

【每周经济观察】

海内外经济预期变化，
市场情绪维持悲观

研究中心

2023年5月26日



要点：海内外经济预期变化，市场情绪维持悲观

➤ **一周行情回顾：**市场悲观情绪释放带动商品及权益加速下行

➤ **欧美经济增长动能不足但预期差发生变化**

- ✓ 5月美国、欧元区、德国PMI初值较前值继续下探，显示经济增长动能不足。但欧美之间经济运行的预期差也在发生相对变化。4月份欧美经济超预期程度趋同且呈下滑趋势，而5月以来欧洲经济表现进入不及预期区间，美国面前维持符合预期的水平，美国经济预期差较欧洲的相对优势拉开
- ✓ 疫情超额补贴支撑美国消费韧性，但增速放缓征兆已现。美国消费者信心指数今年2月以来震荡下行，特别是5月预期指数显著回落；4月零售销售环比增0.4%，低于市场预期的增0.8%。美国未来12个月衰退概率创40年新高，今年下半年超25%，年底超50%，至明年4月近70%水平，概率远超2008年次贷危机时期最高42%和2001年互联网泡沫危机时期最高45%水平

➤ **人民币汇率破7后何去何从**

- ✓ 一般而言，汇率的主要影响因素一是国际收支，二是通胀相对水平，三是利差，四是市场预期。国际收支包含了国际贸易导致的资金流动和利差导致的国际资本流动，国际收支差额总体上代表外汇流入即市场对人民币的需求，与人民币汇率走势呈显著相关性。而通胀相对值和利差对汇率在不同阶段起的作用不同。在2019-2020年，中美同处货币宽松周期，美国通胀温和，而我国受猪周期拉动CPI快速攀升，中美通胀相对变化对汇率影响明显。在2022年以来，美联储急速紧缩与我国货币政策维持稳健宽松形成明显错位，中美利差为负，国际资本流动显著影响汇率走势，中美利差与人民币汇率走势一致性规律较强
- ✓ 今年以来人民币汇率走势可分为三个阶段。第一阶段为年初至3月中下旬，美元兑人民币汇率与美元指数走势趋同，背景为美国经济从不及预期逐步走向超预期，欧洲经济基本面好于预期的幅度优于美国但差距在收窄，而我国经济好于预期较美国的优势保持一致，因此人民币汇率和美元汇率出现先跌后涨的较同步走势。第二阶段为3月下旬至5月上旬，欧美经济意外指数走势趋同走弱，我国经济意外指数相对处于高位，美元兑人民币汇率与美元指数出现劈叉，美元指数走低的幅度显著大于人民币贬值速度。第三阶段为5月上旬以来，欧美经济走势预期差导致美元走强，而国内基本面预期转弱下人民币走弱，美元对人民币汇率与美元指数走势再度“挂钩”，出现人民币汇率快速贬值和美元汇率快速升值的同步现象
- ✓ 人民币破7曾出现三次，分别为2019年8月持续5个月、2020年2月持续5个月以及2022年9月的持续3个月，其主要驱动因素包括中美基本面走势的差异、外部事件冲突导致美元避险属性占优以及货币政策周期错位等。从短期看，我们认为人民币汇率与美元指数趋同的概率较大，人民币汇率走低或持续一段时间。而从中长期看人民币不具备长期贬值的基础

