

佛系“破7”

- 人民币走软显示全球经济基本面不断弱化。
- 人民币影子汇率预示着美元强势将持续，对应人民币走软。
- 人民币弱势提示全球市场风险若隐若现。稍安勿躁，枕戈待旦。

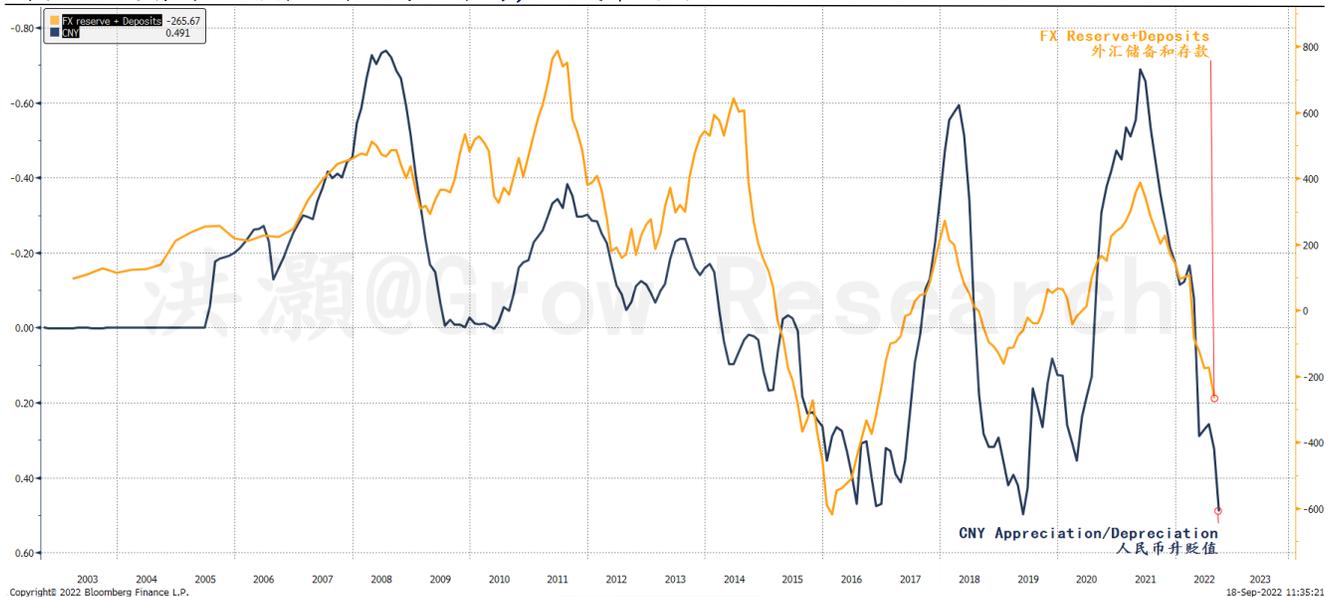
洪灏，CFA
hao.hong@growim.com

本报告英文版：
[“Chill” about CNY Beyond 7](#)

基本面因素解释人民币弱势

人民币汇率“破7”终于尘埃落定。美联储和日本央行在杰克逊霍尔（Jackson Hole）峰会上的分歧早已提前预告了当前美元摧枯拉朽的强势和日元/欧元的弱势。两年期美债收益率与美联储基准利率间的息差正处于其数据历史上的最宽水平。同时，虽然美国通胀正在见顶，但很可能在高位持续更长更久。因此，美联储不太可能停止收紧货币政策。

图表 1: 随着外汇储备和外汇存款下滑，人民币走弱。



除却全球央行政策意见分歧，中国经济基本面的变化也反应在人民币的弱势。横亘于今年的经济难题之一是，中国如火如荼的出口继续令专家们目瞪口呆，但这些出口的强势却未能转化为外汇储备的增长。即使将商业银行的外汇存款计算在内，目之所及依然是一出外汇积累不增反降的场景（图表 1）。

外汇储备资产汇率的变化，以及今年上半年的一些资本外流，皆不足以解释出口强劲之下外汇积累的下降。最近，人民币远期抛压一度上升至与2015年底等量齐观的水平，但即便如此也未能充分阐释外汇积累减少和出口强势分歧的这一问题。

但从历史上看，人民币汇率与外汇积累的变化一向息息相关。随着外汇积累下降，当前人民币汇率走弱至2018年末贸易战最激烈胶着时的水平（图表1）。

我们也可以使用“人民币影子汇率”作为衡量美联储和中国央行之间差异分歧的指标。我们将“人民币影子汇率”定义为中国的M2广义货币与外汇储备的比率。

最近，中国M2的增速持续回暖至近7年多以来最快的水平，这很可能是财政支出开始大规模投入实体经济的结果。在美元走强之际，人民币影子汇率的弱势毫无悬念地走软至数据历史的最高水平（图表2）。随着中国央行和美联储的货币政策取向渐行渐远，美元强势很可能会继续高歌猛进。

