粤开证券 YUEKAI SECURITIES

宏观研究

【粤开宏观】人民币汇率快速贬值：特征、原因、展望与央行干预

2022 年 04 月 26 日

投资要点

分析师：罗志恒
执业编号：S0300520110001
电话：010-83755580
邮箱：luozhiheng@ykzq.com

研究助理：马家进
邮箱：majiajin@ykzq.com

近期报告

《【粤开宏观】一季度专项债和城投债的发行与投向及其对基建的影响》2022-04-11

《【粤开宏观】社融超预期与中美利差倒挂，降准降息仍有空间》2022-04-12

《【粤开宏观】疫情之下的医疗资源比较：基于中国 31 省市区和 36 城市的分析》2022-04-14

《【粤开宏观】疫情影响未充分显现，二季度经济或面临更大下行压力》2022-04-18

《【粤开宏观】财政已明显发力，疫情对财政的冲击将在二季度体现：一季度财政数据点评》2022-04-21

摘要

4 月 19-22 日，人民币汇率从 6.37 快速跌破 6.5，创 2018 年以来单周最大跌幅。25 日汇率继续大幅贬值，同时上证指数跌破 3000 点，跌幅超 5%。当晚央行下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点。26 日汇率止跌回升，但上证指数进一步跌破 2900 点。

一、本轮人民币汇率贬值的三个特征

1、贬值始于 3 月初，4 月 19 日以来明显加快。3 月 2 日人民币汇率升至本轮高点的 6.31，此后开始走贬，4 月 18 日跌至 6.37，之后加速贬值，4 月 22 日盘中跌破 6.5。

2、本轮贬值由离岸带动在岸。3 月以来，美元指数持续走强，中美利差快速收窄，人民币汇率贬值压力明显增大。离岸市场所受管制更少，贬值压力释放更为充分，离岸与在岸市场汇差持续扩大，并带动在岸人民币汇率走贬。

3、股债汇齐跌，汇率是果不是因。4 月 18-22 日当周，上证指数和创业板指分别下跌 3.87%和 6.66%，10 年期国债收益率上升 8.3 个 BP，人民币汇率贬值 1.83%。本轮人民币汇率快速贬值，更多是国内疫情反弹冲击物流和供应链，市场预期转弱导致国内资产价格下跌，短期跨境资本流出引发汇率贬值。

二、为什么人民币汇率在这个时点加速贬值？

1、国内疫情反弹冲击出口，出口对汇率的支撑作用减弱。3 月以来国内疫情反弹、防控趋严，对物流、供应链等造成严重冲击，进而影响企业生产和出口。3 月制造业 PMI 新出口订单指数为 47.2%，较前值下降 1.8 个百分点；4 月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量下降 4.1%。

2、短期跨境资本流出，加大汇率贬值压力。今年 2-3 月，境外机构连续两个月减持国内债券，共减持 1650 亿人民币（约合 260 亿美元）。3-4 月（截至 25 日），北向资金合计净卖出 A 股 480 亿人民币（约合 75 亿美元）。

3、市场信心低迷，中美利差倒挂或成导火索。在出口结汇减弱、资本流出规模增大的背景下，人民币汇率处于弱平衡。市场稍有波动，便可能引发快速贬值。叠加疫情对经济民生造成严重冲击、资本市场表现疲软，市场预期转弱，将进一步放大市场波动。4 月 18-22 日并无明显外部信息冲击，中美利差出现倒挂或是引发市场信心进一步下滑、股债汇齐跌的导火索。

三、本轮人民币汇率或将贬至 6.8-7.0

从美元兑人民币汇率与美元指数的比值来看，历史上基本维持在 6.7%-7.3%的区间内震荡。但由于此前人民币汇率持续走强，比值一度下探至 6.3%，大幅偏离历史区间。

随着美联储加快货币政策收紧，美欧和美日货币政策错位加剧，美元指数或进一步升至 102-105。假设美元兑人民币汇率与美元指数的比值回归至区间下沿的 6.7%，人民币汇率将贬至 6.8-7.0，不排除有破 7 的可能。