➤ **风险提示** 海外经济衰退超预期；地缘政治形势超预期演变；国内稳增长政策不及预期

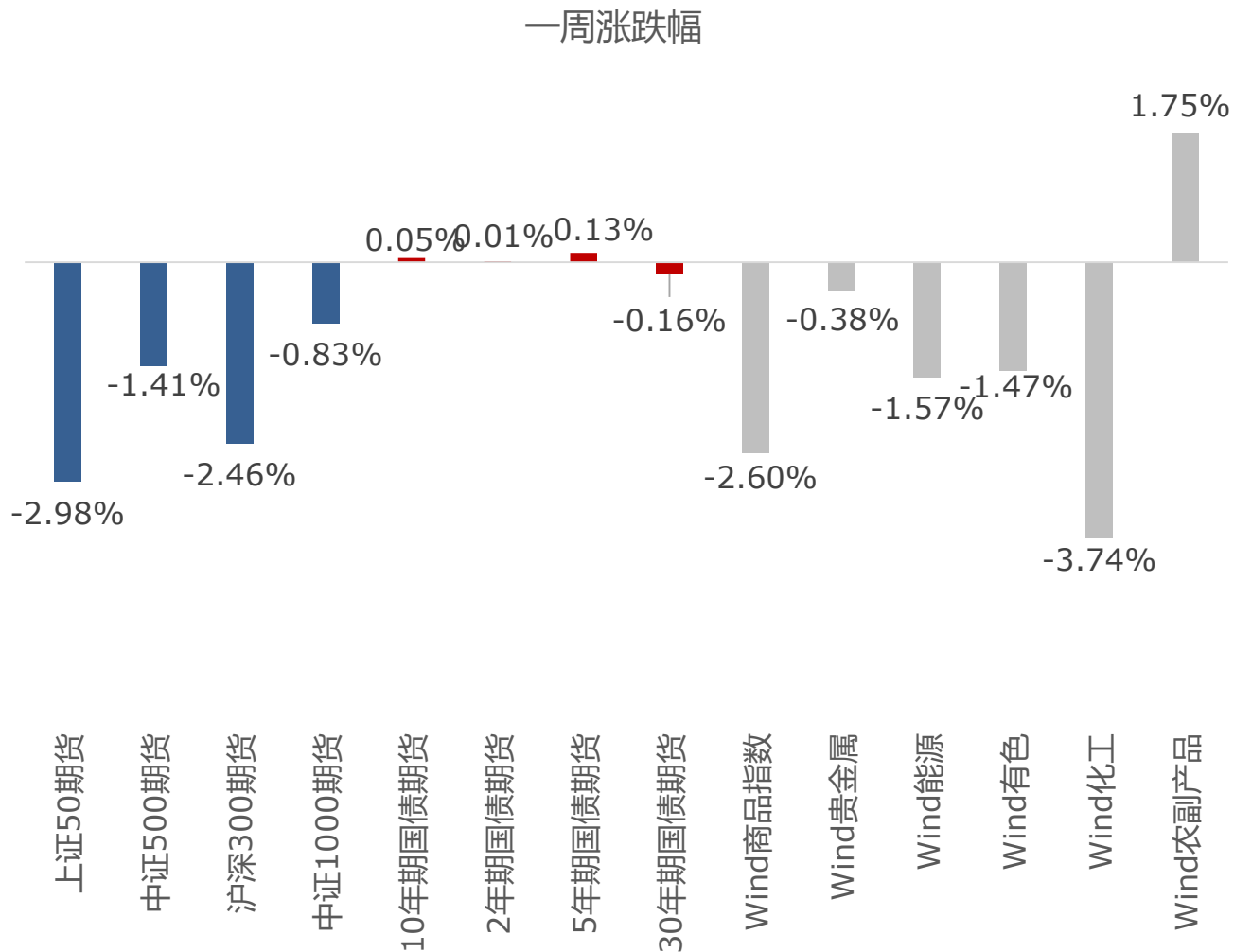
第一部分

一周行情回顾



行情回顾：5月22日-5月26日，市场悲观情绪释放带动商品及权益加速下行

- 随着市场对美联储货币政策转向的预期修正、海外衰退风险担忧加大以及部分商品消息面因素带动下，市场悲观情绪浓郁，权益市场、商品市场普跌，至周五出现超跌反弹



- 5月LPR保价连续第9个月持稳，1年期品种报3.65%，5年期以上为4.3%

- 美国债务上限谈判：周三美国财政部长重申最早6月1日无钱可用；周四晚据路透社最新报道，美国总统拜登和众议院议长麦卡锡接近就美国债务上限达成协议

- 人民币汇率破7后继续走高：避险情绪升温下美元指数走强，国内基本面经济基本面对人民币的支撑走弱

- 消息：5月26日，据中国证券报，被视为“准财政”工具的政策性开发性金融工具，去年与专项债相配合，为补充重大项目资本金发挥了重要作用。专家认为，作为稳增长的支撑力量之一，政策性开发性金融工具继续扩容有一定必要性

下周大事关注日历

5月29日 星期一	5月30日 星期二	5月31日 星期三	6月1日 星期四	6月2日 星期五	6月3日 星期六	6月4日 星期日
		<ul style="list-style-type: none"> 中国5月官方 PMI 	<ul style="list-style-type: none"> 中国5月非官方 PMI 			
	<ul style="list-style-type: none"> 欧元区5月经济景气等信心指数 	<ul style="list-style-type: none"> 美国4月非农就业空缺 	<ul style="list-style-type: none"> 美国5月PMI、欧元区5月PMI 欧盟、欧元区4月失业率 美国5月挑战者企业裁员人数、ADP就业人数 	<ul style="list-style-type: none"> 美国5月失业率、劳动力参与率、新增非农 		

