

人民币贬值，“疑云”背后？

近期，人民币兑美元大幅贬值，市场担忧情绪明显加剧。“急贬”背后的原因是什么，贬值压力是否已有效释放，后市如何演绎？本文分析，供参考。

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

- 一问：人民币为何快速贬值？俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂的扰动
- 4 月下旬之后，人民币汇率出现“急贬”。2021 年 6 月以来，人民币兑美元分为 3 个阶段：1) 2021 年 6 月 24 日至 2022 年 2 月 17 日，美元、人民币双双走强；2) 2 月 18 日至 4 月 18 日，俄乌战争爆发后，美元指数上涨 5.2%，人民币兑美元震荡走平；3) 4 月 19 日至今，美元指数上涨 3.6%，人民币兑美元贬值 6.1%，其中 4 月单月贬值幅度创 2010 年以来新高。

俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂扰动是本轮贬值的主因。1) 俄乌冲突扰动下，美元指数的快速上行是本轮贬值的外因。俄乌冲突下的基本面、政策面、避险情绪，均对美元形成支撑，人民币被动积蓄贬值压力。2) 疫情持续蔓延下，市场对中国经济的担忧加剧，是本轮贬值的内因。3) 中美利差倒挂的背景下，资金出现快速跨境外流，进一步加剧了本轮贬值的速度。

- 二问：贬值还有多大空间？短期压力已较大程度释放，恐慌式换汇概率较低
- 交易层面来看，人民币贬值的短期压力已较大程度释放，中期仍将回归基本面。一方面，离岸与在岸价差、掉期率、远期汇率等指标均显示，人民币贬值压力的释放，短期内已集中显现。另一方面，期权市场上，风险逆转指标、3 个月减 1 个月外汇期权隐含波动率之差，这一类交易指标同样指向，人民币贬值的短期压力已较大程度释放，短期内快速贬值压力将有所缓解。

当下零售商风险暴露比例更低、外汇资产负债情况更为健康，恐慌式换汇概率较低。1) 当下 30% 的企业使用衍生品对冲了暴露的风险头寸，企业部门恐慌式换汇的情形出现概率更低；2) 2021 年以来，居民企业部门的外汇资产负债情况改善，短期内换汇偿债压力相对有限；3) 2019 年以来，商业银行对外投资和企业账上未结汇资金快速积累，将对人民币贬值形成缓冲垫。

- 三问：中期可能的演绎？利差倒挂延续、贸易顺差缩窄，阶段性仍有压制
- 中期来看，货币环境的分化下，中美利差倒挂或将延续甚至继续加大，仍将对人民币汇率形成压制。通胀压力下，美联储不断加快政策正常化进程，5 月议息会议上，进一步公布了缩表计划。对缩表预期的消化过程中，美债长端利率或延续上行趋势。而国内的货币环境仍维持相对宽松。货币环境分化下，中美利差的倒挂或将延续甚至继续加大，这将对人民币汇率形成压制。
- 外需走弱与出口“替代效应”衰减，或导致中期出现贸易顺差收窄的可能，进而对人民币汇率表现形成一定程度的压制。2020 年 6 月至 2022 年 4 月中旬，人民币持续强势受益于贸易顺差的有力支撑。近期，从 PMI 等指标来看，外部需求走弱。叠加我国出口“替代效应”的衰减，出口将受到拖累。中期来看，贸易差额或将继续收窄，并对人民币汇率形成一定程度压制。

风险提示：国内经济超预期下行、美联储货币政策收紧超预期、海外黑天鹅事件冲击

内容目录

一、周度专题：人民币贬值，“疑云”背后？	4
1.1、人民币为何快速贬值？俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂的扰动	4
1.2、贬值还有多大空间？短期压力已较大程度释放，恐慌式换汇概率较低	7
1.3、中期可能的演绎？利差倒挂延续、贸易顺差缩窄，阶段性仍有压制	9
二、数据跟踪：美国股市“跌跌不休”，美元指数“升升不息”	12
2.1、权益市场跟踪：美股连续 6 周下跌调整，欧洲市场普遍反弹	12
2.2、债券市场跟踪：发达国家 10 年期国债收益率多数下行	13
2.3、外汇市场跟踪：美元指数继续走强，人民币兑美元延续贬值	14
2.4、大宗商品市场跟踪：贵金属、有色金属、黑色金属均现大幅调整	15