四、汇率适度贬值利大于弊，但要防止过快贬值引发风险

1、市场对于人民币汇率贬值的担忧主要在于：一是可能加剧资本流出，导致国内资产价格进一步下跌；二是进口成本上升，加大输入性通胀压力；三是对国内货币政策形成掣肘，限制政策放松空间；四是增大外债偿债压力，引发外债风险。

2、适度的汇率贬值将有效缓解当前的经济下行压力：一是有利于促进出口，当前人民币兑一篮子货币汇率处于高位，出口竞争力减弱；二是有利于增加出口企业利润，人民币汇率贬值后，同样的外汇数量，结汇时能获得更多的人民币；三是有利于放松国内货币环境。在贬值未引发资本外流和货币政策被迫收紧的前提下，一方面，企业向商业银行结汇，将直接生成更多货币；另一方面，商业银行再向央行结汇，将产生更多基础货币，进而提升商业银行的信贷投放能力。

3、央行出手防止汇率过快贬值，政策工具箱仍较充足。

4 月 25 日，中国人民银行宣布，自 2022 年 5 月 15 日起，下调金融机构外汇存款准备金率 1 个百分点。

央行干预的并非是人民币汇率贬值的具体点位，而是防止其过快贬值引发风险。央行担心汇率与国内资产价格形成下跌螺旋，引发金融风险。就政策而言，信号意义大于实际作用。4 月 26 日，在岸和离岸人民币汇率均止跌回升，央行的政策表态增强了市场信心。

在汇率回归均衡的过程中，央行有充足的政策工具，防止汇率过快贬值引发风险。1）外汇存款准备金率还可继续下调，释放美元流动性；2）上调远期售汇外汇风险准备金率，增加企业远期购汇成本；3）在人民币中间价定价机制中使用“逆周期因子”，适度对冲贬值方向的顺周期情绪；4）在离岸市场增加央票发行规模，收紧离岸市场人民币流动性；5）加强对跨境资本流动的监管；6）动用外汇储备对市场进行适当干预。

但当务之急还是统筹疫情防控与物流畅通，保证关键领域产业链供应链稳定，稳生产、稳出口。同时政策靠前发力，财政和货币政策更加积极，房地产调控进一步放松，努力实现全年 5.5%左右的经济增速目标。**只要中国经济平稳健康发展，人民币汇率自然将在合理均衡水平上保持基本稳定。**

风险提示：疫情反弹超预期、美联储货币政策收紧超预期

目 录

一、本轮人民币汇率贬值的三个特征 4
1、贬值始于 3 月初，4 月 19 日以来明显加快 4
2、本轮贬值由离岸带动在岸 4
3、股债汇齐跌，汇率是果不是因 5
二、为什么人民币汇率在这个时点加速贬值？ 6
1、国内疫情反弹冲击出口，出口对汇率的支撑作用减弱 6
2、短期跨境资本流出，加大汇率贬值压力 7
3、市场信心低迷，中美利差倒挂或成导火索 8
三、本轮人民币汇率或将贬至 6.8-7.0 8
四、汇率适度贬值利大于弊，但要防止过快贬值引发风险 9
1、经济下行压力加大背景下，汇率适度贬值有助于提振经济 9
2、央行出手防止汇率过快贬值，政策工具箱仍较充足 10

图表目录

图表 1： 3 月以来中美利差快速收窄，人民币兑美元汇率开始贬值 4
图表 2： 3 月以来离岸和在岸汇差持续扩大，带动在岸人民币汇率走贬 5
图表 3： 3 月以来 A 股和人民币汇率均大幅下跌 5
图表 4： 货运物流仍受疫情防控严重影响 6
图表 5： 3 月以来银行间即期外汇成交量大幅下滑 7
图表 6： 2-3 月境外机构减持国内债券 7
图表 7： 3-4 月（截至 25 日），北向资金净流出 8
图表 8： 2021 年 10 月以来，人民币汇率与美元指数大幅背离 9
图表 9： 当前美元兑人民币汇率与美元指数的比值大幅突破历史波动区间 9
图表 10： 当前人民币兑一篮子货币汇率处于高位 10

