

# 人民币贬值，何时休？

## 宏观专题研究报告

证券研究报告

宏观经济组

分析师：赵伟（执业 S1130521120002）  
 zhaow@gjzq.com.cn

联系人：李欣越  
 lixinyue@gjzq.com.cn

## 人民币贬值，何时休？

近期，人民币兑美元汇率再度快速贬值、一度跌破“7.3”的关口，引发市场的担忧。本轮贬值背后的原因、后续潜在的演绎？本文分析，可供参考。

### 一问：近期人民币汇率走势？兑美元汇率再度贬值、兑一篮子货币边际转弱

7月以来，美元的大起大落再度对人民币汇率形成明显扰动；近期强势美元的压制下，在岸、离岸人民币快速走弱，创2022年11月以来新低，接连跌破7.2、7.3关口。8月1日至今，美元兑欧元、英镑和日元分别上涨0.8%、0.7%和2.2%，美元指数上涨1.1%。美元的快速走强对人民币形成明显压制，在岸、离岸人民币兑美元双双贬值1.7%。除美元外，人民币兑欧元、英镑等其他货币也在走弱；政治局会议后人民币汇率指数的升值趋势也出现了边际放缓。8月1日以来，相对主要发达国家货币，人民币普遍走弱，其中人民币兑欧元、英镑和瑞郎汇率分别下跌1.4%、1.6%和1.4%；从加权汇率指数来看，兑BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数也一改前期升值态势，分别贬值0.1%和0.3%。

### 二问：人民币贬值的背后？美债供给冲击加大贬值压力、内生动能不足引发资金外流

美元的快速走强是人民币近期贬值的外部因素；而本轮美元走强，受美债供应冲击、日央行重启购债两方面因素影响：1) 8月以来，美债发行规模大幅增加、期限也集中在长端。供给冲击下，10Y、30Y美债利率快速上行43bp、39bp至4.2%、4.3%，对美元形成支撑；2) 日本YCC调整后，日央行两度重启购债、日债利率回落，也支撑了美元的走强。政策发力到经济见底有一定滞，近期国内内生动能不足背景下，外资再度流出，也加速了人民币的贬值。8月11日发布的社融受信贷拖累、低于市场预期，随后、弱于预期的经济数据再度影响了市场信心，叠加地产债违约、中美摩擦等事件性冲击，市场情绪有所回落。8月以来，资金通过北向资金与南向资金渠道合计净流出710.2亿元。

### 三问：人民币汇率何时企稳？短期贬值压力无需过虑、中期仍待内生动能改善

短期来看，人民币贬值压力相对可控，不必过于担忧。通胀粘性的差异下美欧货币政策的收敛、财政约束分化下经济基本面的美强欧弱，对美元或有支撑、进而对人民币汇率或有压制。但企业、居民部门“二级储备”的增厚、银行结汇意愿的边际改善、央行的信心注入，以及政策底的不断夯实，或将缓和人民币汇率的贬值压力。

政策加码下经济基本面未来的走向，将是中期人民币汇率走势的关键。7月以来，稳增长政策不断加码：第一，修复企业信心信号持续释放，促进民营经济发展更是上升为顶层规划。第二，机制设计上，为民间资本提供更多投融资空间。第三，央地促消费政策频频出台，也有助于内需的改善。降息落地后，政策加码下经济的表现，需要持续跟踪。

### 风险提示

俄乌冲突再起波澜；大宗商品价格反弹；工资增速放缓不达预期

## 内容目录

|  |    |
|--|----|
| 一、热点思考：人民币贬值，何时休？                      | 4  |
| 一问：近期人民币汇率走势？兑美元汇率再度贬值、兑一篮子货币边际转弱。     | 4  |
| 二问：人民币贬值的背后？美债供给冲击加大贬值压力、内生动能不足引发资金外流。 | 5  |
| 三问：人民币汇率何时企稳？短期贬值压力无需过虑、中期仍待内生动能改善。    | 8  |
| 风险提示                                   | 11 |

## 图表目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图表 1：8 月，人民币汇率再度快速贬值        | 4 |
| 图表 2：7 月以来，人民币和美元分阶段走势      | 4 |
| 图表 3：近期，美元相对其他货币普遍走强        | 4 |
| 图表 4：近期，美元再度成为人民币汇率的关键影响因素  | 4 |
| 图表 5：人民币参考货币篮子的结构以美欧日为主     | 5 |
| 图表 6：人民币兑一篮子汇率回升后再度趋弱       | 5 |
| 图表 7：8 月，人民币相对欧洲发达国家货币走弱    | 5 |
| 图表 8：近期，人民币兑其他发达国家货币也贬值     | 5 |
| 图表 9：三季度财政部的美债发行超预期增加       | 6 |
| 图表 10：本轮美债发行拍卖市场热度下降        | 6 |
| 图表 11：近期一级交易商购债增加、美元流动性收缩   | 6 |
| 图表 12：美债利率上升、一定程度上支撑美元强势    | 6 |
| 图表 13：美元与日元的套息交易无利可图        | 7 |
| 图表 14：全球银行业的日元净债权情况         | 7 |
| 图表 15：近期，日央行意外宣布无限期购债操作     | 7 |
| 图表 16：7 月中旬以来，美日利差走阔压制日元    | 7 |
| 图表 17：7 月，信贷走弱是社融的主要拖累      | 7 |
| 图表 18：7 月，中国经济数据不及市场预期      | 7 |
| 图表 19：近期，国内资本市场资金再度外流       | 8 |
| 图表 20：近期，北向资金明显流出           | 8 |
| 图表 21：2023 年赤字的来源：支出刚性、收入下降 | 8 |
| 图表 22：IMF 上修美欧日经济增速         | 8 |
| 图表 23：下半年，中长期美债发行规模较高       | 9 |
| 图表 24：流量上，居民部门成为购债主力，但波动大   | 9 |
| 图表 25：央行政策调控与人民币汇率走势        | 9 |

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 图表 26: 7 月, 其他存款性公司国外资产减少.....   | 10 |
| 图表 27: 企业居民未结汇资金有望形成支撑.....      | 10 |
| 图表 28: 国家发改委等部委多次会见各行业企业负责人..... | 10 |
| 图表 29: 国家发展改革委进一步推出促进民间投资政策..... | 10 |
| 图表 30: 2023 年 8 月民营企业信贷支持加强..... | 11 |
| 图表 31: 近期, 促销费相关政策加速出台.....      | 11 |

