



张瑜： 如何理解近期汇率异动？



意见领袖 | 张瑜团队

4月19日-4月22日, USD/CNY 汇率跌幅约 2.1%, 由 4月19日开盘 6.369 至 22 日收盘约 6.5015, USD/CNH 离岸跌幅约 2.3%, 由 4月19日开盘 6.3788 至 22 日收盘 6.5274。汇率突破 6.5 整数位引起市场关注度提升。本文将对市场存在的一些共性疑问: 央行因为经济差引导贬值? 贬值风险开启? 贬值趋势是不是开始了? 做出回答。



如何理解近期汇率异动?

1、为什么跌? ——离岸集中补跌+部分交易因素扰动

本轮下跌是从离岸开始, 主要是因为香港市场休市期间美元强势上涨, 节后开市离岸集中补跌。最早的异动是 4月19日盘中离岸人民币突然开始贬值, 主要是因为香港市场休市期间美元强势上涨约 1.1%, 节后离岸集中

补跌。此外，也存在一些交易因素扰动，欧元、日元、英镑兑离岸人民币交叉汇率已经降至历史低位，对这些货币的买盘需求亦有提升，给人民币带来一定贬值压力。

2、本次贬值有央行引导吗？——没有

根据华创宏观汇率定价模型计算，今年以来逆周期因子波动加大时期主要在俄乌冲突爆发初期，由于市场情绪+俄罗斯卢布汇率大幅波动影响，人民币中间价出现一定波动，央行通过逆周期因子进行了短期的双向调节，自4月19日（周二）开启的本轮贬值中，逆周期因子未见明显引导人民币贬值，反而在4月22日达-123bps（即向升值方向引导），表明本轮贬值非央行引导。

3、为什么本轮离岸可以带动在岸？——上海疫情影响在岸即期交易量

受上海疫情封锁影响，美元兑人民币在岸即期交易量萎缩，更易受离岸影响。自3月底上海实施全域静态封锁以来，美元兑人民币即期询价成交量由正常的每天320多亿美元降至约200亿美元，在岸交易量的明显萎缩导致在岸即期汇率变得更易受离岸汇率影响。

4、人民币开启贬值周期了吗？——目前证据尚不充分

本轮人民币汇率贬值主要是由离岸集中补跌带动的，目前仅4个交易日（4月19-22日），且贬值幅度与速度都不大；同时近期居民与企业部门

的贬值预期均未看到走高，市场预期仍较为稳定。因此目前尚且没有充分的证据证明汇率风险开启，但具体到后续贬值速度问题，仍需持续密切跟踪。

5、展望：贬值需要两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱

我们认为人民币汇率贬值需要达到两个条件——出口走弱且 PMI 偏弱，一旦 PMI 向上，积压加速结汇有望形成对人民币汇率的支撑。首先，人民币汇率目前有约 3000 亿美元的待积压结汇“护体”，背后存在“底气”。其次，企业结汇意愿高低与订单多少相关，所以结不结汇（出口结汇率-进口付汇率）与 PMI 走势较为一致。因此，存在以下三种情景假定：

情景 a：出口高位+PMI 向上→人民币升值；情景 b：出口回落+PMI 向上→人民币或走平；情景 c：出口回落+PMI 向下→人民币走弱

当下由于疫情扰动，3 月 PMI 回落至 50 以下，在这种情形下，汇率有走弱趋势也属正常现象。但由于存在近 3000 亿美元的积压待结汇，一旦 PMI 向上，即便出口回落，企业积压待结汇加速结汇有望形成对出口顺差回落的有效对冲。

6、怎么理解汇率在货币政策中的角色？

2017 年中间价形成机制稳定后，通过过去几年历次大波动的市场跟踪经验，我们认为有两个层面的理解——整体层面理解是货币政策独立性优先于汇率，具体层面理解是控速度不控点位、接近前期新高会有所慎重、