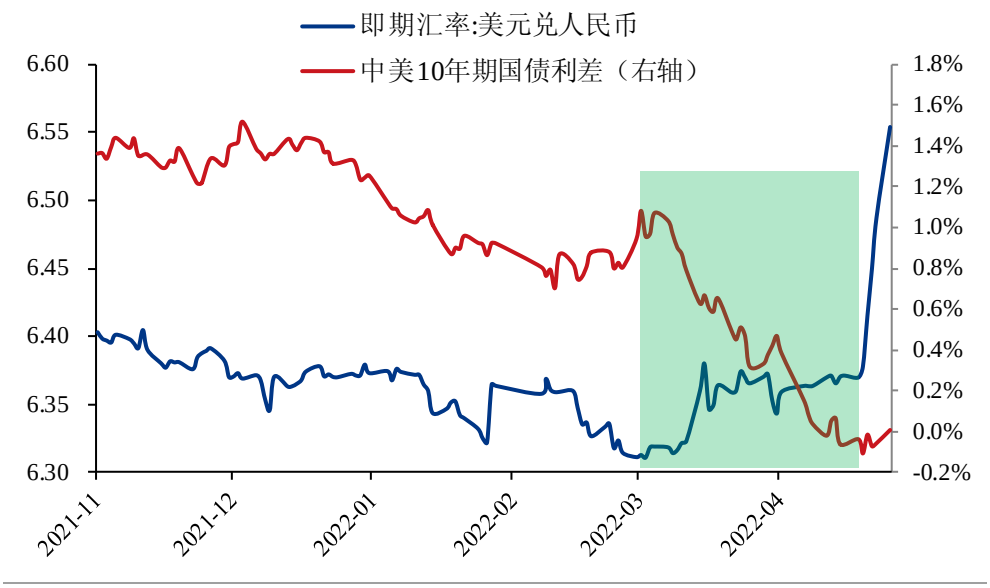
一、本轮人民币汇率贬值的三个特征

1、贬值始于 3 月初，4 月 19 日以来明显加快

人民币汇率进入贬值周期。2020 年 5 月 28 日至 2022 年 3 月 2 日，人民币兑美元汇率经历了一轮强劲的升值周期，从 7.16 升至 6.31，涨幅超 10%。此后人民币汇率开始走贬，4 月 18 日跌至 6.37，之后加速贬值，4 月 22 日盘中跌破 6.5。4 月 18-22 日当周，人民币汇率贬值 1.83%，创 2018 年以来单周最大跌幅。

从时点来看，本轮人民币汇率贬值与中美 10 年期国债利差快速收窄基本同步，中美利差出现倒挂或是 4 月 19 日以来加速贬值的诱因。4 月 18-22 日当周，美债收益率和美元指数总体稳定，均未出现如人民币汇率这么大幅的波动。

图表1：3 月以来中美利差快速收窄，人民币兑美元汇率开始贬值



资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、本轮贬值由离岸带动在岸

人民币汇率有离岸和在岸两个市场，本轮贬值中，离岸领先于在岸。3 月以来，美元指数持续走强，中美利差快速收窄，人民币汇率贬值压力明显增大。**离岸市场所受管制更少，贬值压力释放更为充分，离岸与在岸市场汇差持续扩大，并带动在岸人民币汇率走贬。**

2021 年 10 月至 2022 年 1 月，同样是离岸与在岸市场汇差扩大，但却是在岸带动离岸升值，原因是中国出口高度景气，大量美元流入导致人民币汇率单边升值。

