

宏观深度报告

坐看云起时：人民币汇率再审视

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn

范城恺 一般证券从业资格编号
S1060120120052
FANCHENGKAI146@pingan.com.cn

常艺馨 一般证券从业资格编号
S1060121110020
CHANGYIXIN050@pingan.com.cn



平安观点：

2022年4月19日以来，人民币汇率一改此前偏强格局转为快速贬值，成为资本市场聚焦所在。我们倾向于认为，年内人民币对美元汇率进一步走贬的空间已较有限。今年末美元兑人民币汇率的上限或在6.85左右，年内最高值有可能突破这一水平，但“7”这个关键点仍然较难突破。事实上，在5月23日国常会进一步部署稳经济一揽子措施后，在岸美元兑人民币汇率晚间最高升至6.645，也许就是一个不期而至的“预演”。

一、美元角度：进一步上冲的动能较为有限。美元指数自今年2月以来加速攀升，是本轮人民币汇率急贬的重要催化因素。其主要受到两方面因素驱动：一是，俄乌冲突后，美元的避险属性凸显；二是，俄乌冲突影响下，美国的经济基本面相对欧洲和日本更具韧性。我们认为，尽管目前美元强势的基础没有发生变化，但驱动美元进一步上冲的动能已经不强：一方面，日元创下近20年新低之后，日元贬值对美元指数的推升作用面临衰减；另一方面，市场对欧洲经济的悲观预期或难进一步发酵，欧央行与美联储的货币政策“松紧差”将面临收窄，欧元进一步贬值的空间也已有限。

二、基本面角度：中国经济已过“至暗时刻”。1、今年4月中旬以来，我国本土新增确诊病例和无症状感染者数量见顶回落，疫情对交通物流和产业供应链的冲击已逐步趋于缓和。2、越来越多的房地产“松绑”政策已在路上。5月20日5年期以上LPR降低15bp，为LPR改革以来最大降幅。后续房地产贷款利率将呈现更大幅度的回落，这对于提振房地产销售、稳定房地产投资将发挥关键性作用。3、2022年以来，财政政策在逆周期调节中发挥支柱性作用，“靠前发力”的特征非常突出。今年三季度在地方专项债完成大部分发行、留抵退税红利充分释放后，有较大的可能性推出特别国债，更“掷地有声”地支持重点项目、刺激消费复苏。

三、货币政策分化的角度：输入性通胀的掣肘增强。与2021年相比，中国当前面临的输入性通胀压力未变，但人民币汇率的影响从显著的平抑作用转为了同样显著的助推作用（我们估算人民币汇率贬值可能对今年6月及以后的PPI同比产生3个百分点左右的推动），这将明显减缓中国PPI回落的速度，且在粮价、价格传导和新一轮猪周期影响下，下半年CPI同比运行区间或将升高至3%左右。这将使中国货币政策的掣肘增强，限制中美货币政策分化的幅度，在一定程度上减弱人民币贬值压力。

四、政策调控的角度：年内人民币贬值的上限已近。2015年8月11日人民币汇改以来，以年度尺度衡量人民币升贬幅度其实有一定边界。在岸人民币贬值幅度最大的是2016年，贬值了7%；振幅最大的是2018年，振幅达到11.3%。若按这两个最大值计算，今年末人民币汇率对应应在6.82，年内贬值的顶部则在7.02。但我们倾向于认为，今年美元兑人民币汇率的振幅很难达到2018年水平，从而年内“破7”的可能性实际上比较小。

正文目录

一、	美元角度：进一步上冲的动能有限	4
二、	基本面角度：中国经济已过“至暗时刻”	8
1、	疫情冲击逐步趋于缓和	8
2、	房地产的实质松绑已在路上	9
3、	财政持续发力的可能性较高	11
三、	货币政策分化角度：输入性通胀的掣肘增强	12
四、	外汇政策调控角度：年内人民币贬值的上限已近	13
	附录	14