近期，人民币兑美元汇率再度快速贬值、一度跌破“7.3”的关口，引发市场的担忧。本轮贬值背后的原因、后续潜在的演绎？本文分析，可供参考。

## 一、热点思考：人民币贬值，何时休？

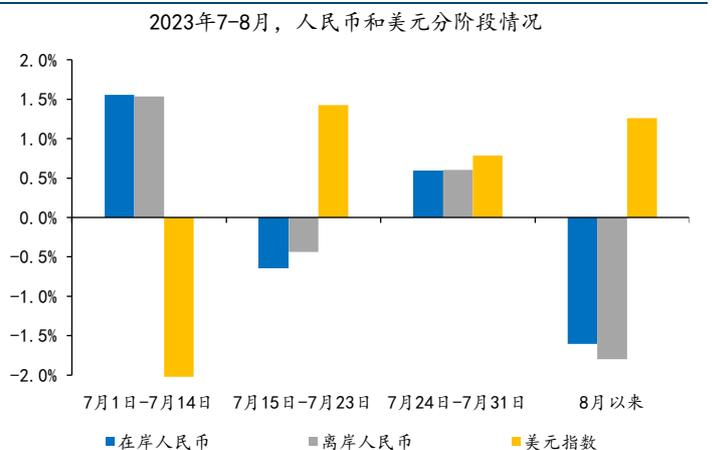
### 一问：近期人民币汇率走势？兑美元汇率再度贬值、兑一篮子货币边际转弱

近期，在岸、离岸人民币均快速走弱，创2022年11月以来新低，接连贬破7.2、7.3关口。分阶段来看：1) 7月1日-7月14日，美联储紧缩预期缓和下，美元走弱，在岸、离岸人民币分别升值1.6%、1.5%。2) 7月15日-7月23日，国内二季度经济数据不及预期，在岸、离岸人民币分别贬值0.6%、0.4%，一度跌破7.2关口。3) 7月24日-7月31日，政治局会议提振市场信心，美元升值无扰人民币走强，在岸、离岸人民币均小幅反弹0.6%。4) 8月1日至今，在岸、离岸人民币快速回调1.6%、1.8%，离岸一度贬破7.3关口。

图表1：8月，人民币汇率再度快速贬值

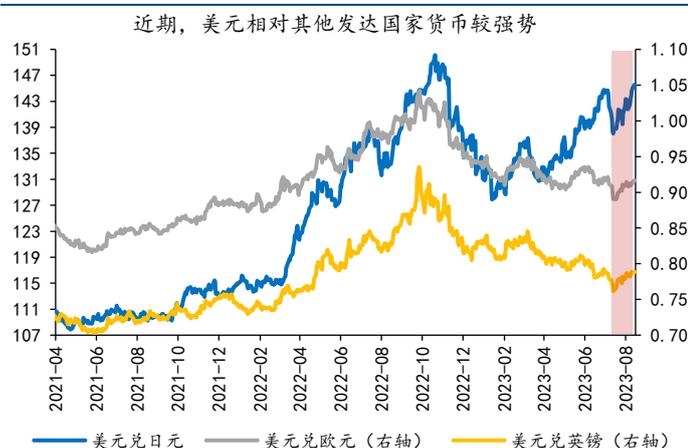


图表2：7月以来，人民币和美元分阶段走势

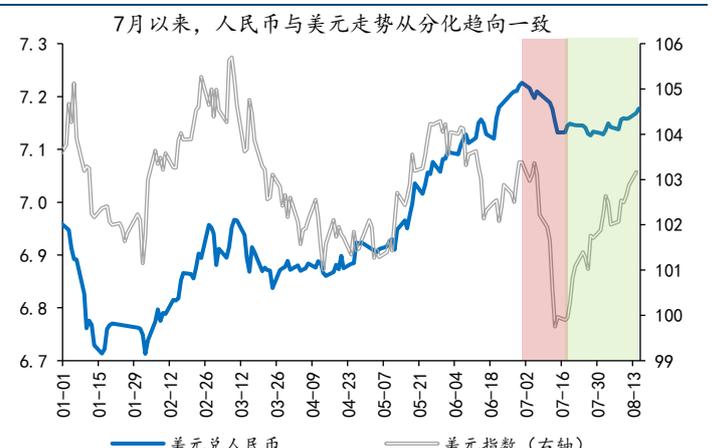


7月以来，美元的大起大落再度对人民币汇率形成明显扰动；近期美元的强势对人民币汇率压制显著。7月下旬以来，美元明显走强；7月19日至今，美元兑欧元、英镑和日元分别上涨2.9%、2.7%和4.8%，美元指数上涨3.3%。美元的快速走强对人民币形成明显压制，但前期政治局会议对市场情绪的提振，在一定程度上缓和了人民币的贬值压力。近期，市场信心边际回落后，人民币贬值压力再度显现，在岸、离岸人民币兑美元双双贬值1.7%。

图表3：近期，美元相对其他货币普遍走强

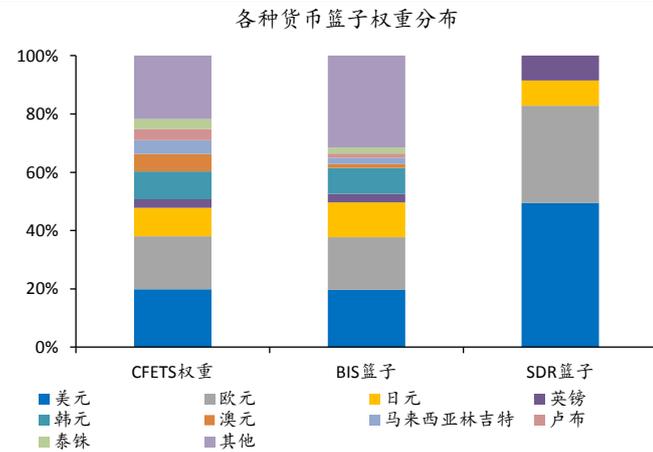


图表4：近期，美元再度成为人民币汇率的关键影响因素

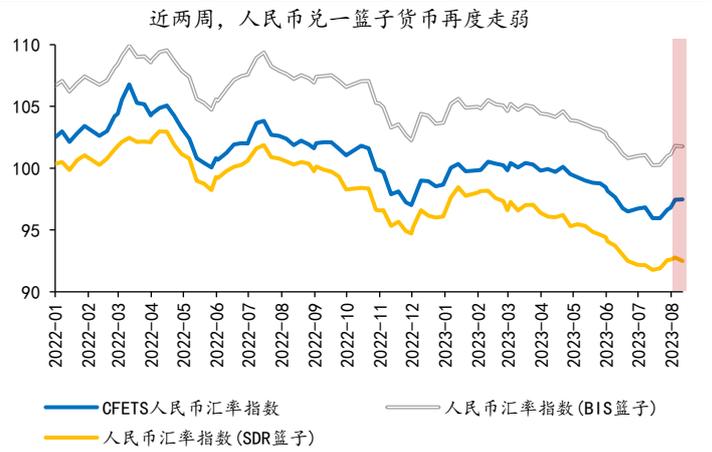


除美元外，人民币兑欧元、英镑等其他货币也在走弱；无论是 BIS 还是 SDR 货币篮子，政治局会议后人民币汇率指数的升值趋势也均出现了边际放缓。8 月 4 日以来，相较主要发达国家货币，人民币汇率普遍走弱，其中人民币兑欧元、英镑、瑞士法郎和加元汇率分别下跌 1.4%、1.6%、1.4%和 0.8%；从加权汇率指数来看，兑 BIS 和 SDR 两类货币篮子的人民币汇率指数也分别贬值 0.1%和 0.3%。