图表2：3 月以来离岸和在岸汇差持续扩大，带动在岸人民币汇率走贬

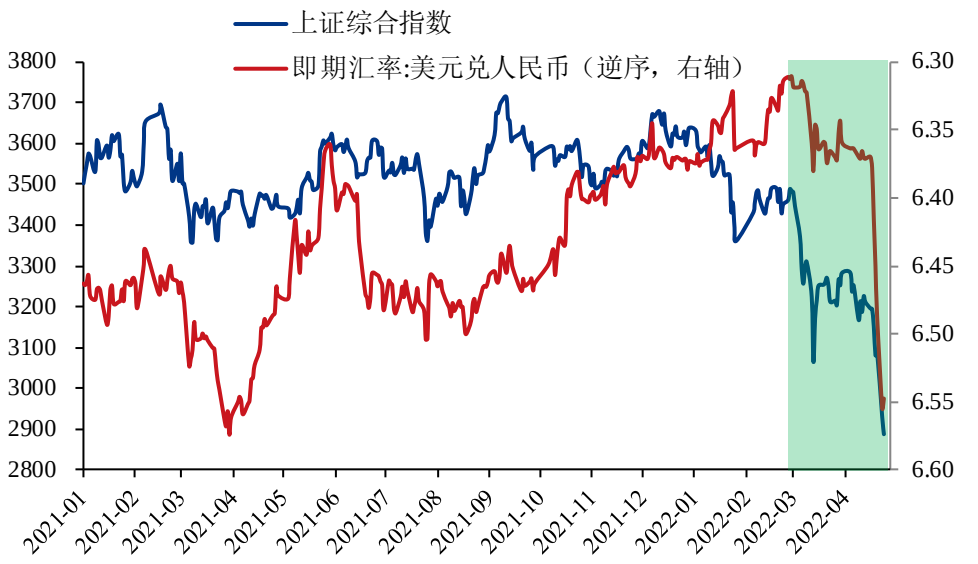
资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、股债汇齐跌，汇率是果不是因

4 月 18-22 日当周，股债汇齐跌，上证指数和创业板指分别下跌 3.87%和 6.66%，10 年期国债收益率上升 8.3 个 BP，人民币汇率贬值 1.83%。

市场担忧汇率快速贬值会加速资本外流，从而加剧国内资产价格下跌。但目前还未进行到这一阶段。**本轮人民币汇率快速贬值，更多是国内疫情反弹冲击物流和供应链，市场预期转弱导致国内资产价格下跌，短期跨境资本流出引发汇率贬值。**

图表3：3 月以来 A 股和人民币汇率均大幅下跌



资料来源：Wind、粤开证券研究院

二、为什么人民币汇率在这个时点加速贬值？

人民币汇率贬值本身并不是问题。早在去年四季度，市场便普遍预期人民币汇率将要贬值，中美经济基本面和货币政策错位，美元指数持续上行，中美利差不断收窄，中国出口或将高位回落，都对人民币汇率形成贬值压力。

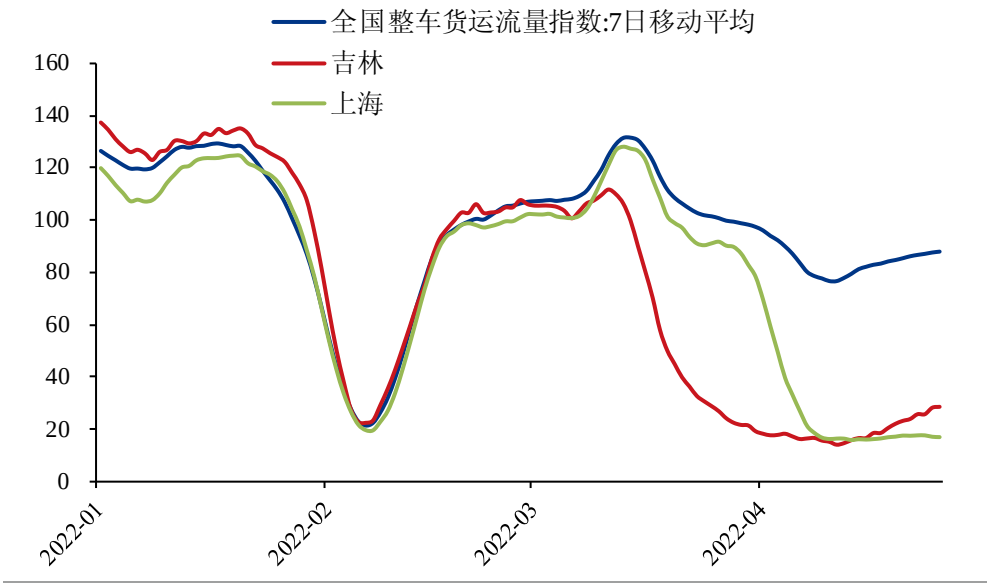
然而人民币汇率却超预期强劲，持续升值至 3 月初。因此问题就变成了，人民币汇率为什么在这个时点贬值，而且是加速贬值？

