

1、回顾2015年“811汇改”以来的6轮人民币快速贬值时期，引发汇率大幅贬值的原因主要有两个，一是中美经济周期以及货币政策的错位，例如2016年以及2022年，二是风险事件的冲击，例如2018与2019年。自2015年以来人民币汇率共经历了6轮具有代表性的快速贬值，分别发生于2015年8月至2016年1月、2016年5月至12月、2018年3月至11月、2019年4月至9月以及2022年4月和9月。2015年至2016年的两轮汇率贬值主要源于中美经济周期的错位以及货币政策的背离，2018年至2019年的两轮主要源于中美贸易摩擦事件的冲击，2022年4月与9月两轮人民币汇率快速贬值的核心原因为国内经济增长动能的走弱以及美联储政策的超预期紧缩。

2、在人民币快速贬值时期，跨境资金对于国债的增持规模以及北向资金的净流入规模多会减少，国债利率或出现阶段性的被动上行，但整体多处于下行趋势。资金流动方面，在2015年8月至2016年以及2018年至2019年四轮汇率贬值周期中，北上资金净流入规模和境外机构新增国债数量在快速贬值阶段均出现回落。在2022年以来的两轮汇率快速贬值时期，北上资金亦呈大幅流出态势，但值得注意的是，今年以来跨境资金对于国债的净减持规模远超以往，中美利差的倒挂或为主要原因。利率方面，过往人民币持续贬值时期，美联储多处于加息周期，叠加资金对于国债增持的减少，国债利率或出现阶段性的被动上行，但在国内经济运行偏弱的局势下，整体多处于下行趋势。

3、人民币快速贬值对于股票市场的影响多为流动性与风险偏好的冲击，贬值速率是影响市场表现的主要因素。根据过往经验，市场底多同步或领先于汇率底，汇率贬值二阶拐点的出现或有助于市场情绪的修复。人民币持续贬值的情形多发生于美联储货币政策收缩、国内经济增长动能偏弱或风险事件冲击的背景之下，市场情绪趋于谨慎，在人民币贬值速率抬升阶段，投资者恐慌情绪的加剧多为引发市场快速下跌的原因，例如2019年8月以及2022年4月。但值得注意的是，在过往汇率贬值且市场下跌的时期，市场底通常同步或提前于汇率底出现，汇率贬值的速率或为影响市场情绪的主要因素，当汇率的二阶拐点出现后，市场情绪有望迎来修复。今年以来，人民币经历了两轮快速贬值，市场或将形成“双底”走势。

4、“强美元”是当前人民币汇率的最大压制因素，近日多国央行对于汇率的干预以及市场对于美联储加息预期的博弈，或阶段性缓解美元指数上涨压力，美元兑人民币汇率有望将迎来二阶拐点。9月以来人民币快速贬值的主要原因为美联储紧缩力度的再超预期，在当前美国经济景气相对占优的局势下，“强美元”是人民币汇率的最大压制因素。近期英国、日本等国对汇率的干预接连打压了美元指数的上涨动能，虽然央行的干预不能彻底改变“强美元”的形势，但或能够影响后续美元指数上行的斜率。叠加市场对于美联储加息预期降温以及美国经济走弱预期的博弈，后续美元指数上涨压力或得到阶段性缓解，美元兑人民币汇率或将迎来二阶拐点。

5、展望后市，伴随人民币贬值速率的放缓，外资情绪与市场风险偏好或均有所修

复。10月以来小盘成长风格持续占优，后续大盘风格或存在估值修复的机会，中期仍然是景气成长占优的趋势。

风险提示：流动性收紧超预期，经济失速下行，中美摩擦加剧，疫情超预期恶化，历史数据仅供参考等。

本文源自金融界