图表5：人民币参考货币篮子的结构以美欧日为主



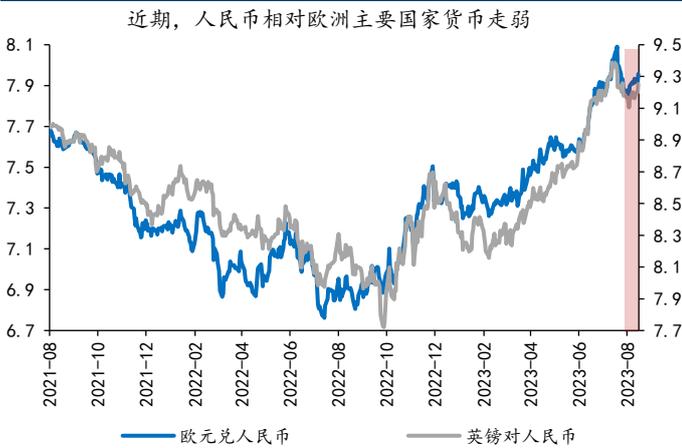
图表6：人民币兑一篮子汇率回升后再度趋弱



来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：OPEC，国金证券研究所

图表7：8月，人民币相对欧洲发达国家货币走弱



图表8：近期，人民币兑其他发达国家货币也贬值



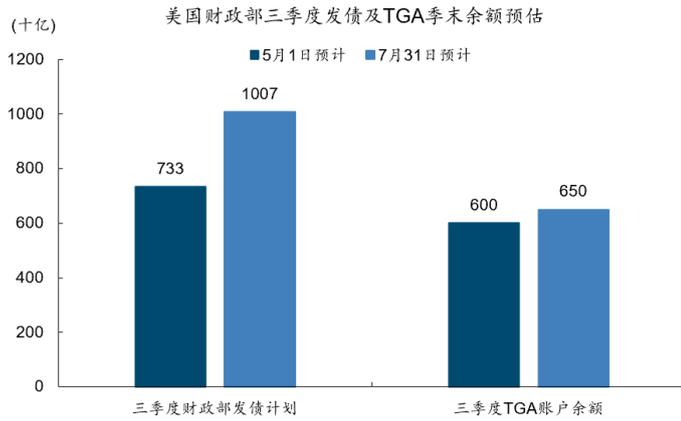
来源：Bloomberg，国金证券研究所

来源：OPEC，国金证券研究所

## 二问：人民币贬值的背后？美债供给冲击加大贬值压力、内生动能不足引发资金外流

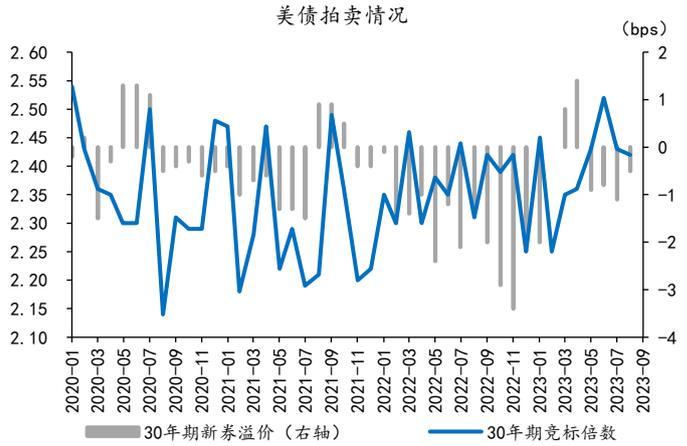
美元的快速走强是人民币近期贬值的外部因素；而本轮美元走强的主因，是美债供应冲击下美债利率的快速上行。7 月 31 日，美国财政部公布的季度再融资计划中显示，三季度预计发债规模大幅增加到 10070 亿美元，明显超出 5 月初预计的 7330 亿美元，期限结构也集中在 10 年、30 年期的长端债券。8 月 10 日，30 年期美债发行遇冷，竞标倍数较降至 2.42，新券收益率溢价也几近被抹平，实际发行利率 4.19%高出市场预期 1.5bp。8 月以来，在供给冲击下 10Y、30Y 美债利率分别上行 43bp、39bp 至 4.19%、4.29%，对美元形成支撑；同时美债发行对一级交易商的抽水，也使得市场上的美元流动性有所收紧。

图表9：三季度财政部的美债发行超预期增加



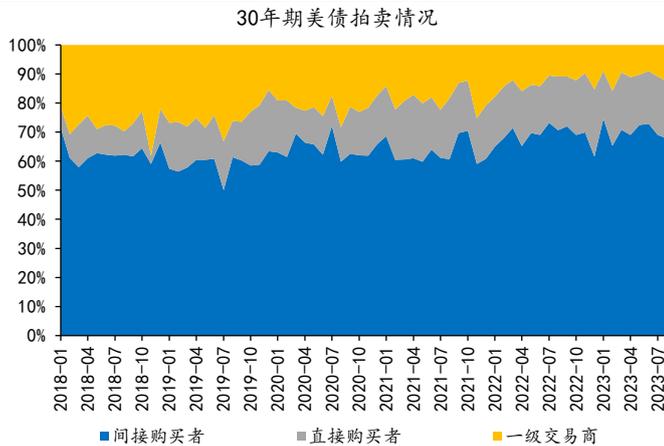
来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表10：本轮美债发行拍卖市场热度下降



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表11：近期一级交易商购债增加、美元流动性收缩



来源：Bloomberg，国金证券研究所

图表12：美债利率上升，一定程度上支撑美元强势

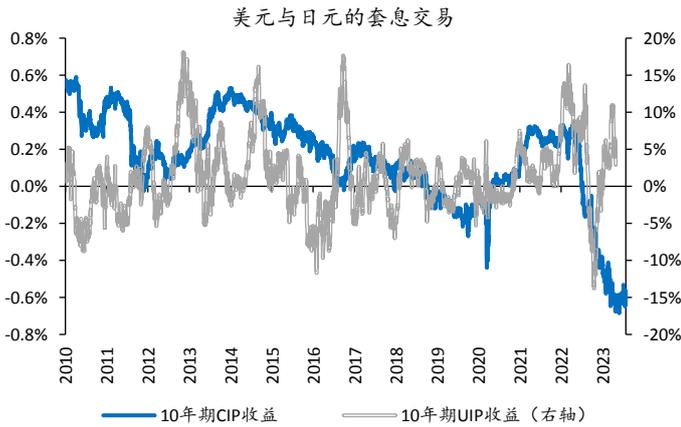


来源：Bloomberg，国金证券研究所

同时，日本收益率曲线控制调整后，日央行重启购债下日债利率的回落，也是美元走强的重要原因。理论上，日央行 YCC 调整后，日元套息交易的逆转将利多日元利空美元；但随着换汇成本的增长，买入美元套息收益已在 2022 年 9 月转负，有套补的套息交易早已无利可图；以银行业对外的日元净债权衡量的套息资金规模在今年一季度已见顶回落。<sup>1</sup>7 月 28 日日本调整 YCC 区间后，日央行两次启用无限期固定利率购债限制日债收益率的上行，累计购入日债 4.5 万亿日元。日元流动性增加的同时，日债利率松动、叠加美债利率上行；截至 8 月 14 日，美日利差走阔 16bp，美元兑日元升值 3.1%，也助推了美元的升值。