图表目录

图表 1：美元指数与美元兑人民币汇率	4
图表 2：近期，人民币汇率指数快速走低	4
图表 3：近期，人民币贬值速度为 2010 年以来最快	4
图表 4：俄乌冲突后，美欧经济由收敛再度转向分化	5
图表 5：欧元兑美元快速贬值，美元指数走强	5
图表 6：2022 年以来，中美疫情形势分化	5
图表 7：供应链扰动下新出口订单下滑	5
图表 8：上海市整车物流货运流量在疫情扰动中下滑	6
图表 9：近期，出口增速显著放缓	6
图表 10：3 月以来，2Y 与 10Y 中美利差相继倒挂	6
图表 11：人民币汇率与上证指数走势	6
图表 12：中美利差倒挂下，资金外流加剧了此次贬值	7
图表 13：近期，结汇率低于售汇率	7
图表 14：离岸与在岸价差已经收窄	7
图表 15：从掉期率来看，当前掉期率已回落至低位	7
图表 16：1 年期 NDF 的贬值预期得到了一定消化	8
图表 17：离岸人民币 12 个月远期中贬值预期边际走弱	8
图表 18：风险逆转因子已由高位走低	8
图表 19：期权市场显示，短期汇率波动较大	8
图表 20：当下，外汇市场零售商风险暴露比例更低	9
图表 21：本轮中外债偿还压力也相对较低	9
图表 22：2019 年以来，大量外汇在民间累积	9
图表 23：企业居民未结汇资金有望形成支撑	9

图表 24: 未来几个月, 美联储的缩表节奏.....	10
图表 25: 中美利差倒挂或将延续.....	10
图表 26: 银行代客结汇顺差带动人民币升值.....	10
图表 27: 前期贸易顺差对人民币汇率有显著支撑.....	10
图表 28: 滞胀风险上升, 海外需求正逐步走弱.....	11
图表 29: 4 月, 韩国出口同比增速显著下降.....	11
图表 30: 进口价格指数或仍将维持相对高位.....	11
图表 31: 4 月底, 外贸集装箱吞吐量增速已开始回升.....	11
图表 32: 本周, 发达国家股指多数下跌.....	12
图表 33: 本周, 新兴市场股指涨跌互现.....	12
图表 34: 本周, 美股行业普遍下跌.....	12
图表 35: 本周, 欧元区行业涨跌互现.....	12
图表 36: 本周, 恒生指数涨跌互现.....	13
图表 37: 本周, 恒生行业涨跌互现.....	13
图表 38: 主要发达国家 10 年期国债收益率多数下行.....	13
图表 39: 本周, 美英德 10 年期国债利率均下行.....	13
图表 40: 新兴市场国家 10 年期国债收益率多数上行.....	14
图表 41: 本周, 土耳其、巴西 10 年期国债收益率上行.....	14
图表 42: 本周, 美元指数继续走强.....	14
图表 43: 本周, 欧元、英镑兑美元贬值, 日元升值.....	14
图表 44: 本周, 主要新兴市场兑美元多数贬值.....	14
图表 45: 本周, 土耳其里拉兑美元大幅贬值.....	14
图表 46: 本周, 主要发达国家兑人民币普遍升值.....	15
图表 47: 本周, 美元兑人民币继续升值.....	15
图表 48: 本周, 大宗商品价格多数下跌.....	15
图表 49: 本周, WTI 原油价格上涨, 布伦特原油下跌.....	16
图表 50: 本周, 焦煤、动力煤价格下跌.....	16
图表 51: 本周, 铜铝价格共振下跌.....	16
图表 52: 本周, 铜价下跌, 通胀预期回落.....	16
图表 53: 本周, 黄金和白银价格均下跌.....	16
图表 54: 本周, 黄金价格下跌, 美债实际收益率回落.....	16