第二部分

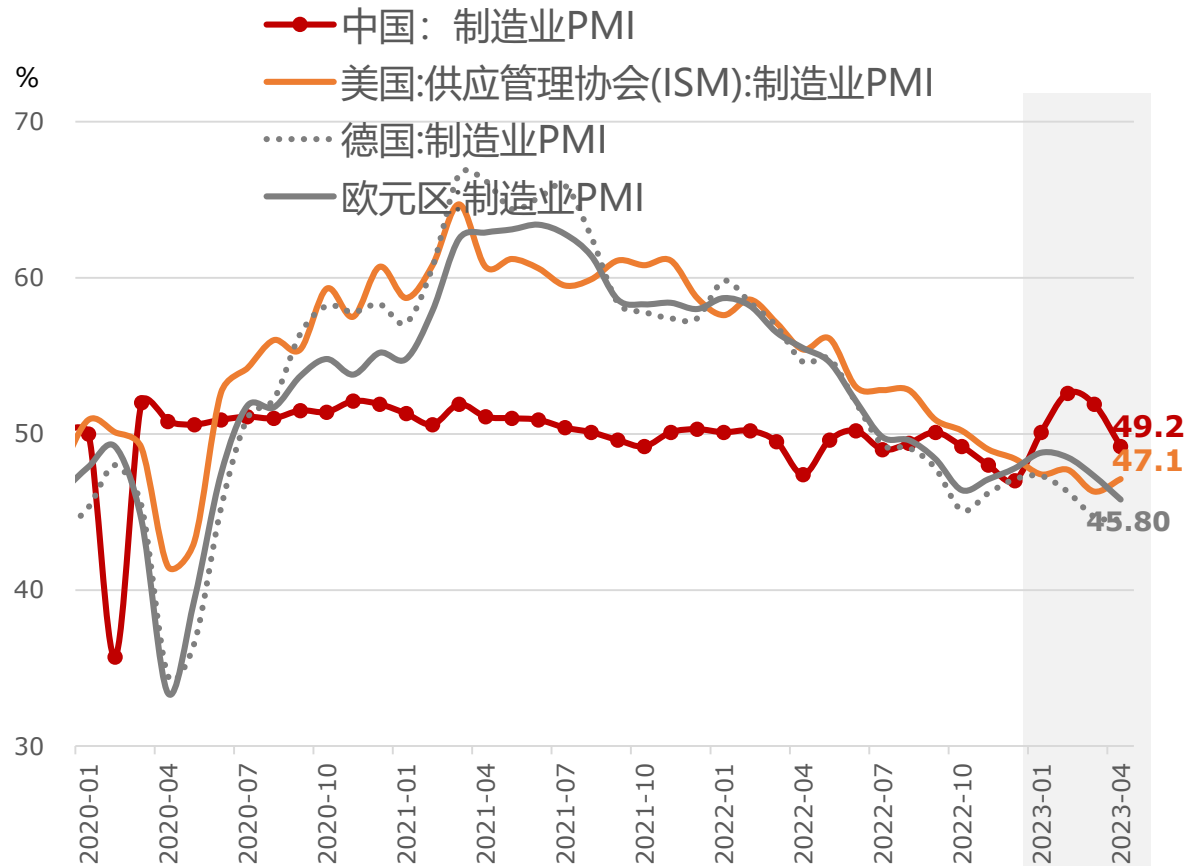
欧美经济数据解读



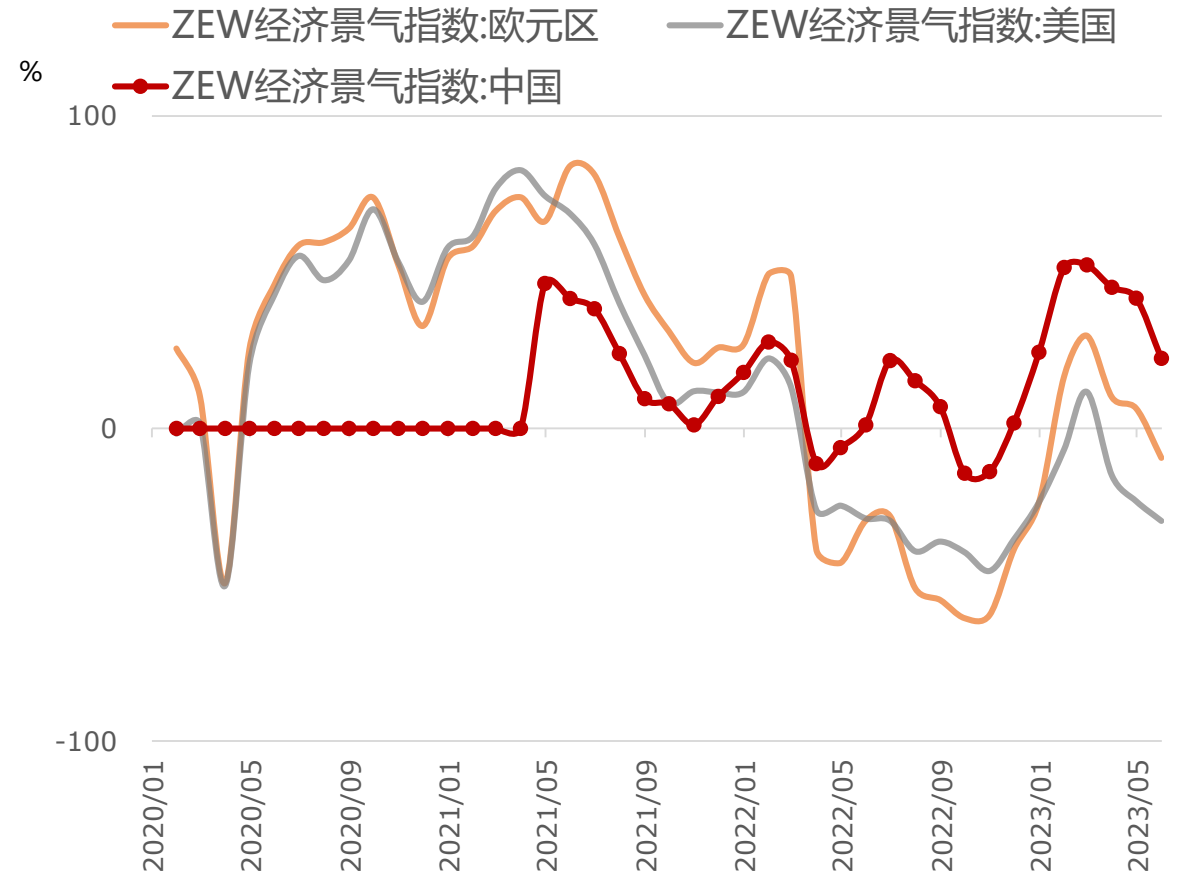
2023年海外经济衰退风险加重，欧美经济运行预期差发生变化

■ 欧美制造业PMI自2021年以来处于下行通道，自2022年三、四季度以来处收缩区间且下行态势未见企稳，5月美国、欧元区、德国PMI初值较前值继续下探，显示经济增长动能不足。但欧美之间经济运行的预期差也在发生相对变化