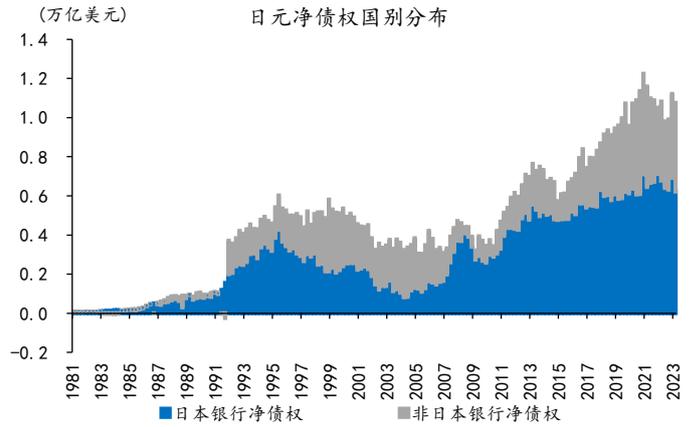
<sup>1</sup> 参考报告《日本 YCC 再调整，值得担忧吗？》。

图表13: 美元与日元的套息交易无利可图



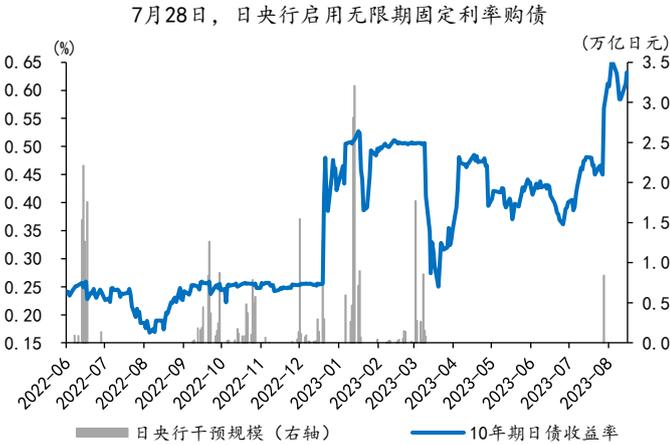
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表14: 全球银行业的日元净债权情况



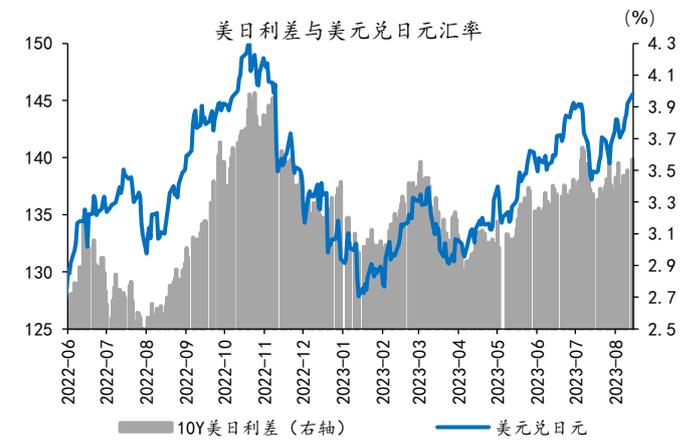
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表15: 近期, 日央行意外宣布无定期购债操作



来源: Wind, 国金证券研究所

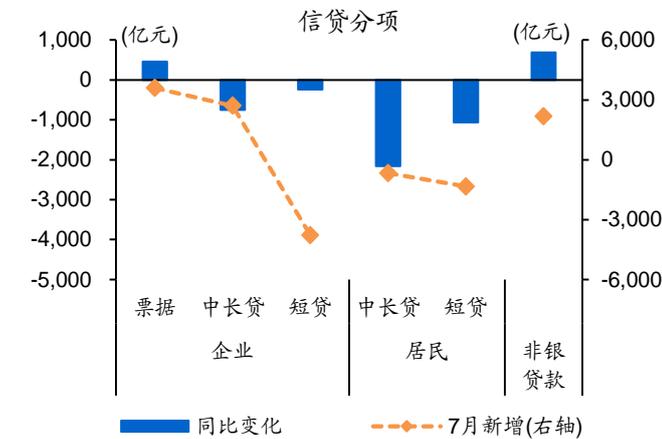
图表16: 7月中旬以来, 美日利差走阔压制日元



来源: Wind, 国金证券研究所

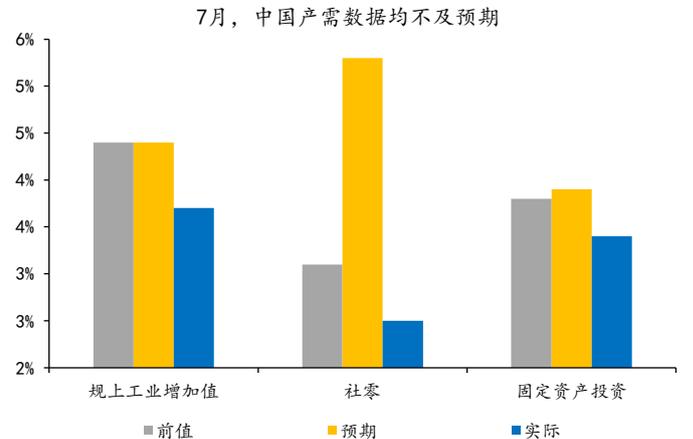
从内因来看, 政策发力到经济见底有一定时滞, 近期国内产需疲软、经济内生动能不足的背景下, 外资再度流出, 也加速了人民币的贬值。8月以来, 经济修复的斜率仍较为平缓。8月11日发布的社融受信贷拖累、低于市场预期, 8月15日弱于预期的经济数据再度影响了市场信心, 叠加地产、中美摩擦等事件性冲击, 市场情绪有所回落。8月以来, 资金通过北向资金与南向资金渠道合计净流出710.2亿元。

