中美利差的波动影响外汇占款的作用也已经下降	13
图 26: 中间价和离岸市场价差不断扩张	14
图 27: 每次人民币汇率贬值均爆发于在岸成交量较低的时期	14
图 28: 人民币汇率贬值或拉低 AH 股溢价	14
图 29: 中美 10 年期利差倒挂继续压制沪深 300 指数	14

2022 年 4 月 19 日至 4 月 22 日，离岸市场带动在岸汇价走出一波快速贬值的趋势，一周时间内人民币对美元汇率贬值幅度达到 2.05%，犀利的人民币汇率走势引发市场对资金外流加速、货币政策是否会稳汇率的担忧。实际上我们认为本轮人民币汇率贬值对应的经济基本面并不同于其他时期。

1. 修复与分离：美元指数与货币篮子

我们曾经在 1 月中旬发布的研究报告《怎样看中美元差收窄下的汇率贬值压力？——大类资产比价关系研究之一》中，从货币和资金流动、以及贸易条件等角度分析，在 2021 年 11 月之后，人民币汇率已经存在高估，不仅人民币对美元单边汇率存在高估，而且人民币汇率对一篮子货币汇率也存在高估，基于当时中债和美债的期限利差对比，我们认为在 1-3 个月内，人民币对美元单边汇率或贬值至与中美利差之差的历史均值相适应的 6.40-6.50 区间。从 3 个月的有效期来看，美元兑人民币汇率基本触及到我们此前的预测区间，但是由于 3 个月里内外部经济基本面环境、货币政策周期等方面均发生了显著变化，尤其是 2 月份以来地缘政治冲突扰动下，短缺型通胀继续推升全球利率水平上行，彼时我们估算 2022 年人民币汇率的合理均衡水平 6.40-6.50 区间，不再适用此时境况。

图 1：2022 年以来美元兑主要货币汇率的升贬值（直接标价法）

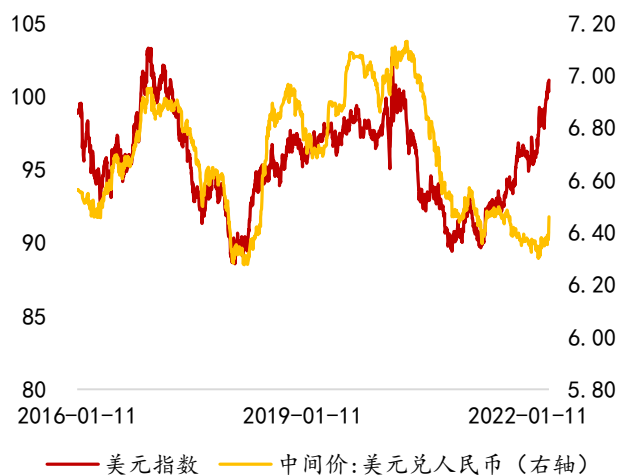


资料来源：Wind，德邦研究所

注：此处人民币汇率报价采用央行发布的中间价。

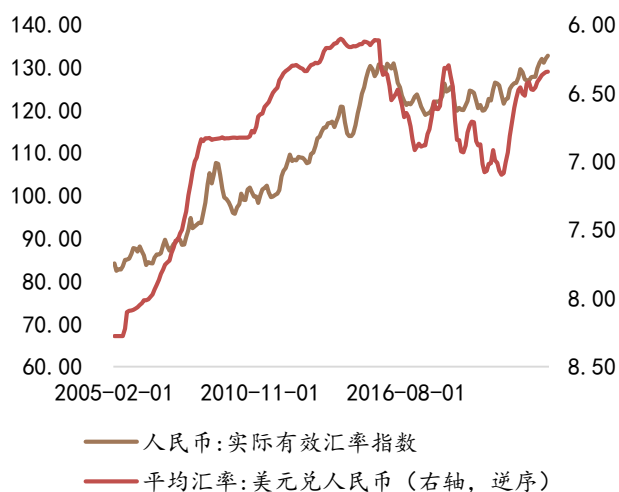
人民币汇率正在修复和美元指数的背离、可单边汇率和一篮子货币汇率之间正在分离。市场往往最关心美元指数和美元兑人民币汇率之间的相对走势，在今年强势美元的压制下，欧元和日元等币种汇率大幅下跌，一方面是由于美联储加息路径愈加陡峭，另一方面则是欧洲地缘政治冲突令经济增长前景蒙阴。实际上，在美元指数一骑绝尘的上涨压力下，人民币汇率已然有不俗的表现，截止 4 月 22 日，日元对美元汇率贬值达到 11.72%，指向美日央行之间货币政策分歧的基本面；欧元和英镑等欧系货币等量齐观，和美元指数升值幅度基本匹配；人民币汇率在上周贬值之前依然是累计升值，但是经过上周贬值压力的释放，年内贬值幅度达到 1.32%；今年表现最好的货币是加拿大元和澳元等商品货币，表明大宗商品价格上涨改善大宗商品出口经济体的经常账户，为本币汇率强势提供了支撑。