避免汇率与股债大类资产螺旋下跌。

7、未来的关注点在哪里？

首先，短期关注逆周期因子。这次与以往不同，我们在汇率贬值初期就观察到了逆周期因子，目前从上周五观察仍控制幅度但未涉及方向。这一点需要观察后续逆周期因子从而更准确的理解央行的可能政策意图。

其次，这次因离岸而起，离岸目前也贬的幅度大于在岸，离岸是否有一些人民币流动性收紧的措施也仍需观察。

最后，由于积压待结汇的存在，所以汇率的基本盘还是在里面——疫情进展和稳增长力度依然是汇率未来中期走势的最重要因素。

风险提示：出口与稳增长力度弱于预期。

如何理解最近的汇率异动？

最近几天，人民币汇率波动较大，4月19日-4月22日，USD/CNY 跌幅约 2.1%，由 4 月 19 日开盘 6.369 至 22 日收盘约 6.5015，离岸 USD/CNH 跌幅约 2.3%，由 4 月 19 日开盘 6.3788 至 22 日收盘 6.5274，汇率突破 6.5 整数位引起市场关注度提升。本文将对市场存在的一些共性疑问：央行因为经济差引导贬值？贬值风险开启？贬值趋势是不是开始了？做出回答。

（一）为什么跌？——离岸集中补跌+部分交易因素扰动

最早的异动是 4 月 19 日盘中离岸人民币突然开始贬值，主要是因为香港市场休市期间美元强势上涨约 1.1%，节后开市离岸市场集中补跌。北京时间 4 月 19 日下午 15 点左右，USD/CNH 离岸突然开始快速贬值，一个小时内由约 6.38 跌至约 6.39。主要是因为 4 月 15 日、18 日香港市场因复活节假期休市，期间美元指数强势上涨，累计涨幅 1.1%，因此 4 月 19 日香港市场节后开市后，离岸人民币出现了一波集中补跌，导致短期内跌幅较大，同时带动了 USD/CNY 即期汇率下跌。

图表 1 4 月 19 日盘中 USD/CNH 离岸突然贬值



资料来源: Wind, 华创证券

图表 2 香港休市期间美元指数累计上涨 1.1%



资料来源: Wind, 华创证券

本次人民币汇率下跌也伴随着一些交易因素的扰动。欧元、日元、英镑兑离岸人民币交叉汇率已经降至历史低位，对这些货币的买盘需求亦有提升，给人民币带来一定贬值压力。

图表 3 欧元、英镑、日元兑离岸人民币交叉汇率均已降至历史低位



资料来源: Bloomberg, 华创证券

(二) 本次贬值有央行引导吗？——没有

根据华创宏观汇率定价模型计算，今年以来逆周期因子波动加大时期主要在俄乌冲突爆发初期，由于市场情绪+俄罗斯卢布汇率大幅波动影响，人民币中间价出现一定波动，央行通过逆周期因子进行了短期的双向调节，自4月19日开启的本轮贬值中，逆周期因子未见明显引导人民币贬值，反而在4月22日达到-123bps（即向升值方向引导），显示政策抑制快速贬值的倾向，表明本轮贬值并非由央行引导。

图表 4 4 月 22 日逆周期因子呈现升值方向引导



资料来源: Wind, Bloomberg, 华创证券测算

(三) 为什么本轮离岸可以带动在岸? ——上海疫情影响在岸即期交易量

受上海疫情封锁影响, 美元兑人民币在岸即期交易量萎缩, 更易受离岸影响。作为金融中心, 上海越加严格的疫情封锁措施客观上影响了美元兑人民币的在岸即期交易量。自 3 月底上海实施全域静态管理以来, 美元兑人民币即期询价成交量由正常的每天 320 多亿美元降至约 200 亿美元,

在岸六日早盘的即期汇率已较在岸即期汇率亦低而面受离岸汇率影响

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_40883

