

人民币汇率何去何从？

——对人民币汇率和政策干预的思考

宏观事件：

9月28日，美元指数创2002年以来新高，人民币兑美元汇率则创新低。2015年811汇改之后，人民币最低曾触及7.18左右，昨天不仅仅跌破此前的记录，还一度跌到7.25，而且在一个交易日内一度下跌800点，引发了一些市场参与者的恐慌和担忧。央行昨日下午很快发布消息称，9月27日已经召开了全国外汇市场自律机制电视会议。会议新闻稿强调外汇市场事关重大，保持稳定是第一要义。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落。同时也强调，汇率的点位是测不准的，双向浮动是常态，不要赌人民币汇率单边升值或贬值，久赌必输。

事件点评：

➤ 央行干预人民币贬值恐慌情绪

央行主要干预的是市场的非理性预期与恐慌情绪，打消这种单边贬值自我强化的预期，切断市场预期的自我实现。

➤ 人民币汇率拐点未至

一是中美经济基本面差异决定了利差将继续走阔。中国经济基本面仍然处于较弱的状态，中国的货币政策或将继续维持宽松的取向；美国经济总需求依然较强、通胀压力居高不下，在短期内难以消解，这意味美联储的货币政策在短期内难以出现明显转向。二是8月中国出口拐点已至。结合数月前企业出口订单就开始明显下滑，伴随着航运价格的回落、积压商品对出口的支撑弱化，出口拐点已经出现，出口的弱化意味着对人民币汇率的支撑也将弱化。三是欧洲能源危机或进一步推高避险情绪。近期俄乌冲突进一步加剧，“北溪”天然气管道爆炸，加剧了欧洲能源危机的恶化。欧洲能源危机的爆发或进一步推高美元指数，给人民币带来贬值的压力。

➤ 人民币大概率维持对美元贬值但对一篮子货币稳定

6月以来，人民币一直保持着对美元贬值但是对一篮子货币基本稳定的安排，这是人民币面对强美元的一种常见安排。一方面，人民币对美元保持汇率弹性可以给国内货币政策更大空间，保持货币政策“以我为主”的基调；另一方面，通过人民币对一篮子货币保持稳定，可以维持市场对人民币的信心。从未来看，央行可能会继续维持人民币对美元贬值但对一篮子货币稳定的体制安排。实际上，即使人民币已经对于美元贬值，可能在一定程度上为了避免过快贬值或者维持对包括美元在内的一篮子货币稳定，我们注意到中国的货币政策可能已经受到美联储加息的一些掣肘。

➤ 人民币汇率贬值对股市影响有限

单纯的基于基本面的汇率贬值，对股票市场的影响有限。但对于人民币这种汇率弹性本身有限的货币而言，在汇率贬值超出弹性所接受的限度时，也会因为贬值产生恐慌，恐慌又促使贬值和股票下跌出现，并进一步导致贬值和恐慌。考虑到央行的干预，我们认为汇率贬值对股票市场的影响是有限的。

➤ **风险提示：**地缘政治风险超预期，国内经济低于预期，人民币汇率贬值超预期。

分析师：樊磊
 执业证书编号：S0590521120002
 电话：15221881900
 邮箱：fanl@glsc.com.cn

相关报告

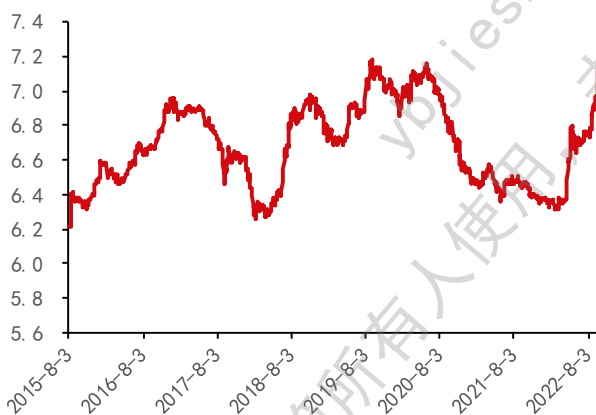
- 1、《通胀超预期回落——告诉我们什么？8月CPI、PPI数据点评》2022.09.10
- 2、《出口拐点如期显现——如何看待8月出口数据低于预期？》2022.09.07
- 3、《弱势反弹或难持续——8月PMI数据点评》2022.09.01

1 央行干预人民币贬值恐慌情绪

9月28日，美元指数创2002年以来新高，人民币兑美元汇率则创新低。2015年811汇改之后，人民币最低曾触及7.18左右，昨天不仅仅跌破此前的记录，还一度跌到7.25，而且在一个交易日内一度下跌800点，引发了一些市场参与者的恐慌和担忧。

央行昨日下午很快发布消息称，9月27日已经召开了全国外汇市场自律机制电视会议。会议新闻稿强调外汇市场事关重大，保持稳定是第一要义。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落。同时也强调，汇率的点位是测不准的，双向浮动是常态，不要赌人民币汇率单边升值或贬值，久赌必输。人民币汇率此后有所反弹。