欧美经济体制造业PMI自2022年三、四季度以来持续处于收缩区间



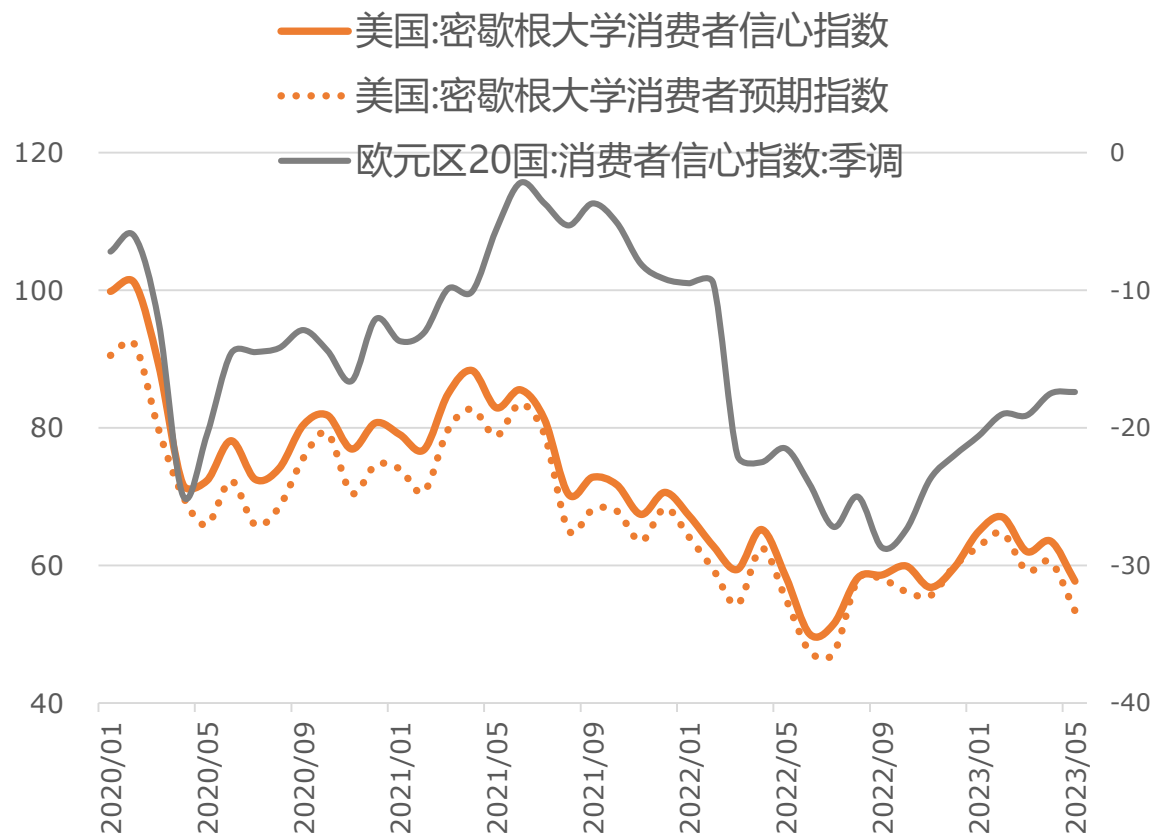
从景气指数看，一季度欧洲经济预期转好，而二季度以来欧美预期再次转弱



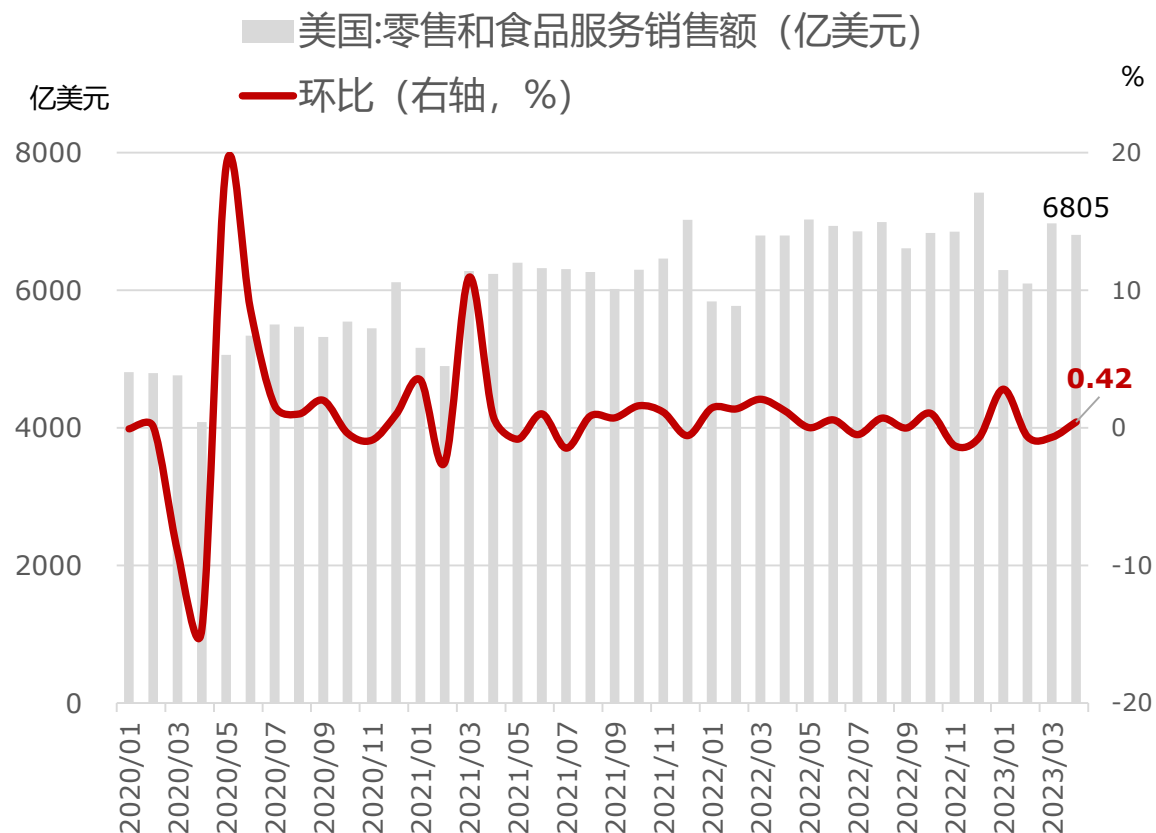
疫情超额补贴支撑美国消费韧性，但增速放缓征兆已现

■ 疫情以来美国大规模财政刺激导致居民增加2.3万亿美元超额储蓄，支撑消费韧性。但低收入人群已面临压力，消费贷拖欠率出现持续上升；中高收入人群还有较多超额储蓄，但边际消费弹性较弱；叠加银行事件后金融不稳定性加大，市场波动导致财富效应减弱，消费大概率趋缓

美国消费者信心指数今年2月以来震荡下行，特别是5月预期指数显著回落



美国4月零售销售环比增0.4%，低于市场预期的增0.8%