图 2：4 月份人民币汇率和美元指数的分离开始修复



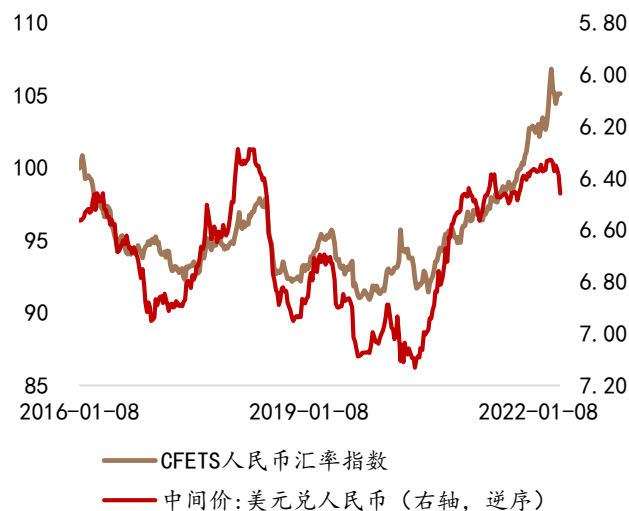
资料来源：Wind，德邦研究所

图 4：实际有效汇率走高抑制外部需求



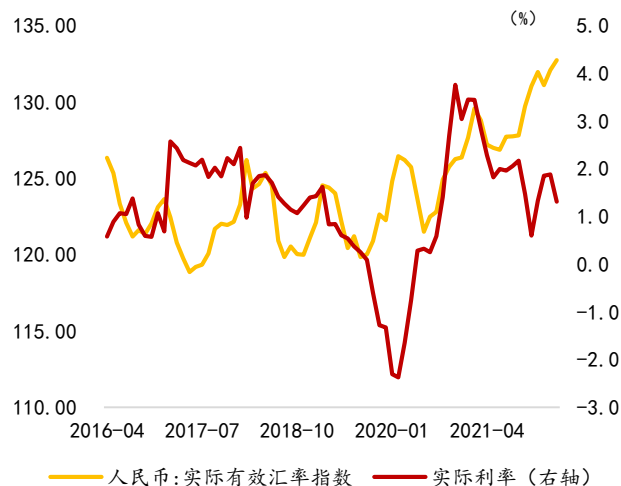
资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：4 月份人民币对一篮子货币汇率继续升值