图表 1：人民币兑美元汇率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 2：名义美元指数



来源：Wind，国联证券研究所

就我们看来，央行主要干预的是市场的非理性预期与恐慌情绪。由于人民币汇率弹性仍然是有限的，一旦对美元贬值幅度较大，容易引发市场单边贬值预期和恐慌情绪，并造成更大程度的贬值。这正是会议公告所指出的，“少数企业跟风‘炒汇’、金融机构违规操作、赌人民币单边贬值”等问题。央行的干预可以打消这种自我强化的预期，切断市场预期的自我实现。具体的干预手段则包括此前的下调外汇存款准备金、上调远期售汇业务的外汇风险准备金率，以及昨天发布会议公告、发出央行关注外汇市场的信号等。

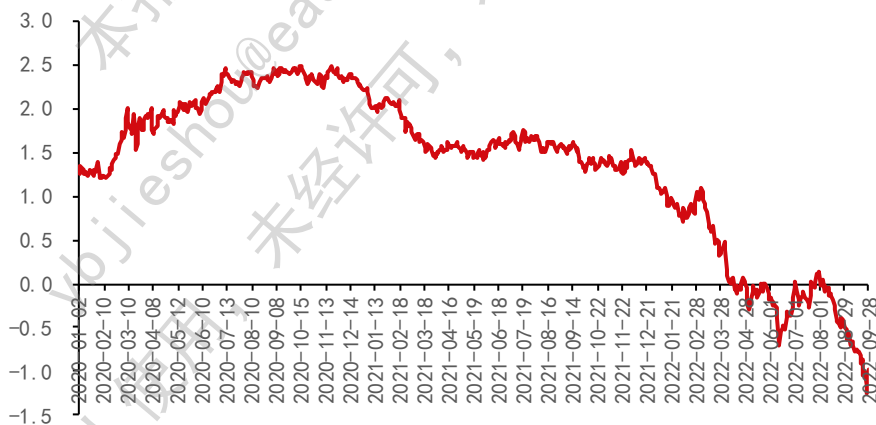
2 人民币汇率拐点未至

虽然人民币汇率有所反弹，但是我们认为人民币兑美元的下行趋势尚未到达拐点。

主要有以下几个因素：

一是中美经济基本面差异决定了利差将继续走阔。中国经济基本面仍然处于较弱的状态，疫情反复对居民部门和企业部门预期的影响仍在持续，居民消费和企业投资在短期内难以明显改善，另外地产债务危机尚未取得实质性进展进一步拖累中国经济基本面的改善。所以中国的货币政策或将继续维持宽松的取向。而美国经济总需求依然较强、通胀压力居高不下，在短期内难以消解，这意味美联储的货币政策在短期内难以出现明显转向。在利差的体现上，中美 10Y 国债利差近期倒挂持续走阔，对人民币汇率造成贬值压力。

图表 3：中美 10Y 国债利差倒挂持续走阔



来源：Wind，国联证券研究所

二是 8 月中国出口拐点已至。8 月中国出口同比增长 7.1%（美元计价），同比大幅回落且弱于市场一致预期。结合数月前企业出口订单就开始明显下滑，我们认为伴随着航运价格的回落、积压商品对出口的支撑弱化，出口拐点已经出现。此前中国出口增速好于订单的一个重要因素是航运价格太高，一些低货值的产品因此出现积压；虽然订单下行，但是这些积压商品逐步出口继续对 6-7 月出口数据构成支撑。这一支撑出口的因素在 8 月已经消退。（《出口拐点如期显现——如何看待 8 月出口数据低于预期？》）我们维持出口同比增速可能在未来数月持续回落的判断，出口的弱化意味着对人民币汇率的支撑也将弱化。

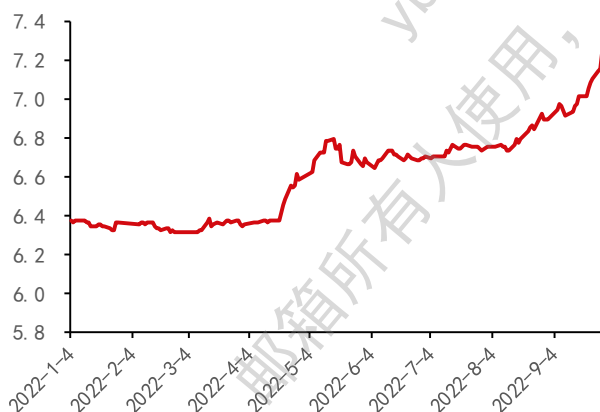
三是欧洲能源危机或进一步推高避险情绪。近期俄乌冲突进一步加剧，“北溪”天然气管道爆炸，北溪天然气管道公司 27 日发布声明称，目前尚无法评估维修时间。“北溪”天然气管道爆炸加剧了欧洲能源危机的恶化。经济合作组织（OECD）日前警示了欧洲冬季能源不足的风险，如果来自非俄罗斯的能源供应未能如期实现，或者因寒冷冬天对天然气需求增加，欧洲能源短缺可能显著增加。这些冲击或导致 2023 年欧洲经济增长较基准水平降低 1.25 个百分点以上，并使通胀率提高超 1.5 个百分