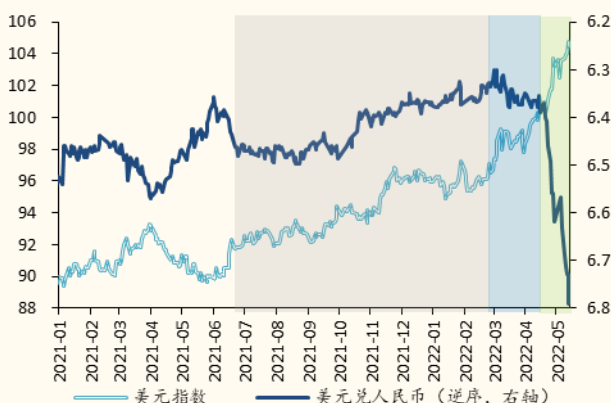
一、周度专题：人民币贬值，“疑云”背后？

近期，人民币兑美元大幅贬值，市场担忧情绪明显加剧。“急贬”背后的原因是什么，贬值压力是否已有效释放，后市如何演绎？本文分析，供参考。

1.1、人民币为何快速贬值？俄乌冲突、疫情蔓延、中美利差倒挂的扰动

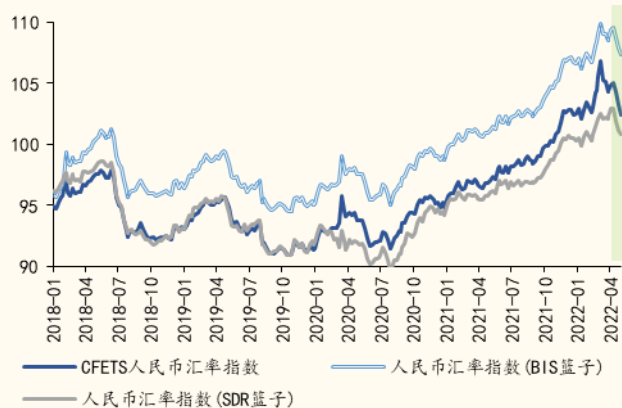
4月下旬以来，在俄乌冲突与新冠疫情的接连扰动下，人民币汇率出现“急贬”。2021年6月以来，人民币兑美元汇率走势可以分为3个阶段。1) 2021年6月24日至2022年2月17日，这一期间，美元走强，人民币兑美元更强¹，美元指数升值4.4%，人民币兑美元升值2.4%；2) 2月18日至4月18日，俄乌战争爆发后，美元指数快速上行，期间上涨5.2%，而人民币兑美元震荡走平，期间兑一篮子货币仍有2%的升值；3) 4月19日至今，美元指数上涨3.6%，人民币兑美元贬值6.1%。其中4月单月贬值幅度创2010年以来新高。