银行风险事件暴露紧缩周期对金融不稳定性的影响，美国经济衰退预期加重

- 美国未来12个月衰退概率创40年新高，今年下半年超25%，年底超50%，至明年4月近70%水平，概率远超2008年次贷危机时期最高42%和2001年互联网泡沫危机时期最高45%水平

美国纽约联储根据国债期限利差构建经济衰退概率模型，历史经验看当模型概率超过 25%时发生经济衰退



第三部分

人民币破7后何去何从



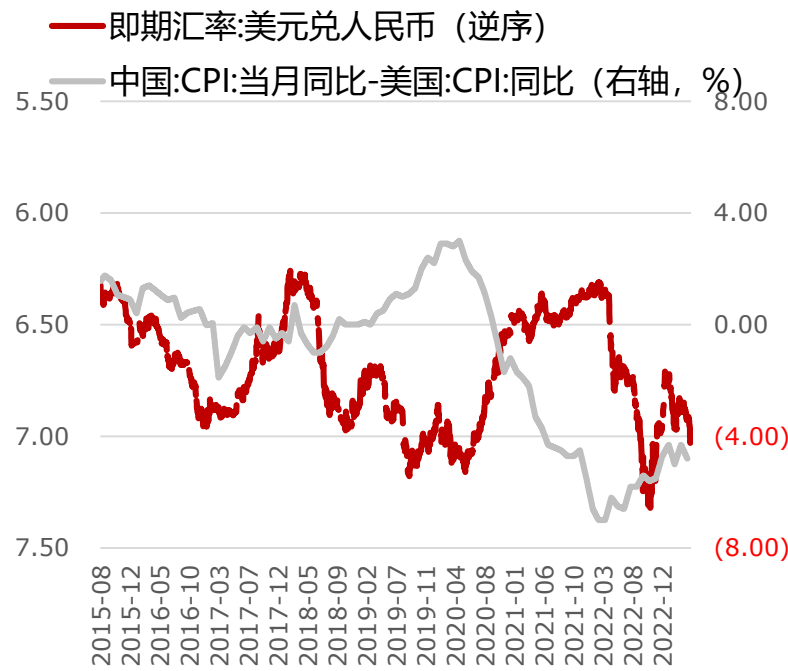
5月17日以来，美元对人民币即期汇率破“7”

- 一般而言，汇率的主要影响因素一是国际收支，二是通胀相对水平，三是利差，四是市场预期
- 在大部分时间内，国际收支对汇率的影响最为显著，而通胀相对值和利差对汇率在不同阶段起的作用不同