图表17: 7月, 信贷走弱是社融的主要拖累



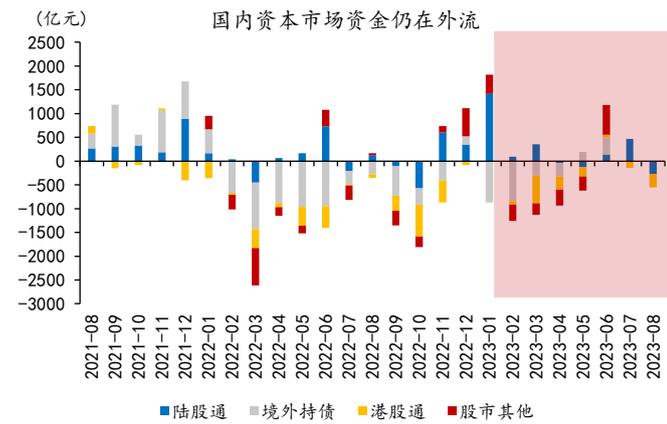
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表18: 7月, 中国经济数据不及市场预期

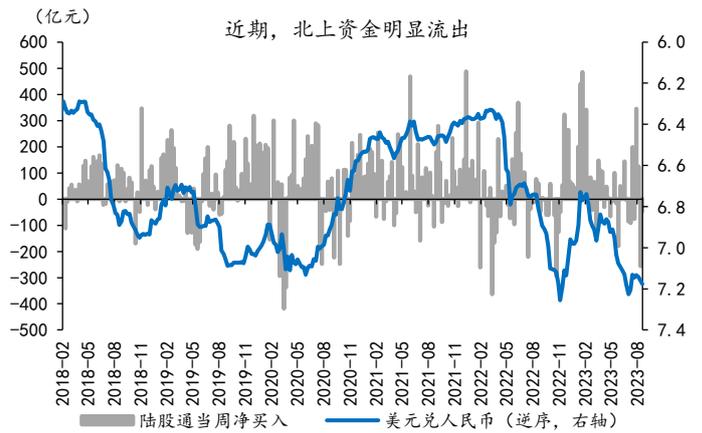


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

图表19: 近期, 国内资本市场资金再度外流



图表20: 近期, 北上资金明显流出



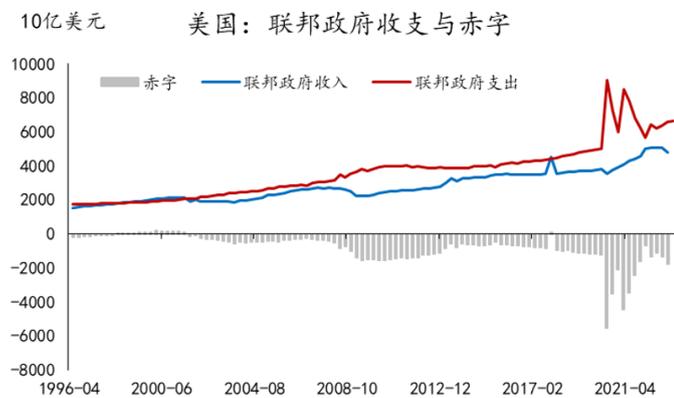
来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

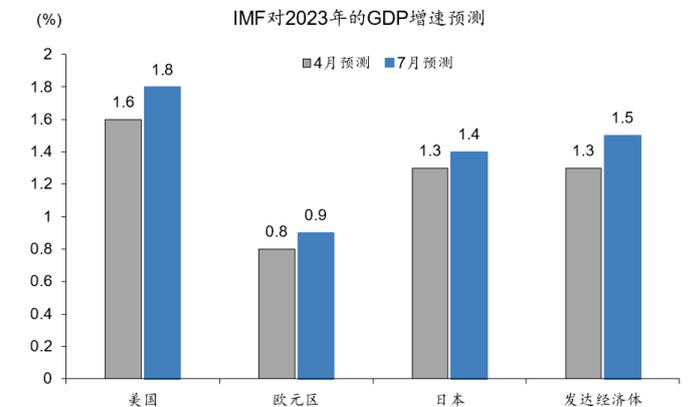
三问: 人民币汇率何时企稳? 短期贬值压力无需过虑、中期仍待内生动能改善

短期来看, 美元汇率或有支撑, 对人民币的压制仍存。<sup>2</sup>美元汇率或受三方面因素扰动: 1) 通胀粘性的差异或使美欧货币政策走向收敛。积极的财政政策或将增加美国通胀的粘性, 延迟美联储降息的时点<sup>3</sup>; 而欧元区去通胀或将有所加速。2) 经济基本面的分化也是美元的重要支撑。从修复的压力和持续性来看, 美强欧弱的格局或也对美元构成了利好<sup>4</sup>。3) 海外投资者在债务上限危机、多元配置的影响下, 购债需求难有显著改善, 美债需求依赖内部消化。这一背景下, 美债供给对美债利率与美元或有“脉冲式”的冲击。<sup>5</sup>

图表21: 2023年赤字的来源: 支出刚性、收入下降



图表22: IMF上修美欧日经济增速

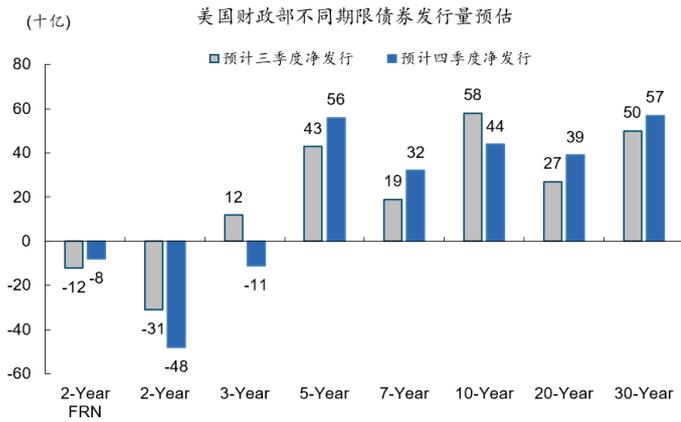


来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

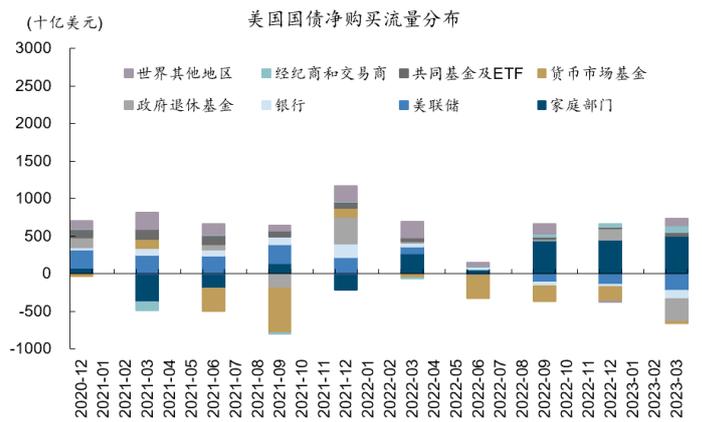
<sup>2</sup> 参考报告《美元走弱, 有何“异象”?》。  
<sup>3</sup> 参考报告《美国财政赤字与通胀粘性——被低估的中期通胀风险》。  
<sup>4</sup> 参考报告《美、欧、日经济“强弱”的比较》。  
<sup>5</sup> 参考报告《美债的“供给冲击”》。