图表1：美元指数与美元兑人民币汇率



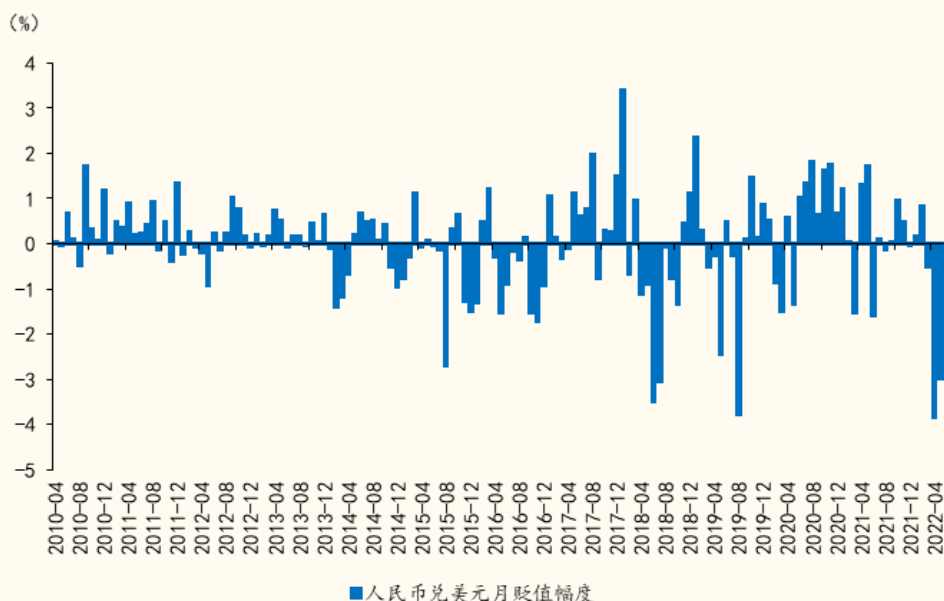
来源：Wind，国金证券研究所

图表2：近期，人民币汇率指数快速走低



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：近期，人民币贬值速度为2010年以来最快

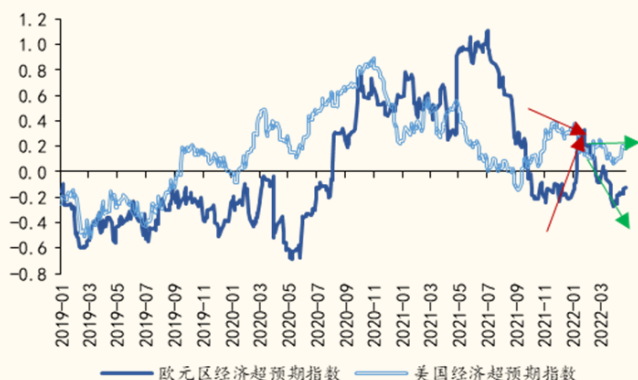


来源：Wind，国金证券研究所

¹ 关于美元走强，人民币更强的分析，详情参阅报告《美元加息，人民币汇率会怎样？》。

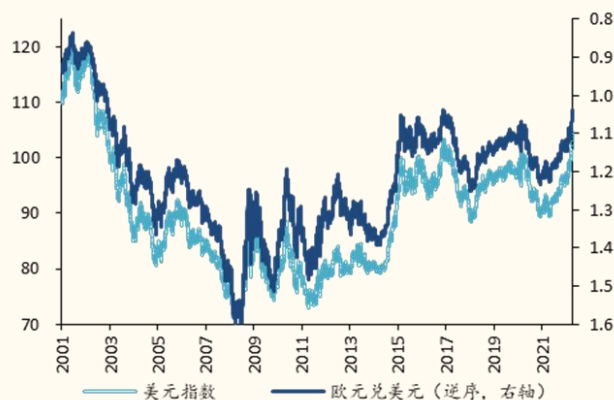
第二阶段中，俄乌冲突扰动下，美元指数的快速上行是本轮人民币贬值的外因。俄乌冲突下的基本面、政策面、避险情绪，均对美元形成支撑，人民币被动积蓄贬值压力。1) 基本面，由于能源结构的不同，俄乌冲突中飙升的油气价格，显著加剧了欧元区滞胀风险，对美国经济的冲击则相对有限，美欧经济由收敛再度转向了分化。2) 俄乌冲突发生后，全球避险情绪升温，资金向美国回流，支撑了美元的强势。3) 政策面，俄乌冲突对美欧经济的非对称性影响，导致央行货币政策正常化节奏慢于美国，货币政策分化，对美元形成进一步支撑。²

图表 4：俄乌冲突后，美欧经济由收敛再度转向分化



来源：Bloomberg，国金证券研究所

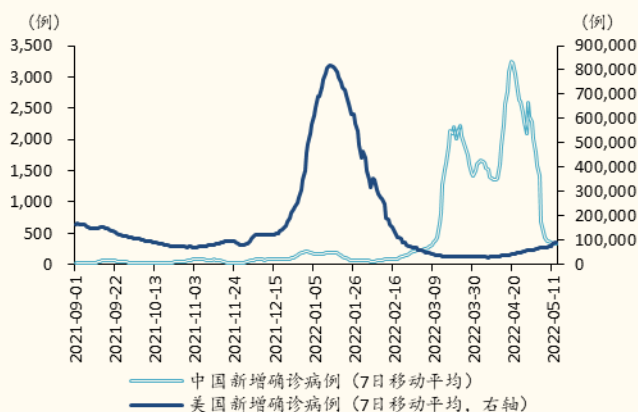
图表 5：欧元兑美元快速贬值，美元指数走强



来源：Wind，国金证券研究所

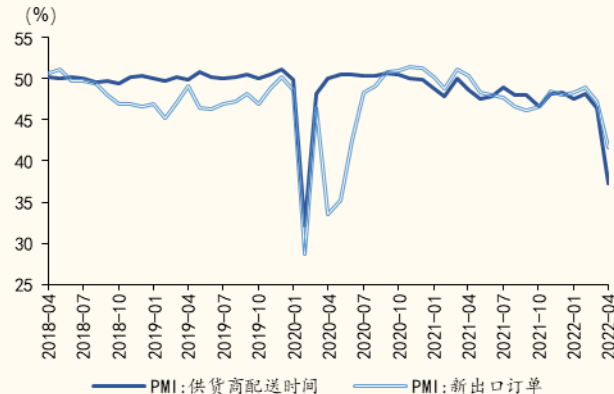
第三阶段中，疫情持续蔓延下，市场对中国经济的担忧加剧，是本轮贬值的内因。3 月以来，中美疫情形势分化，国内疫情持续蔓延，而美国疫情则边际缓和。疫情对基本面产生显著扰动，从出口看，3 月 9 日以来，上海市整车物流货运量急剧萎缩。供应链扰动下，PMI 新出口订单下滑至 4 月的 41.6，出口增速也回落至 3.9%。4 月 18 日，央行印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，提出促进外贸出口发展，引发市场对央行贬值容忍度提升的猜测，叠加 IMF 对中国 2022 年经济增速下修引发的担忧，人民币快速贬值。