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：处于高位的实际利率压缩内部需求



资料来源：Wind，德邦研究所

在人民币汇率指数有效下跌之前，人民币对美元或继续释放贬值压力。从 2 个角度来对比人民币汇率：（1）人民币对美元单边汇率从 2020 年 5 月份疫情后经济复苏以来就维持强势态势，2021 年 10 月份之后和美元指数渐行渐远，其背后来自贸易部门顺差和金融账户净流入两个账户的支撑，而在 2022 年 4 月 19 日开始这两个货币汇率之间的背离正在修复；（2）人民币对美元单边汇率和人民币 汇率指数在 4 月 19 日之后却开始分化，尽管人民币对美元单边汇率开始贬值，逐渐修复和美元指数之间的背离关系，但是人民币对一篮子货币汇率依旧维持上涨趋势，美元兑人民币汇率波动更多体现基于利率平价关系的跨境资金流动，对一篮子货币的人民币 汇率指数则体现的是对外贸易的价格。我们曾经在 4 月 13 日发布的研究报告《倒挂的中美利差会不会制约货币政策空间？》中分析，2020 年以来，在国内温和通胀和经常账户顺差的推动下，高企的人民币实际利率正在抑制内部需求、走高的实际汇率正在恶化贸易条件，这两个条件决定货币政策需要维持宽松的货币环境，对冲需求紧缩的影响。从缓解实际利率来看，货币政策保持宽松来稳定名义利率，剩下的则是产业政策和财政政策等发力，扩张总需求、

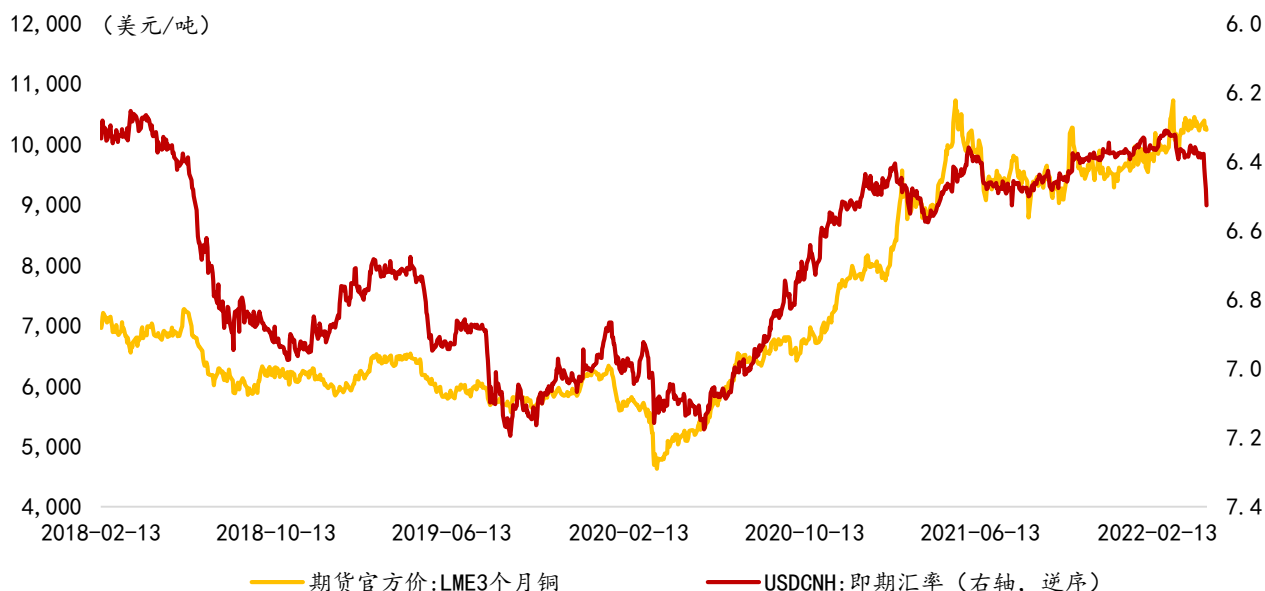
提高通胀率，央行在4月份仅降准25个BP，可狭义流动性保持供给充裕甚至泛滥的程度，实际是在为财政政策发力扩张总需求营造宽松环境；从缓解实际汇率来看，人民币对美元单边汇率贬值是货币政策宽松的结果，在人民币汇率指数下跌之前，人民币对美元或继续释放贬值压力。