点，许多欧洲国家或在 2023 年陷入衰退。¹根据历史经验，往往危机爆发之初是避险情绪高涨、追逐美元之时，例如全球金融危机爆发和新冠肺炎疫情导致衰退之初，出现了全球流动性短缺导致美元快速升值的现象。我们认为，在北半球冬季到来之时，如果天然气供给没有得到缓解，欧洲或将出现能源危机的爆发，或进一步推高美元指数，给人民币带来贬值的压力。

3 人民币大概率维持对美元贬值但对一篮子货币稳定

6 月以来，人民币一直保持着对美元贬值但是对一篮子货币基本稳定的安排，这是人民币面对强美元的一种常见安排。央行并没有就人民币对美元贬值进行干预，主要原因是：一方面，人民币对美元保持汇率弹性可以给国内货币政策更大空间，保持货币政策“以我为主”的基调；另一方面，通过人民币对一篮子货币保持稳定，可以维持市场对人民币的信心。

图表 4：离岸人民币对美元汇率持续贬值



来源：Wind，国联证券研究所

图表 5：人民币对一篮子货币汇率基本稳定



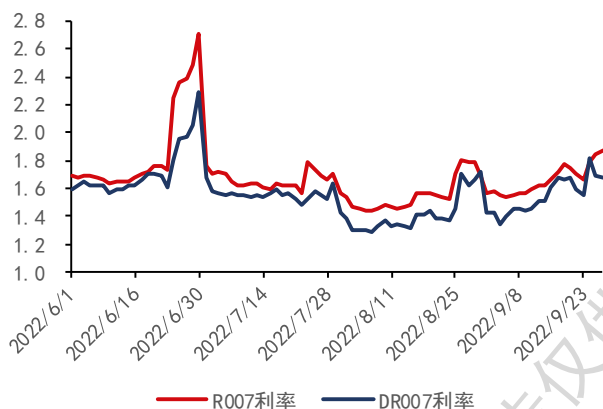
来源：Wind，国联证券研究所

从未来看，央行可能会继续维持人民币对美元贬值但对一篮子货币稳定的体制安排。否则，如果要维持汇率对美元稳定，就意味着要收紧资本管制、甚至货币政策明确跟随美联储紧缩，肯定会对中国经济和市场预期产生负面影响。

实际上，即使人民币已经对于美元贬值，可能在一定程度上为了避免过快贬值或者维持对包括美元在内的一篮子货币稳定，我们注意到中国的货币政策可能已经受到美联储加息的一些掣肘：近期货币市场短端利率已经略有上行，而且央行也没有降准——稳汇率或是重要的考虑。当然，由于中国是利率双轨制，货币、债券市场虽略有紧缩，但影响更大的存贷款市场仍在降息，所以当前的边际收紧对整体经济影响有限。

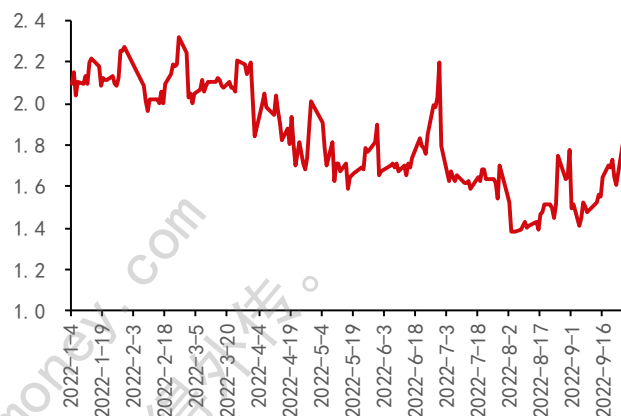
¹ OECD Economic Outlook, Interim Report September 2022: Paying the Price of War.

图表 6: R007 利率与 DR007 利率



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 7 天 SHIBOR 利率



来源: Wind, 国联证券研究所

4 人民币汇率贬值对股市影响有限

昨天汇率与股票市场的同步下跌引发了广泛关切。我们认为如果是单纯的基于基本面的汇率贬值,对股票市场的影响有限——毕竟,决定股票定价的现金流折现模型里面并没有汇率贬值。但是,现实中有时会出现人民币汇率贬值和股票下跌同步出现,除了基本面走弱导致汇率和股票同时下跌之外,常常出现的是风险偏好下降同时对汇率和股票产生负面影响。对于人民币这种汇率弹性本身有限的货币而言,在汇率贬值超出弹性所接受的限度时,也会因为贬值产生恐慌,恐慌又促使贬值和股票下跌出现,并进一步导致贬值和恐慌。

考虑到央行的干预,我们认为汇率贬值对股票市场的影响是有限的。如前文所述,一旦出现了恐慌情绪和非理性预期,央行会及时干预,所以恐慌会很快平息。总体而言,市场可能在人民币走弱的过程中受到一些间歇性的冲击,不宜过度夸大汇率贬值对股票市场的影响——实际上过去几个月人民币对美元持续贬值,但是股票市场和汇率并不总是正相关。

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_46648