图表目录

图表 1	美元指数创新高，对人民币汇率形成牵引	4
图表 2	2022 年 3 月以来，日元急贬成为美元升值的重要催化因素	5
图表 3	能源和食品对欧元区通胀贡献超过 2/3	5
图表 4	能源和食品对美国通胀贡献率不到一半	5
图表 5	欧洲和日本能源的对外依赖度较高	6
图表 6	俄乌冲突后欧洲经济预期急转直下	6
图表 7	日元贬值已创二十年来新高，其与美日利差多数时间显著相关	6
图表 8	当前市场看跌日元汇率的情绪较浓	7
图表 9	美日国债利差扩大促使日元汇率贬值	7
图表 10	美联储年内加息预期已相对稳定	7
图表 11	日本央行持有国债的比例已占存量的近 50%	7
图表 12	美国经济相对欧洲的“预期差”正在减弱	8
图表 13	欧元贬值后 1 年左右欧元区制造业景气上升	8
图表 14	4 月中旬起，我国本土新增确诊病例和新增无症状感染者数量见顶回落	8
图表 15	整车货运流量指数逐步向历史同期水平回归	9
图表 16	公共物流园吞吐量指数 4 月 6 日以来逐步回升	9
图表 17	上海实现社会面清零后货运物流将显著恢复	9
图表 18	吉林整车货运物流指数恢复至历史同期的六成	9
图表 19	5 月以来，部分地区房地产政策调整情况	10
图表 20	1-4 月财政赤字形成进度仅次于 2020 年同期	12
图表 21	1-4 月地方专项债融资进展较历史同期更快	12
图表 22	人民币贬值或将对今年 6 月及以后的 PPI 同比产生显著推升	12
图表 23	2021 年 11 月以来粮价环比涨幅显著扩大	13
图表 24	2021 年底以来 PPI 上游向下游传导显著加强	13
图表 25	当前人民币汇率贬值已接近 2015 年以来年度最大贬值幅度及振幅	14

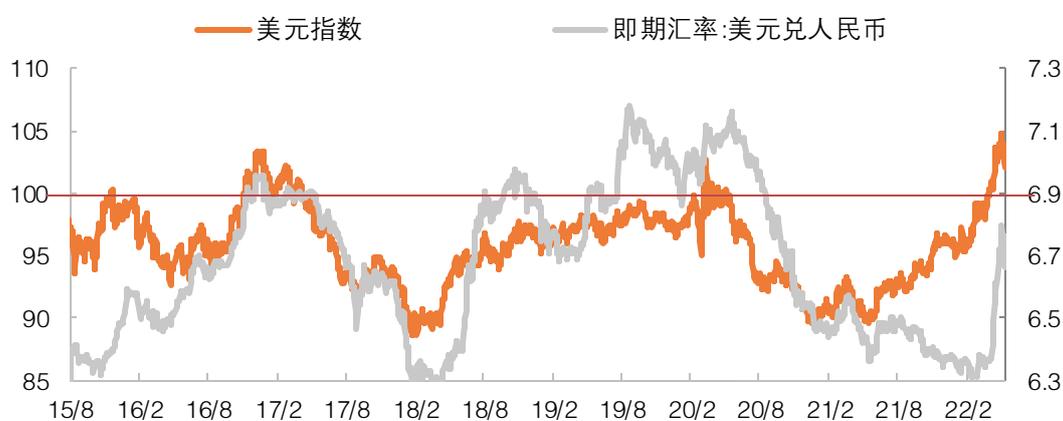
2022年4月19日以来,人民币汇率贬值较猛,离岸美元兑人民币汇率从4月18日的6.3789最高贬值到5月12日的6.8275,创下2020年9月以来新高。5月12日以来,美元兑人民币汇率从高点有所回落,5月20日央行“非对称降息”(5年期LPR报价大幅下调15bp)后,离岸美元兑人民币汇率非但没有因国内货币政策放松而进一步贬值,反而从6.7一度拉升近400点,当天收于6.66;而在5月23日国常会进一步部署稳经济一揽子措施后,在岸美元兑人民币汇率晚间最高升至6.645。这表明,中国经济“稳增长”的能力和前景,是人民币汇率最根本的决定因素,此前一段时间造成人民币汇率快速贬值的冲击因素正在减弱甚至逆转。

本文从美元指数、中国经济、货币政策和政策调控四个角度探讨人民币汇率进一步贬值的空间。我们认为,此前一段时间人民币汇率贬值已接近2015年以来的年度最大幅度,当前美元指数进一步上冲的动能已较有限,中国经济正走出最差的时段,中国货币政策宽松面临的掣肘增强,汇率调控的政策工具箱还有较多储备,因而,年内人民币对美元汇率进一步走贬的空间已较有限。若要给出一个倾向性的区间,我们认为,今年年末美元兑人民币汇率的上限或在6.85左右,年内最高值有可能突破这一水平,但“7”这个关键点仍难突破。近期人民币汇率的急速拉升也许就是一个不期而至的“预演”。