2. 贬值的隐忧：经济总需求或下滑

2.1. 人民币汇率贬值的蕴意

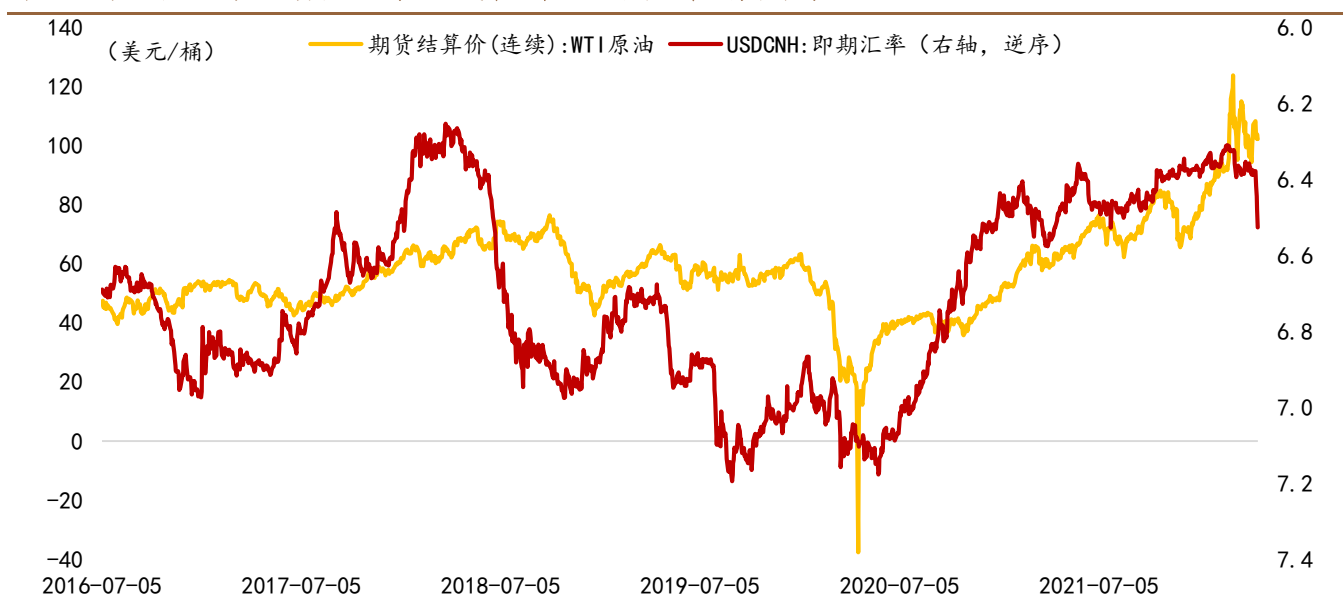
人民币汇率不仅仅是汇率的问题，从资产比价关系来看，人民币汇率贬值或指向经济总需求趋于下滑的前景。在“大宗商品出口经济体—制造业加工经济体—终端消费经济体”这一全球贸易分工产业链中，中国处于制造业生产加工环节，上游是澳元和加元汇率象征的大宗商品出口经济体，下游是欧洲和美国等终端消费经济体。由于中国经济的中间环节地位，导致人民币汇率成为经济总需求的一面镜子，人民币汇率长期以来保持和原油、铜等大宗商品价格之间稳定负相关关系。4月份以来人民币汇率启动的贬值，一方面或指向在大宗商品价格因供给短缺担忧而上涨的压力下，部分加工制造经济体因成本抬升而存在退出的压力，对上游大宗商品的需求趋于下降；另一方面短缺型通胀压力驱动全球利率水平上行，而利率水平上行叠加通胀压力下主要经济体央行紧缩货币政策的动机强烈，或导致下游经济体信用环境收紧，抑制经济总需求扩张。作为上游和下游经济体的连接，人民币汇率开始贬值指向经济总需求或趋于回落、大宗商品需求以及全球出口增速面临下行风险。