1、国内疫情反弹冲击出口，出口对汇率的支撑作用减弱

出口高度景气是此前人民币汇率持续升值的主导因素。得益于疫情有效防控，中国生产弥补海外供需缺口，贸易顺差持续扩大，大量美元流入推高人民币汇率。

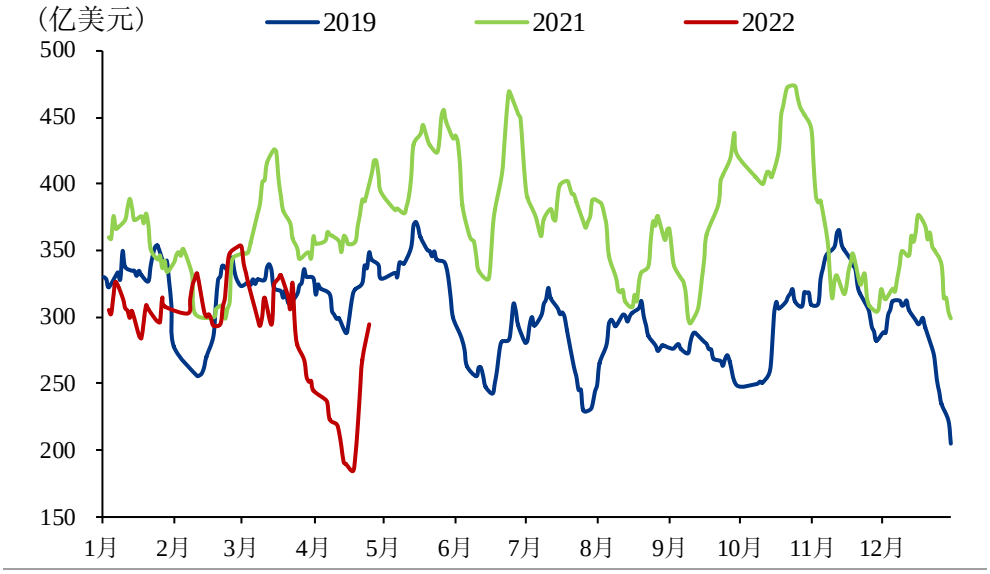
然而 3 月以来国内疫情反弹、防控趋严，对物流、供应链等造成严重冲击，进而影响企业生产和出口。3 月制造业 PMI 新出口订单指数为 47.2%，较前值下降 1.8 个百分点。截至 4 月 25 日，全国整车货运流量指数仍较 3 月 1 日下降 18.0%，上海下降 83.4%。4 月中旬八大枢纽港口外贸集装箱吞吐量下降 4.1%。3 月 1 日至 4 月 18 日，银行间即期外汇成交量大幅下滑，或因结汇需求持续下降；而 4 月 19 日之后成交量快速放大，或因贬值预期下购汇需求快速上升。