一、美元角度：进一步上冲的动能有限

美元指数自今年2月以来加速攀升,是本轮人民币汇率急贬的重要催化因素。5月12日,美元指数创下104.75的高点,是2015年8月11日人民币汇改以来的新高。而此前当美元指数在100以上运行时,美元兑人民币汇率都运行在6.9以上。因此,某种程度上本轮人民币贬值是一个向合理水平回归的过程,是对2021年8月以来“美元强、人民币更强”的非常态的纠正。

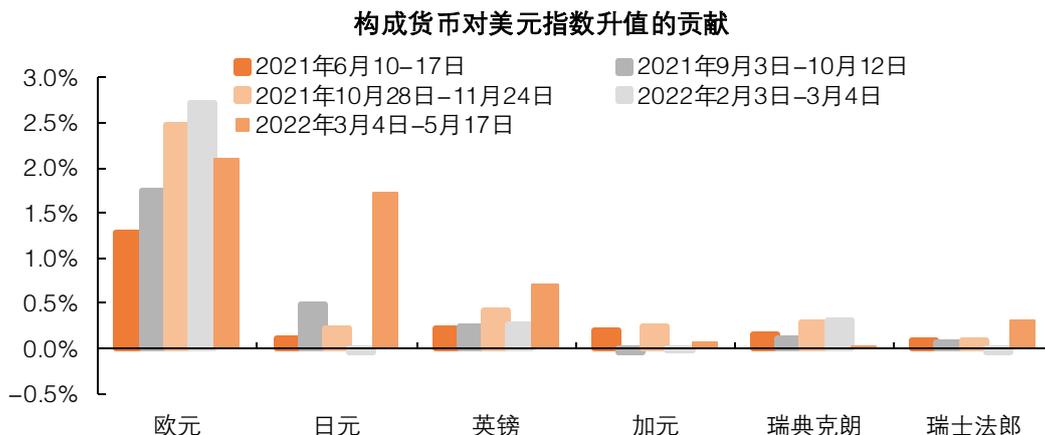
图表1 美元指数创新高,对人民币汇率形成牵引



资料来源: wind,平安证券研究所

本轮美元指数之所以创下新高,主要受到两方面因素驱动。一是,俄乌冲突后,美元的避险属性凸显。特别是,日元在此期间并未表现出传统上的“避险属性”,反而出现了急速贬值,成为美元指数上涨的加速器。2022年3月4日到5月17日,日元对美元指数上涨的贡献达到1.7个百分点,与同期欧元2.1个百分点的贡献已差距不大。这与2018年的情况大相径庭:当年美国贸易保护政策与美联储紧缩背景下,美元指数全年上涨4.1%,而美元兑日元却下跌2.8%,日元的避险属性凸显,抑制了美元指数过快上涨。