图6：和铜价保持稳定负相关关系的人民币汇率贬值指向经济总需求下滑



资料来源：Wind，德邦研究所

图 7：和原油价格保持稳定负相关关系的人民币汇率贬值指向经济总需求下滑

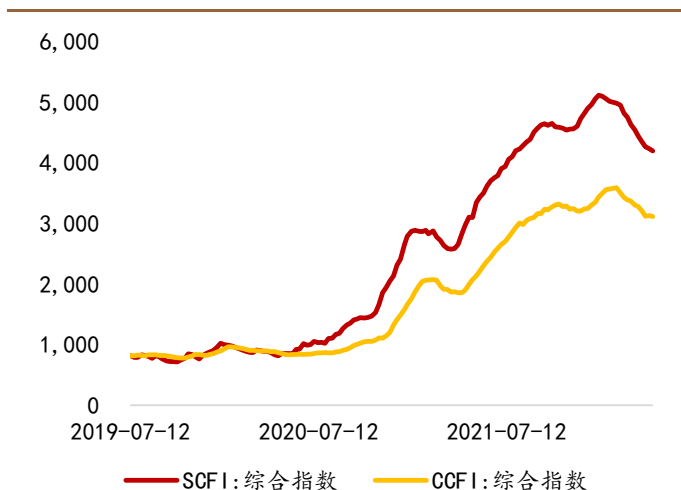


资料来源：Wind，德邦研究所

2.2. 人民币汇率因何而贬值？

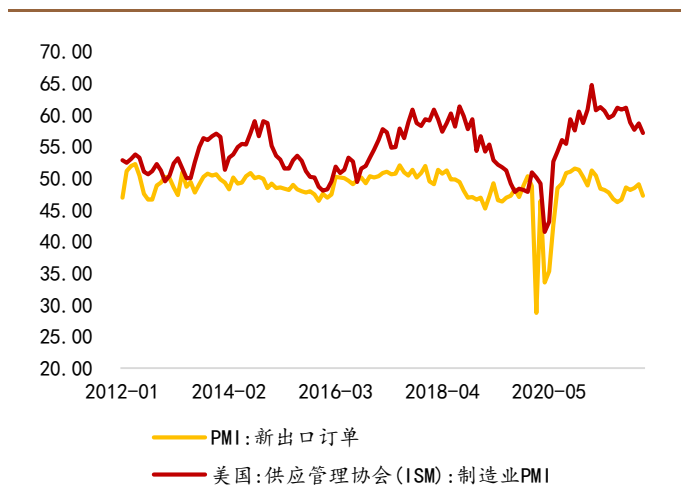
4 月 19 日至 4 月 22 日人民币汇率快速贬值，或并不是美元指数和美联储加息预期引致的，实际上即便在 4 月 20 日美元指数下跌的当天，人民币汇率还是延续贬值。本轮人民币汇率贬值和 2020 年 10 月、2021 年 10 月人民币汇率破位升值的路径一致，均是离岸市场率先异动，再通过境内外套利交易带动在岸市场跟进。我们认为，4 月份人民币汇率破位贬值的原因，一方面来自资金持续外流的压力；另一方面是由于疫情在 4 月份对经济增长造成很大扰动，市场担忧出口基本面下滑、对人民币本币资产的避险情绪升温，选择提前购汇。我们认为在以上两个主要的因素中，如果仅仅是资金外流，对人民币汇率的贬值压力并不会太强，而如果出口基本面受损，那么汇率贬值压力就会快速释放，因此疫情对经济基本面的扰动是短期主要矛盾，如果复工复产加快推进，出口基本面快速修复，人民币汇率或止跌反弹。

图 8：3 月份以来每周出口集装箱指数连续回落



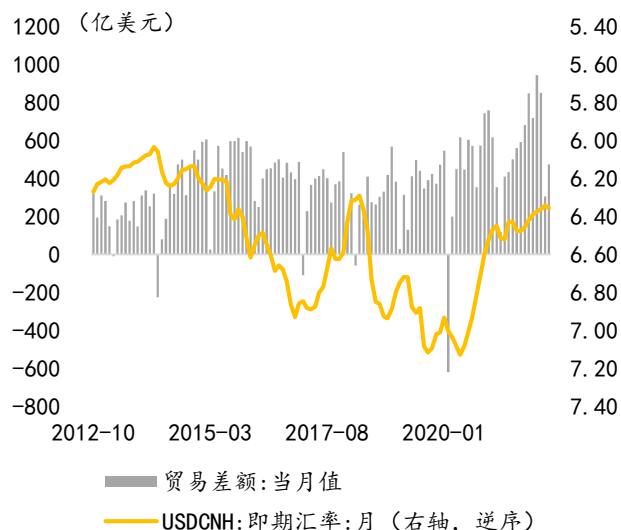
资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：一季度中国制造业 PMI 新出口订单显现走弱迹象