图表23: 下半年, 中长期美债发行规模较高



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

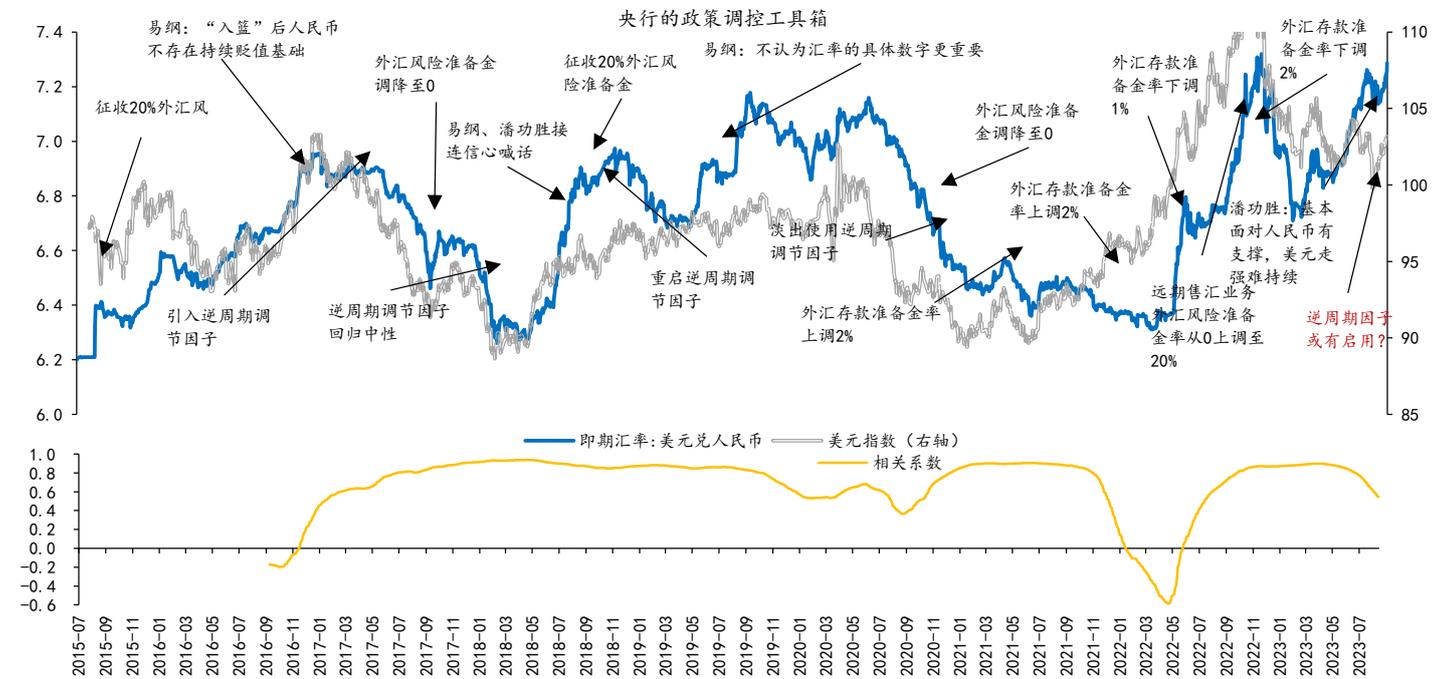
图表24: 流量上, 居民部门成为购债主力, 但波动大



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

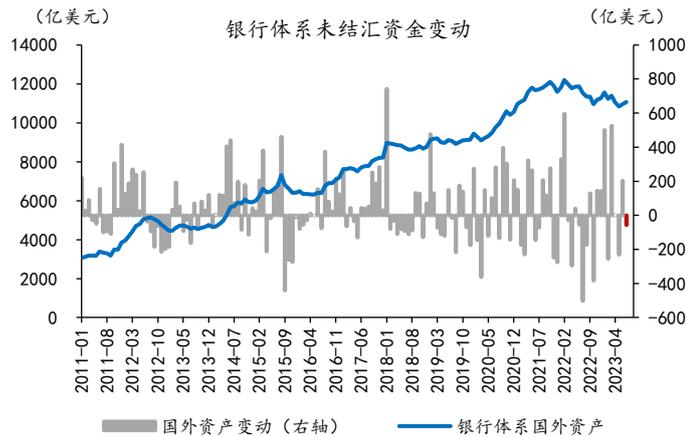
近期, 央行的信心注入, 与外汇市场上企业、银行结汇意愿等变化, 或将缓和人民币贬值速度。从企业行为来看, 前期贸易顺差下, 美元资金在企业、居民部门积累, 形成“二级储备”, 或减轻贬值的自我强化, 成为人民币贬值的“缓冲垫”; 2022年8月至今, 我国涉外收付款与结售汇的差额大幅增加1102亿美元。与此同时, 银行向央行的结汇意愿也在边际走强, 这反映在7月其他存款性公司国外资产减少的58亿美元上。企业、银行结汇意愿的变化, 或有助于减少贸易环节漏出, 形成对人民币的支撑。此外, 央行逆周期因子、外汇存款准备金率、窗口指导等政策调控工具, 也有助于稳定市场的信心。

图表25: 央行政策调控与人民币汇率走势

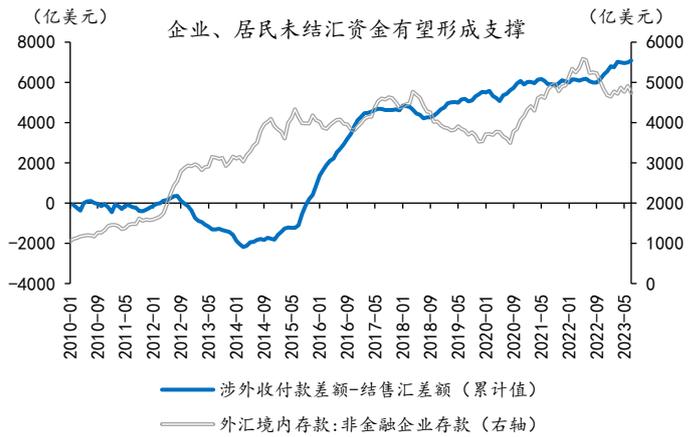


来源: Wind, 中国人民银行, 国金证券研究所

图表26: 7月, 其他存款性公司国外资产减少



图表27: 企业居民未结汇资金有望形成支撑



来源: Bloomberg, 国金证券研究所

来源: Bloomberg, 国金证券研究所

中期来看, 政策加码下经济基本面的未来走向, 将是后续人民币汇率走势的关键。7月以来, 稳增长政策不断加码: 1) 修复企业信心信号持续释放, 促进民营经济发展更是上升为顶层规划。7月以来, 国家发改委等部委“一把手”多次会见各行业企业负责人, 提振企业信心。2) 机制设计上, 为民间资本提供更多投融资空间。8月, 国家发改委、央行等部门共同提出延长普惠小微贷款支持工具期限至2024年底, 并引导商业银行加大对民企信贷支持等。3) 近期, 央地促消费政策频频出台, 有助于内需的企稳与扩大。随着降息的落地, 后续政策不断加码下经济的表现, 或将决定人民币汇率走势。