图表2：人民币影子汇率（M2/外汇储备）处于历史新高；美元很可能会进一步走强。



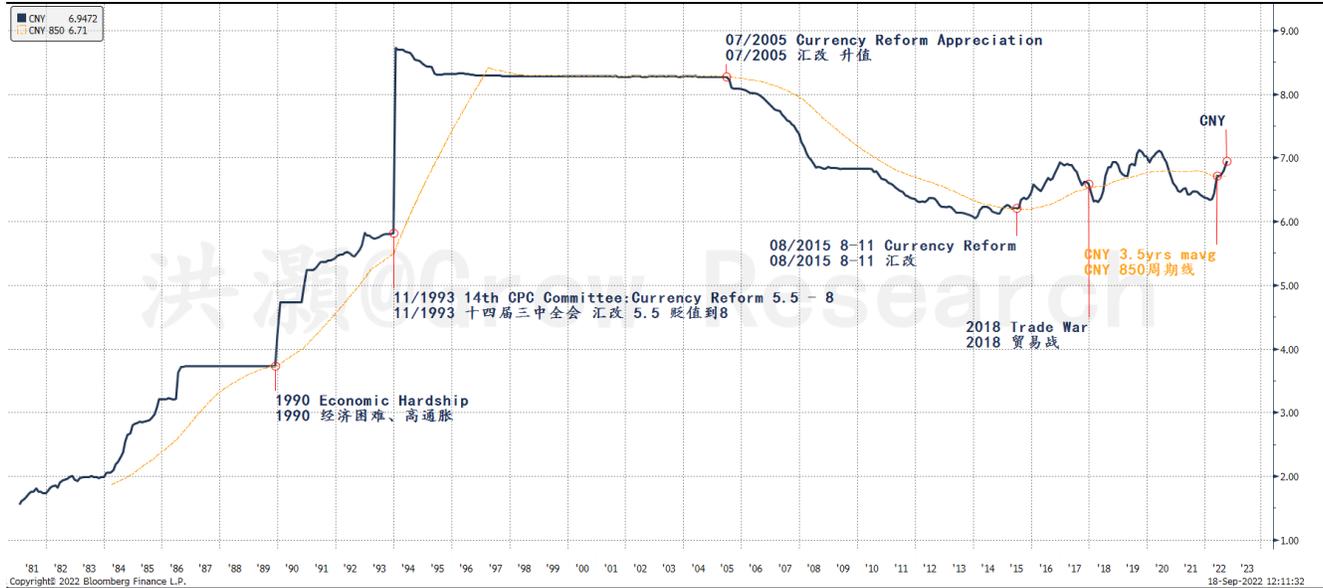
人民币长期趋势偏弱

有趣的是，人民币现价与其长期趋势线之间的交点往往记录着人民币汇率发展历史上的重大事件。我们以3.5年移动均线来衡量人民币汇率的长期趋势线（图表3）。

从上世纪90年代初至2005年“7-21”汇改前，人民币现价一直稳居其长期趋势线上方，显示着长期贬值的趋势。“7-21”汇改旨在令人民币与一篮子货币重新挂钩，并推动人民币升值。此后直至2015年“8-11”汇改，人民币现价一直处于长期趋势线以下，呈现着长期升值的趋势。

自那以后，受 2018 年贸易战和 2020 年新冠肺炎疫情的影响，人民币大体上在其长期趋势线上方运行。2015 年的“8-11”汇改推动人民币汇率实现双向波动，人民币即期汇率由此围绕其长期趋势线波动。由于汇率的变动往往旷日持久且自我关联，人民币“破 7”很可能不会是这一轮汇率趋势的终点——这与上文讨论过的、美元的历史性强势交相呼应。

图表 3: 人民币的 3.5 年周期线记录着人民币汇率发展历史上的重大事件



资料来源: 彭博, 思睿研究

人民币弱势对风险资产影响几何

中国经济周期领先于全球经济周期，而中国经济很大程度上仍然具有强周期的性质。作为这样一个国家的货币，人民币作为一个风险指标一直对于全球经济和市场风险异常敏感。譬如，人民币即期汇率与金铜比这一传统风险指标密切相关。一般而言，人民币越疲软，金铜比越高，系统性风险水涨船高，风险偏好愈发走低（图表4）。