图表 6：2022 年以来，中美疫情形势分化



来源：Wind，国金证券研究所

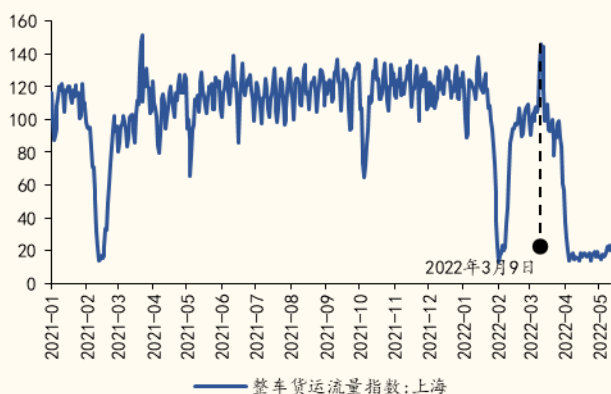
图表 7：供应链扰动下新出口订单下滑



来源：Wind，国金证券研究所

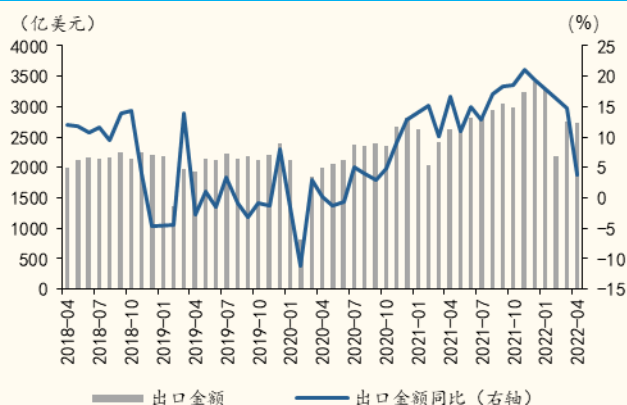
² 关于美元指数走强的分析，详情参阅报告《强势美元的背后？》。

图表 8：上海市整车物流货运流量在疫情扰动中下滑



来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：近期，出口增速显著放缓



来源：Wind，国金证券研究所

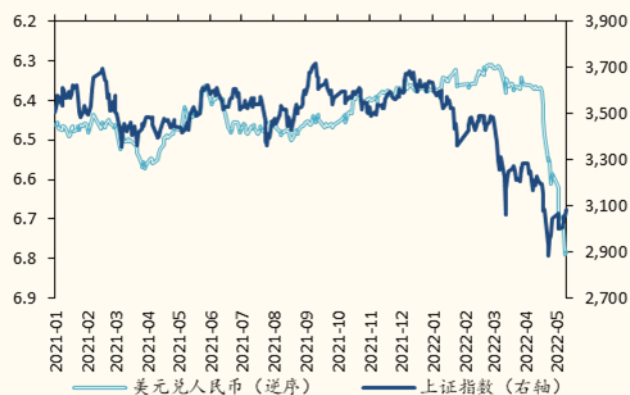
中美利差倒挂的背景下，资金出现快速跨境外流，并与贬值预期形成负反馈，这进一步加剧了本轮贬值的速度。从资本项目看，3月28日和4月11日，2年期与10年期中美利差相继开始倒挂，债券市场外资快速流出；同时，人民币汇率与上证指数共振下行，资产价格与贬值预期的负反馈效应也导致了北上资金的流出，3月以来，北上资金累计净流出485亿美元。³另一方面，贬值预期的形成对企业居民结售汇意愿产生扰动，贬值担忧之下，企业结汇意愿走低，售汇意愿加强，结售汇率一度走低至-7.8%，加速了即期市场上外汇的流出。