图表28: 国家发改委等部委多次会见各行业企业负责人

| 部门     | 类型    | 时间        | 会议名称          | 参会人员/负责人  | 主要政策  |
|--------|-------|-----------|---------------|---|---|
| 商务部    | 外资企业  | 2023/7/5  | 外资企业座谈会       | 商务部部长王文涛主持  | 商务部表示, 中国正全面推进中国式现代化, 坚定不移推进高水平对外开放, 将为包括医药行业在内的外资企业带来更多发展机遇。中国政府把吸引外资放在更加重要的位置, 持续优化营商环境。        |
|        |       | 2023/7/17 | 日资企业圆桌会议      | 商务部部长王文涛主持; 招商银行、松下、本田、日立、YKK等日资企业代表参会  | 商务部将积极发挥外资企业圆桌会议制度作用, 与外资企业、商协会开展常态化交流, 听取企业意见建议, 及时回应解决企业关切, 为外资企业来华投资营造更优环境, 创造更多条件, 提供更好服务。    |
| 工信部    | 专精特新  | 2023/7/7  | 专精特新中小企业圆桌会议  | 工信部党组书记、部长怀进鹏主持; 来自电子、软件、新材料、新能源、仪器仪表、生物医药等重点行业领域的10家专精特新中小企业负责人作了重点发言              | 工信部将促进中小企业专精特新发展, 力争在规模质量、融通发展、数字化转型、产融合作、企业服务、国际合作等方面实现新突破, 擦亮“专精特新”金字招牌...                      |
|        | 制造业   | 2023/7/6  | 制造业企业座谈会      | 工信部党组书记、部长怀进鹏主持; 来自电子、石化化工、钢铁、装备制造、汽车、食品、轻工纺织等领域的10家制造业企业负责人作了重点发言                  | 工信部将聚焦高端化智能化绿色化发展方向, 加快推动中国制造业向中国创造转变、中国速度向中国质量转变、中国产品向中国品牌转变...                                  |
| 发改委    | 民营企业  | 2023/7/3  | 民营企业座谈会       | 发改委主任郑栅洁主持; 三一集团、蓝色光标、圆通速递、同程旅行、农夫山泉等5家民营企业负责人进行了深入沟通交流                             | 发改委将持续发挥民营企业沟通交流机制作用, 不断从基层倾听民营企业关切和诉求, 研究提出务实管用的政策举措, 尽力帮助企业解决实际困难, 为民营企业营造良好的发展环境...            |
|        |       | 2023/7/10 | 民营企业沟通交流机制座谈会 | 发改委主任郑栅洁主持; 春秋旅游、驴肉消费等企业参会; 发改委副秘书长、综合司司长张永, 办公厅主任袁奇等出席座谈会                          | 会上民营企业家们畅谈了生产经营情况和存在的困难问题, 以及对宏观政策落实情况的真切感受。对于企业具体诉求, 发改委将积极协调有关方面跟踪推动解决...                       |
|        |       | 2023/7/17 | 召开座谈会听取民营企业意见 | 发改委主任郑栅洁主持召开座谈会, 与德化大集团、方大集团、飞鹿药业、卓立汉光等民营企业负责人进行了深入交流                               | 发改委将持续完善与民营企业沟通交流机制, 坚持常态化召开民营企业座谈会, 并组织开展地方各级发展改革部门、县团级听取民营企业诉求, 着力优化民营经济发展环境, 形成促进民营经济发展壮大合力... |
| 市场监管总局 | 个体工商户 | 2023/7/25 | 召开制造业民营企业座谈会  | 国家发改委副主任、副主任李强主持; 美克美家等民营企业代表发言, 并在会前、会中实地调研与企业家、企业家代表、企业家代表、企业家代表等民营企业负责人进行了深入沟通交流 | 通过召开民营企业座谈会或民营企业实地考察等方式, 广泛听取民营企业家的真实想法, 认真研究企业提出的困难问题和意见建议。                                      |
|        |       | 2023/7/26 | 召开民营企业座谈会     | 国家发改委副主任、副主任李强主持; 来自北京、天津、浙江、陕西等地的10位个体工商户作了发言; 总局相关司局负责人参加座谈                       | 市场监管总局委托开展个体工商户分类帮扶帮扶; 充分发挥个私协会的职能作用, 汇集各方面资源提供多样化服务, 切实解决个体工商户发展中遇到的困难和问题...                     |

来源: 国家发改委, 商务部, 工信部, 国金证券研究所

图表29: 国家发展改革委进一步推出促进民间投资政策

| 主要方面                 | 具体内容   |
|----------------------|--|
| 聚焦重点领域, 支持民间资本参与重大项目 | 明确一批鼓励民间资本参与的重点细分行业; 全面梳理吸引民间资本项目清单; 切实做好民间投资服务对接工作; 搭建统一的向民间资本推介项目平台...           |
| 健全保障机制, 促进民间投资项目落地实施 | 建立重点民间投资项目库; 优化民间投资项目的融资支持; 强化重点民间投资项目的要素保障; 积极发挥信用信息的支撑作用; 鼓励民间投资项目发行基础设施REITs... |
| 营造良好环境, 促进民间投资健康发展   | 优化民间投资项目管理流程; 搭建民间投资问题反映和解决渠道; 建立民间投资工作调度评估机制; 设立促进民间投资引导专项; 宣传推广促进民间投资典型经验...     |