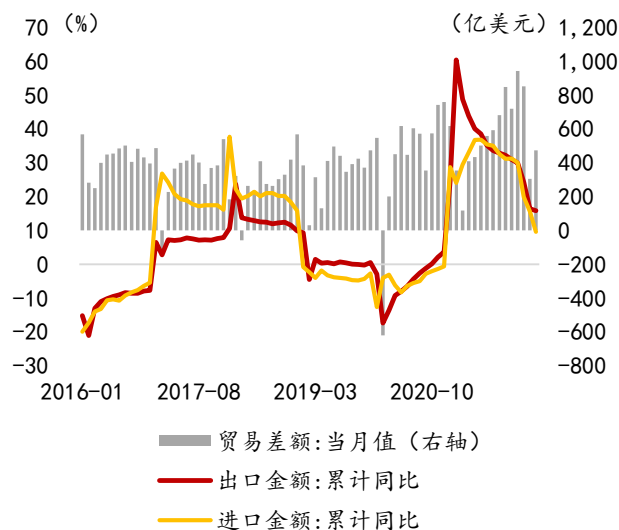
资料来源：Wind，德邦研究所

图 10：2020 年 5 月以来贸易顺差是汇率走强的根基



资料来源：Wind，德邦研究所

图 11：2022 年一季度对外贸易增速显现回落迹象



资料来源：Wind，德邦研究所

3 月结售汇数据显示：结汇盘观望、售汇盘持平。从外管局发布的一季度外汇收支数据来看，2022 年一季度，售汇率为 61.0%，与 2021 年同期基本持平；结汇率为 62.4%，较 2021 年同期下降 3.2 个百分点。显示和售汇率维持同期水平相比，结汇盘开始观望。由于企业和居民普遍有“逢高结汇、逢低购汇”的交易行为，结售汇率之间的相对变化指向市场已经预期人民币汇率或相对美元贬值调整。结售汇率的变化也表明境内居民和企业部门开始调整资产负债行为。

图 12：2022 年一季度外汇收支呈现结汇盘观望、售汇盘持平

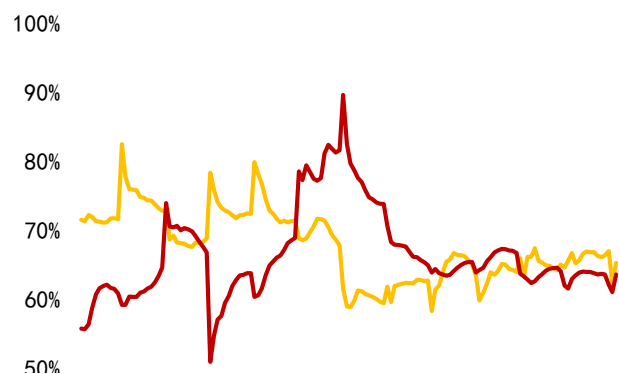
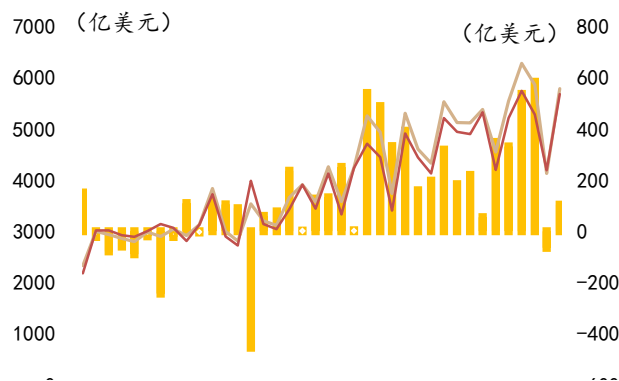


图 13：2022 年 3 月代客涉外收付款差额弱于去年同期



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_40812