图表 10：3月以来，2Y与10Y中美利差相继倒挂



来源：Wind，国金证券研究所

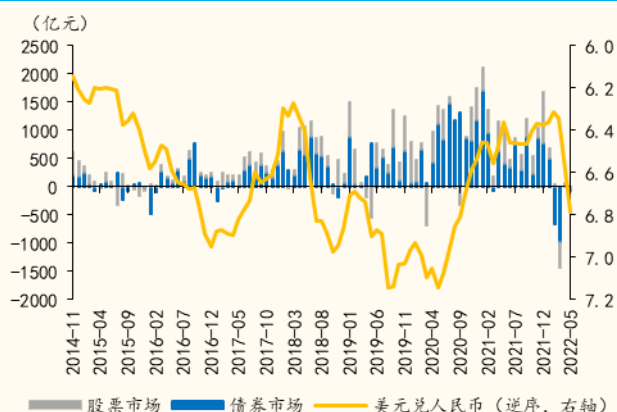
图表 11：人民币汇率与上证指数走势



来源：Wind，国金证券研究所

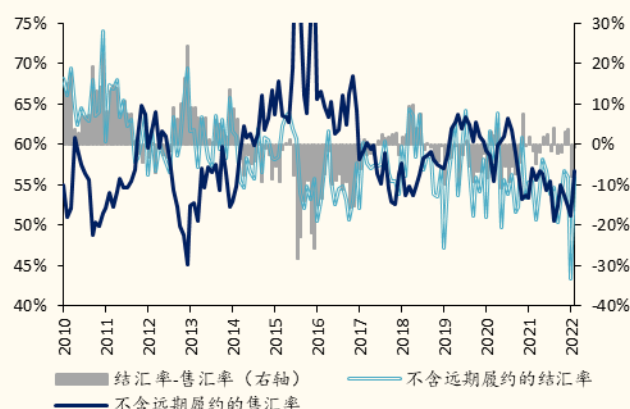
³ 关于中美利差倒挂与资金外流的讨论，详情参阅《中美利差倒挂，人民币贬值压力上升？》。

图表 12: 中美利差倒挂下, 资金外流加剧了此次贬值



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 13: 近期, 结汇率低于售汇率

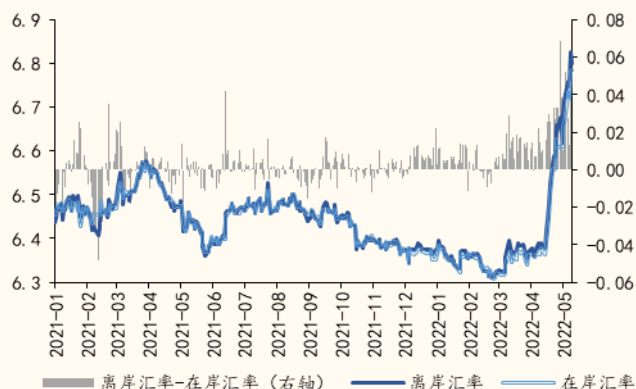


来源: Wind, 国金证券研究所

1.2、贬值还有多大空间？短期压力已较大程度释放，恐慌式换汇概率较低

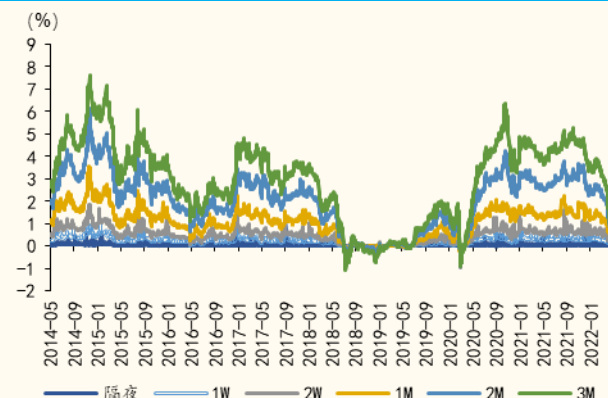
离岸、远期等市场预期显示，短期贬值压力已较大程度得到释放。1) 从离岸与在岸价差来看，5月2日，离岸、在岸价差一度高达685bp，在岸汇率受到离岸市场的显著拉动，而当前该差额仅剩135bp；2) 从掉期率来看，3个月美元兑人民币掉期率较3月7日阶段性高位明显回落，市场对远期汇率有一定消化；3) 从远期汇率隐含的贬值预期来看，无论是1年期NDF还是12个月远期汇率，其隐含的1年期贬值预期均较5月3日明显回落，分别下行1555、685bp，这同样指向，人民币贬值压力的释放，短期内已集中显现。