国际收支包含了国际贸易导致的资金流动和利差导致的国际资本流动，国际收支差额总体上代表外汇流入即市场对人民币的需求，与人民币汇率走势呈显著相关性



在2019-2020年，中美同处货币宽松周期，美国通胀温和，而我国受猪周期拉动CPI快速攀升，中美通胀相对变化对汇率影响明显

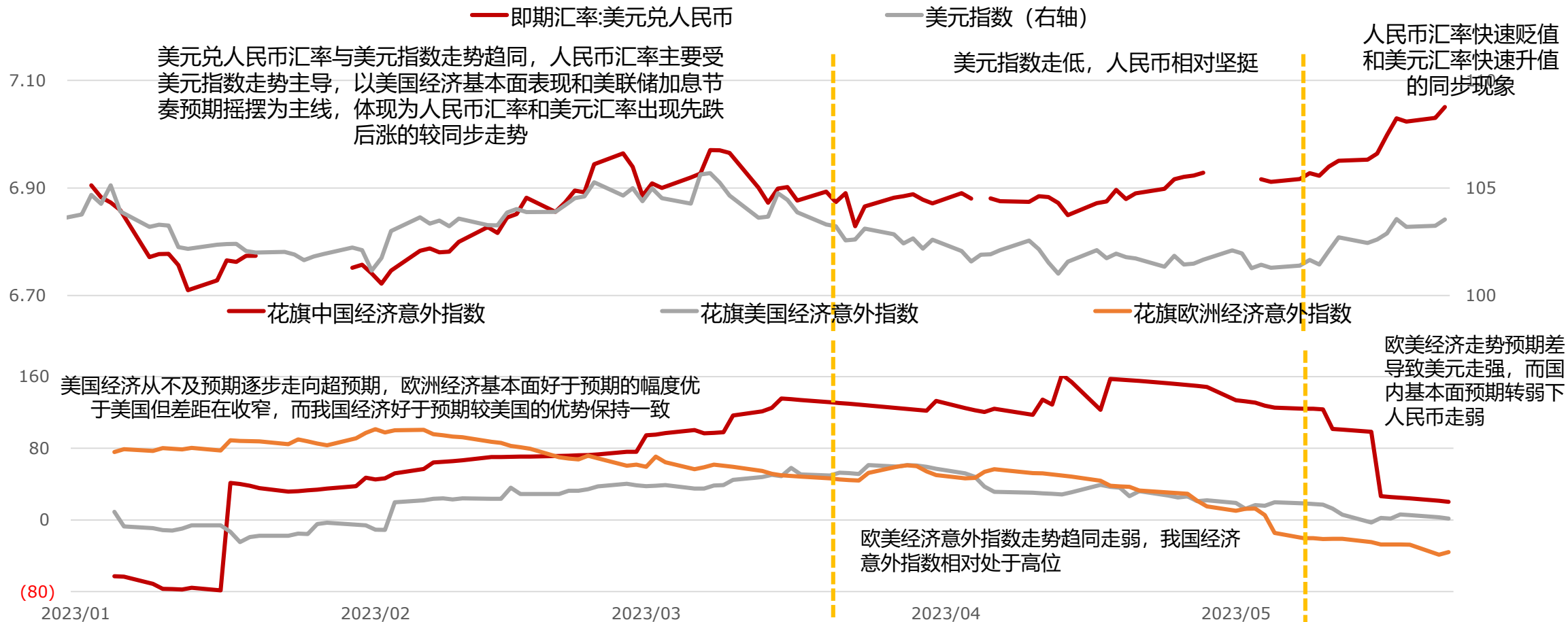


在2022年以来，美联储急速紧缩与我国货币政策维持稳健宽松形成明显错位，中美利差为负，国际资本流动显著影响汇率走势，中美利差与人民币汇率走势一致性规律较强



今年以来人民币汇率走势可分为三个阶段

- 第一阶段为年初至3月中下旬，美元兑人民币汇率与美元指数走势趋同。第二阶段为3月下旬至5月上旬，美元指数走低的幅度显著大于人民币贬值速度。第三阶段为5月上旬以来，美元对人民币汇率与美元指数走势再度“挂钩”，出现人民币汇率快速贬值和美元汇率快速升值的同步现象**



人民币破7后何去何从

- 2015年811汇改以来，“7”一直是人民币兑美元汇率的关键点位，受市场关注，央行也多次就7点位进行表态。历史人民币破7曾出现三次，分别为2019年8月持续5个月、2020年2月持续5个月以及2022年9月的持续3个月，其主要驱动因素包括中美基本面走势的差异、外部事件冲突导致美元避险属性占优以及货币政策周期错位等
- 从短期看，我们认为人民币汇率与美元指数趋同的概率较大，人民币汇率走低或持续一段时间。而从中长期看人民币不具备长期贬值的基础