图表4：人民币疲软暗示全球经济周期的迅速放缓和市场风险厌恶。



资料来源：彭博，思睿研究

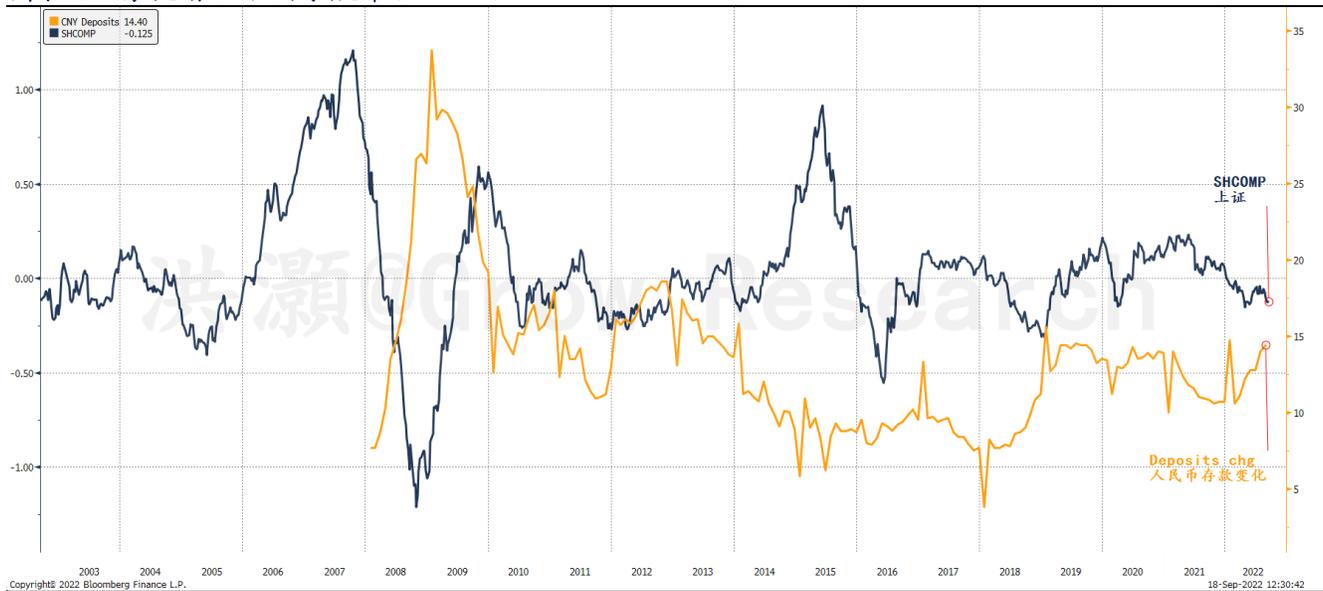
在2018年的经济周期和新冠疫情期间，人民币在预示风险方面其实领先于金铜比。如前所述，人民币弱势趋势很可能将持续一段时间，而全球经济周期将继续放缓。如是，人民币走弱暗示着全球市场山雨欲来风满楼之势。虽然人民币短期内的超跌可能会引发技术性修复，但贸然抓飞刀还是过于激进。资产价格的最终调整已近在咫尺。到时，最后的帷幕往往骤然落下。

八月社零增长实乃意外之喜。但我们认为这得益于汽车购置税退税。过去两周，高频数据显示汽车销售开始出现放缓之势。退税的刺激效应似乎正在消退。与此同时，国内居民忙于加速偿还房贷，而正如八月财务数据显示的那般，以房贷为主的居民长期贷款增长仍未恢复。居民购买房产的意愿依然极度低迷，而储蓄的意愿却在上升。

有报道称，一些银行轻而易举地超额完成了今年的存款增长目标，但贷款的增长却是另一幅光景。银行分行经理为完成存款额度而与客户推杯换盏、把酒千杯的日子已不再。诚然，当经济周期最终转向时，丰盈充足的存款将增加银行放贷的能力。

如果资金在存款账户中躺平，那么诸如股票这类风险资产就难有上涨的动力。从历史上看，上证和银行存款负相关（**图表 5**）。我们的市场风险指标 EYBY 已经下降到一个极低的水平，但还没有达到其历史极值 —— 尤其是考虑到我们目前所面临着可以说是自 2009 年以来最严峻的挑战（**图表 6**）。

图表 5: 存款增加不利于股市。



图表 6: 市场厌恶风险，但尚未达到历史极值。



2022年9月19日

思睿研究



结论

人民币弱势其实一叶知秋，反映了中美央行之间的货币政策分歧，以及中国出口强势背景下外汇积累的下降。人民币的周期性弱势的趋势体现在其盘桓于3.5年周期线之上。人民币“破7”不必过虑，周期之力量使然。

人民币弱势还预示着全球市场风险若隐若现。蛰伏的存款处于休眠状态，而我们专有的市场风险指标尚未否极泰来，不足以充分反映未来的风险。

法律声明

本报告由 GROW 思睿制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但 GROW 思睿及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，GROW 思睿及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，GROW 思睿可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与 GROW 思睿的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的金融工具的基本面评级或评分。

GROW 思睿的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。GROW 思睿没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。GROW 思睿可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据均仅代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。