图表 14: 离岸与在岸价差已经收窄



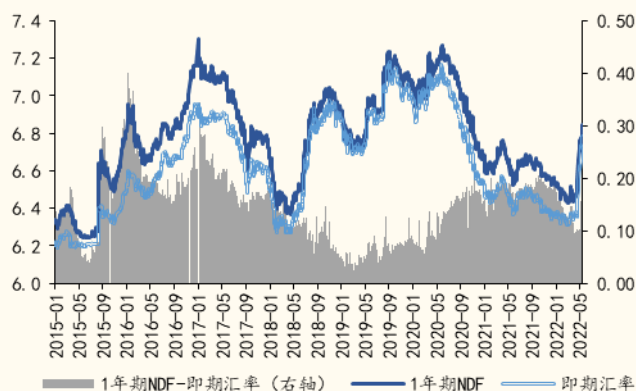
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 15: 从掉期率来看, 当前掉期率已回落至低位



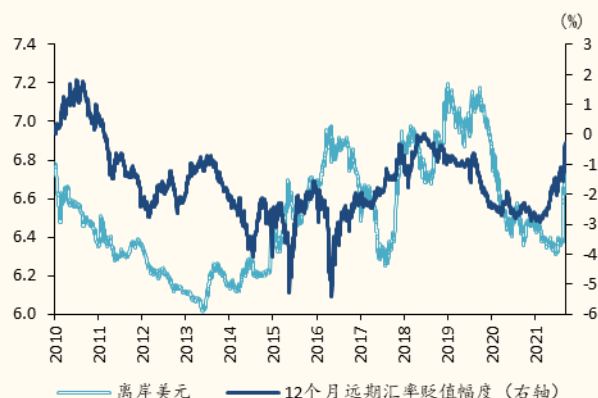
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16: 1 年期 NDF 的贬值预期得到了一定消化



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

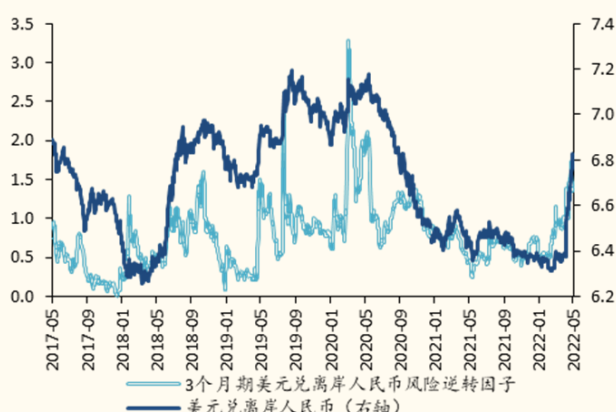
图表 17: 离岸人民币 12 个月远期中贬值预期边际走弱



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

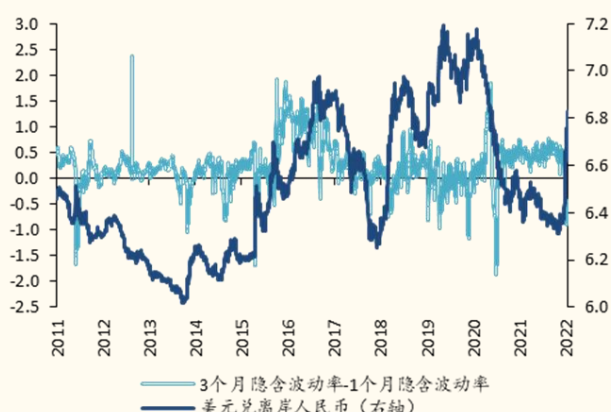
期权市场的交易指标同样指向, 人民币贬值压力的释放, 在短期内已有集中显现。25Delta 风险逆转指标为买入看跌期权和卖出看涨期权之间隐含波动率的差额。该读数大于 0 时, 表示市场看跌人民币兑美元汇率, 反之亦然。历史上, 风险逆转因子的高位回落往往意味着短期内快速贬值压力的边际缓解。另一方面, 3 个月与 1 个月美元兑人民币外汇期权隐含波动率之差刻画了短期汇率相较中期的波动性。该指标快速回落, 反映贬值压力在短期内已有较大程度释放。

图表 18: 风险逆转因子已由高位走低



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 19: 期权市场显示, 短期汇率波动较大



来源: Wind, 国金证券研究所

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_41901