- **汇率成为国内货币政策掣肘但非主要矛盾。**货币宽松会使利差承压，从而加剧汇率贬值的压力，因此理论上央行出于稳汇率考量会谨慎考虑货币进一步宽松的力度。但从历史复盘看，汇率贬值阶段不一定能制约货币宽松。利率与汇率并非简单线性关系，而是多重因素共同作用后的结果。一季度央行货币执行报告新增“总量适度、节奏平稳”、“保持利率水平合理适度”表述，暗示央行可能认为目前利率水平处于相对合理的区间，更倾向于降低利率的整体波动，其关键变量仍将是国内基本面走势。
- **短期人民币走低或维持一段时间，但中长期不具备长期贬值基础。**从短期看，首先我们认为人民币汇率与美元指数趋同的概率较大，出口前景承压导致由出口带动结售汇需求从而支撑人民币的动能减弱。而在与美元指数“挂钩”的行情走势中，美国经济基本面的相抵走势及美联储货币政策转向的节奏将再次成为汇率的主导。结合我们对美国通胀问题韧性犹存、对美联储货币宽松不宜过分乐观的判断，我们认为人民币汇率走低或持续一段时间。而从中长期，随着内生动能的修复，我国经济稳中向好，与欧美经济衰退形成显著优势，人民币不具备长期贬值的基础。

免责声明

本报告由广州期货股份有限公司（以下简称“本公司”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货公司投资咨询业务资格，本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司以及雇员不对任何人因使用本报告中的任何内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本报告版权归本公司所有，本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载本报告的全部或部分内容，不得再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如引用、刊发，须注明出处为广州期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

广州期货股份有限公司提醒广大投资者：期市有风险，入市需谨慎！

投资咨询业务资格：证监许可【2012】1497号

分析师：王荆杰期货从业资格：F3084112投资咨询资格：Z0016329邮箱：wang.jingjie@gzf2010.com.cn

联系人：方旻期货从业资格：F03105216邮箱：fang.min@gzf2010.com.cn

广州期货主要业务单元联系方式



上海分公司 联系电话: 021- 68905325 办公地址: 上海市浦东新区向城路69号1幢12层(电梯楼层15层) 03室	杭州城星路营业部 联系电话: 0571-89809624 办公地址: 浙江省杭州市江干区城星路111号钱江国际时代广场2幢1301室	四川分公司 联系电话: 028-83279757 办公地址: 四川省成都市武侯区人民南路4段12号6栋802号	上海陆家嘴营业部 联系电话: 021-50568018 办公地址: 中国(上海)自由贸易试验区东方路899号1201- 1202室
广东金融高新区分公司 联系电话: 0757-88772666 办公地址: 广东省佛山市南海区海五路28号华南国际金融中心2幢2301、2302房	深圳营业部 联系电话: 0755-83533302 办公地址: 广东省深圳市福田区梅林街道梅林路卓越梅林中心广场(南区)A座704A、705	佛山分公司 联系电话: 0757-88772888 办公地址: 佛山市禅城区祖庙街道季华五路57号2座3006室	东莞营业部 联系电话: 0769-22900598 办公地址: 广东省东莞市南城街道三元路2号粤丰大厦办公1501B
广州营业部 联系电话: 020-31953184 办公地址: 广州市海珠区新港西路105号大院2号1306房	清远营业部 联系电话: 0763-3808515 办公地址: 广东省清远市静福路25号金茂翰林院六号楼2层04、05、06号	肇庆营业部 联系电话: 0758-2270761 办公地址: 肇庆市端州区信安五路2号华生商住中心商业办公楼1704、1705办公室	华南分公司 联系电话: 020-61887585 办公地址: 广州市南沙区海滨路171号南沙金融大厦第8层自编803B
北京分公司 联系电话: 010-63360528 办公地址: 北京市丰台区丽泽路24号院1号楼-5至32层101内12层1211	湖北分公司 联系电话: 027-59219121 办公地址: 湖北省武汉市江汉区香港路193号中华城A写字楼14层1401-9号	山东分公司 联系电话: 0531-66671202 办公地址: 山东省济南市历下区泺源大街8号绿城金融中心B楼906	郑州营业部 联系电话: 0371-86533821 办公地址: 河南自贸试验区郑州片区(郑东)普惠路80号1号楼2单元23层2301号
青岛分公司 联系电话: 0532-88697833 办公地址: 山东省青岛市崂山区深圳路100号办公楼户905室	机构业务部 联系电话: 020-22836158 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业一部 联系电话: 020-22836155 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	机构事业二部 联系电话: 020-22836182 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层
机构事业三部 联系电话: 020-22836185 办公地址: 广州市天河区临江大道1号寺右万科中心南塔6层	广期资本管理(上海)有限公司 联系电话: 021-50390265 办公地址: 上海市浦东新区福山路388号越秀大厦701室		

欢迎交流！



广州期货股份有限公司

地址：广州市天河区临江大道1号寺右万科南塔5/6楼，北塔30楼

网址：www.gzf2010.com.cn