来源: 各部门网站, 国金证券研究所

图表30: 2023年8月民营企业信贷支持加强

| 时间       | 单位                      | 名称                             | 类型           | 主要内容   |
|----------|-------------------------|--------------------------------|--------------|--|
| 2022年11月 | 银行间市场交易商协会              | “第二支箭”延期并扩容 民营企业债券融资支持再增加力     | 民营企业债券融资支持工具 | 交易商协会继续推进扩大民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)支持包括房地产企业在内的民营企业发债融资。预计可支持约2499亿元民营企业债券融资。  |
| 2022年11月 | 证监会                     | 证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问 | 民营企业股权融资支持工具 | 一、恢复涉房上市公司并购重组及配套融资。二、恢复上市房企和涉房上市公司再融资。三、调整完善房地产企业境外上市政策。四、进一步发挥REITs盘活房企存量资产作用。   |
| 2023年2月  | 中国人民银行                  | 金融市场工作会议                       | 民营企业债券融资支持工具 | 拓展民营企业债券融资支持工具(“第二支箭”)支持范围,推动金融机构增加民营企业信贷投放。   |
| 2023年6月  | 中国人民银行                  | 增加结构性再贷款额度                     | 信贷支持         | 为贵增加支农支小再贷款、再贴现额度2000亿元,进一步加大对“三农”、小微和民营企业金融支持力度。  |
| 2023年8月  | 国家发改委、人民银行、金融监管总局、人民银行等 | 促进民营经济发展近期若干举措                 | 信贷支持         | 延长普惠小微贷款支持工具期限至2024年底,持续加大普惠金融支持力度。引导商业银行接入“信易贷”、地方征信平台等融资信用服务平台...有效落实金融企业呆核销管理制度。将民营企业债券央地合作增信新模式扩大至全部符合发行条件的各类民营企业... |

来源: 各部门网站, 国金证券研究所

图表31: 近期, 促销费相关政策加速出台

| 类型 | 事件/会议                                  | 日期        | 主要内容   |
|----|--|-----------|--|
| 部委 | 商务部等13部门发布《关于促进家居消费若干措施的通知》            | 2023/7/18 | 提出完善家居绿色供应链, 创新培育智能消费, 提高家居适老化水平等11项内容, 重点关注创新数字化、智能化新消费场景...鼓励有条件地区开展家居下乡以及对绿色建材消费予以补贴或贷款贴息   |
|    | 国家发展改革委等部门印发《关于促进汽车消费的若干措施》的通知         | 2023/7/21 | 鼓励限购地区因地制宜增加购车指标, 支持有条件地区开展汽车以旧换新, 要求各地落实二手车登记、限迁政策放宽, 支持达标二手车出口, 加强乡县、高速公路等场景充电桩基础设施建设, 鼓励有条件地区推进换电站建设, 提高乡村电网改造升级投入, 延续优化新能源汽车购置税减免政策... |
|    | 国家发展改革委等部门印发《关于促进电子产品消费的若干措施》的通知       | 2023/7/21 | 鼓励市场主体和科研院所积极应用AI, 提升电子产品创新能力; 鼓励企业创新生活样板间展示等经营业态...持续推动家电下乡, 有条件地区可予以差异化补贴, 鼓励有条件地方改造提升县乡家电销售网络; 开展绿色智能电子产品展销活动, 鼓励企业通过积分等方式促销...         |
|    | 国家发展改革委印发《关于恢复和扩大消费的措施》                | 2023/7/31 | 优化汽车购买使用管理。各地区不得新增汽车限购措施, 已实施限购的地区因地制宜优化汽车限购措施...支持刚性和改善性住房需求...有条件的地区可对绿色智能家电下乡、家电以旧换新等予以适当补贴...提升家装家居和电子产品消费...                          |
| 地方 | 河北《加快推动农村地区充电基础设施建设促进新能源汽车下乡和乡村振兴实施意见》 | 2023/6/2  | 强调推动农村地区充电基础设施建设, 到2025年建成1000个重点充电示范村, 积极发展智能有序充电模式和农村分布式光伏。鼓励有条件的地方提供消费券、以旧换新等奖励。  |
|    | 天津《关于加快推进充电基础设施建设更好支持新能源汽车下乡和乡村振兴若干举措》 | 2023/7/6  | 提出完善区镇充电网络, 鼓励充电设施共建共享; 加快公共领域应用推广, 在乡镇党政机关新能源车比例不低于30%; 鼓励有条件的区通过发放汽车消费券方式促进消费; 开展新能源汽车下乡系列活动等。   |

来源: 国家发改委, 各级政府网站, 国金证券研究所

### 经过研究, 我们发现:

- 1) 7月以来, 美元的大起大落再度对人民币汇率形成明显扰动; 近期强势美元的压制下, 在岸、离岸人民币快速走弱, 创2022年11月以来新低, 接连跌破7.2、7.3关口。除美元外, 人民币兑欧元、英镑等其他货币也在走弱; 政治局会议后人民币汇率指数的升值趋势也出现了边际放缓。从加权汇率指数来看, 兑BIS和SDR货币篮子的人民币汇率指数一改前期升值态势, 8月以来分别贬值0.1%和0.3%。
- 2) 美元的快速走强是人民币近期贬值的外部因素; 而本轮美元走强, 受美债供应冲击、日央行重启购债两方面因素影响。内因方面, 政策发力到经济见底有一定滞, 近期国内内生动能不足背景下, 外资再度流出, 也加速了人民币的贬值。8月以来, 资金通过北向资金与南向资金渠道合计净流出710.2亿元。
- 3) 短期来看, 人民币贬值压力相对可控, 不必过于担忧。通胀粘性的差异下美欧货币政策的收敛、财政约束分化下经济基本面的美强欧弱, 对美元或有支撑、进而对人民币汇率或有压制。但企业、居民部门“二级储备”的增厚、银行结汇意愿的边际改善、央行的信心注入, 以及政策底的不断夯实, 或将缓和人民币汇率的贬值压力。
- 4) 政策加码下经济基本面未来的走向, 将是中期人民币汇率走势的关键。7月以来, 稳增长政策不断加码: 第一, 修复企业信心信号持续释放, 促进民营经济发展更是上升为顶层规划。第二, 机制设计上, 为民间资本提供更多投融资空间。第三, 央地促消费政策频频出台, 也有助于内需的改善。降息落地后, 政策加码下经济的表现, 需要持续跟踪。

### 风险提示

1. 俄乌冲突再起波澜: 2023年1月, 美德继续向乌克兰提供军事装备, 俄罗斯称, 视此举为直接卷入战争。
2. 大宗商品价格反弹: 近半年来, 海外总需求的韧性持续超市场预期。中国重启或继续推升全球大宗商品总需求。
3. 工资增速放缓不达预期: 与2%通胀目标相适应的工资增速为劳动生产率增速+2%, 在全球性劳动短缺的情况下, 美欧2023年仍面临超额工资通胀压力。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

| 上海                        | 北京                        | 深圳                        |
|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 电话：021-60753903           | 电话：010-85950438           | 电话：0755-83831378          |
| 传真：021-61038200           | 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn | 传真：0755-83830558          |
| 邮箱：researchsh@gjzq.com.cn | 邮编：100005                 | 邮箱：researchsz@gjzq.com.cn |
| 邮编：201204                 | 地址：北京市东城区建内大街 26 号        | 邮编：518000                 |
| 地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号       | 新闻大厦 8 层南侧                | 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 |
| 紫竹国际大厦 7 楼                |                           | 18 楼 1806                 |