图表4：货运物流仍受疫情防控严重影响



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表5：3 月以来银行间即期外汇成交量大幅下滑

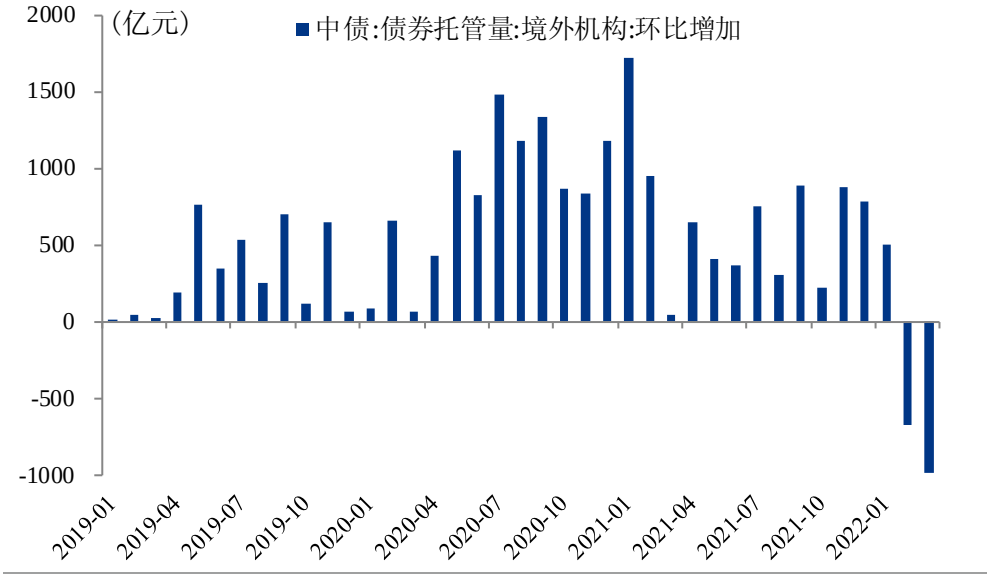


资料来源：Wind、粤开证券研究院

2、短期跨境资本流出，加大汇率贬值压力

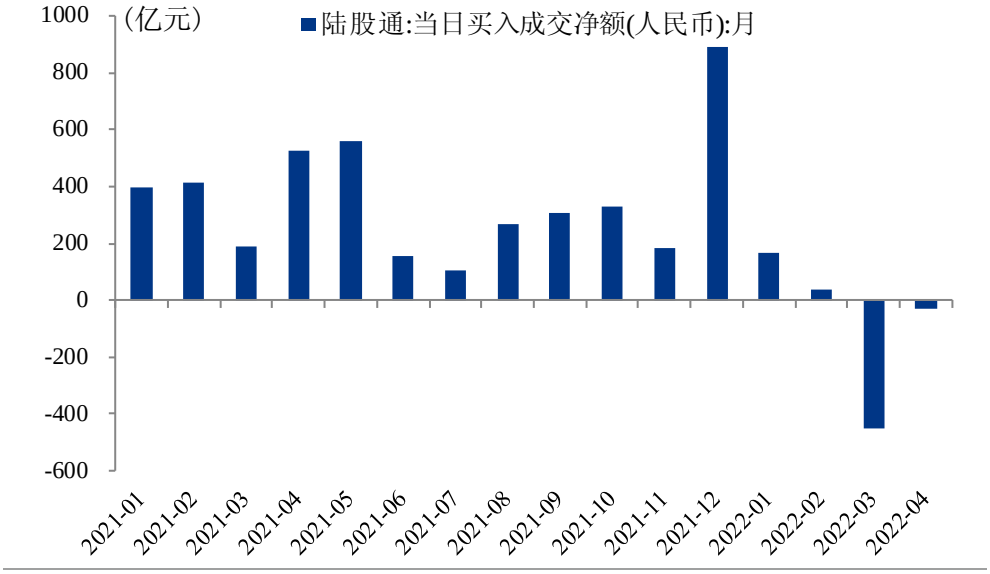
随着中美利差快速收窄，国内资产对外资的吸引力减弱，资本流出规模增大。今年 2-3 月，境外机构连续两个月减持国内债券，共减持 1650 亿人民币（约合 260 亿美元）。3-4 月（截至 25 日），北向资金合计净卖出 A 股 480 亿人民币（约合 75 亿美元）。

图表6：2-3 月境外机构减持国内债券



资料来源：Wind、粤开证券研究院

图表7：3-4 月（截至 25 日），北向资金净流出



资料来源：Wind、粤开证券研究院

3、市场信心低迷，中美利差倒挂或成导火索

在出口结汇减弱、资本流出规模增大的背景下，人民币汇率处于弱平衡。市场稍有波动，便可能引发快速贬值。叠加疫情对经济民生造成严重冲击、资本市场表现疲软，市场预期转弱，将进一步放大市场波动。

4 月 18-22 日并无明显外部信息冲击，中美利差出现倒挂或是引发市场信心进一步下滑、股债汇齐跌的导火索。当周人民币汇率贬值 1.83%，4 月 22 日盘中跌破 6.5，创 2018 年以来单周最大跌幅。

三、本轮人民币汇率或将贬至 6.8-7.0

2015 年“811 汇改”之后，美元兑人民币汇率与美元指数走势大体趋同。但自 2021 年 10 月以来，二者出现严重背离，缺口持续扩大。而从美元兑人民币汇率与美元指数的

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_40897