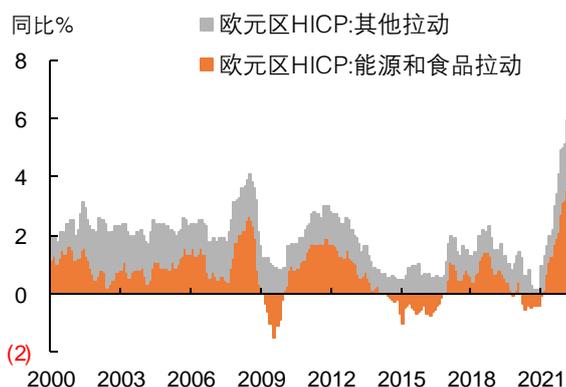
图表2 2022年3月以来，日元急贬成为美元升值的重要催化因素



资料来源: wind,平安证券研究所

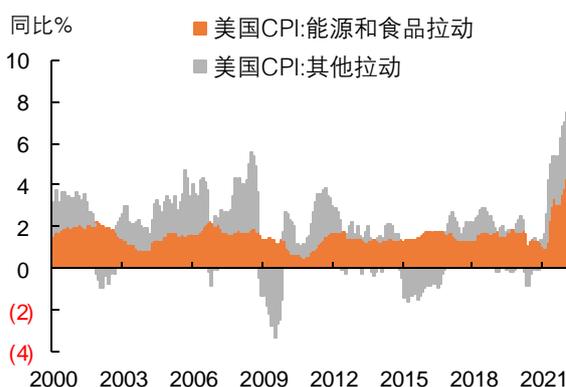
二是，俄乌冲突影响下，美国的经济基本面相对欧洲更具韧性。俄乌冲突后，国际能源和农产品紧缺加剧，而欧洲作为能源净进口地区，通胀压力直线攀升。2022年4月，欧元区调和CPI的食品和能源分项合计拉动HCPI 5个百分点，贡献了HCPI的超过2/3。而输入性通胀的加剧使得对欧洲经济的预期急转直下，3、4月份欧元区19国的消费者信心指数从此前-9.5下滑至-22左右，Sentix投资信心指数从2月-7下滑至5月的-22.6。能源价格上涨同样对日本经济产生冲击，2021年8月以来，由于日本进口矿物原料的成本攀升，日本从贸易顺差转为持续逆差。而美国自2011年页岩油革命后已经成为原油制品净出口国，美国经济相对受益于能源价格上涨。2022年4月美国食品和能源分项拉动CPI 3.4个百分点，对整体CPI同比的贡献率仅为41%。IMF在4月的世界经济展望中，仅小幅下调2022年美国经济增长预期0.3个百分点至3.7%，而将同期欧元区和日本的经济增长预测分别大幅下调1.1和0.9个百分点至2.8%和2.4%。

图表3 能源和食品对欧元区通胀贡献超过2/3



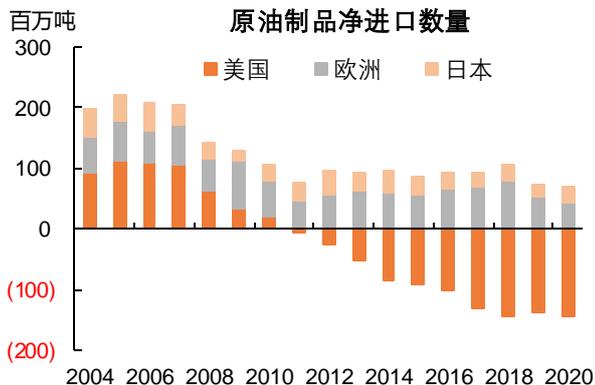
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表4 能源和食品对美国通胀贡献率不到一半



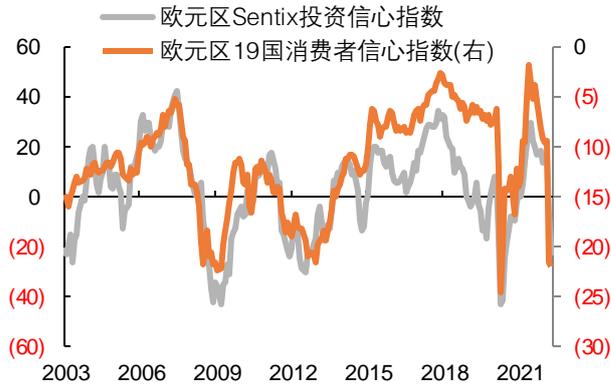
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表5 欧洲和日本能源的对外依赖度较高



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表6 俄乌冲突后欧洲经济预期急转直下



资料来源: Wind,平安证券研究所

从美元指数的上述两方面驱动因素来看，我们认为，尽管目前美元强势的基础没有发生变化，但驱动美元进一步上冲的动能已经不强。

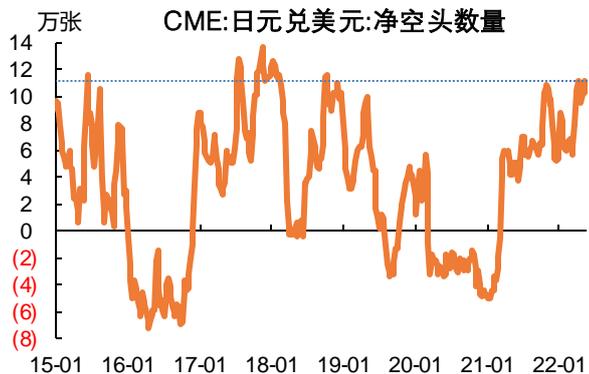
一方面，日元贬值对美元指数的推升作用面临衰减。首先，从市场指标看，当前日元贬值已较充分。4月28日，美元兑日元汇率升至130.85高点，已刷新了2002年以来新高。3月下旬以来，CME日元兑美元非商业净空头数量已突破10万张，处于历史高位，说明市场一致看跌日元，这在一定程度上孕育着空头减持、多头回补的动能。其次，美债利率进一步快速上行的空间不大，对日元汇率的拖累减弱。本轮日元失去“避险属性”的重要原因之一，是美债利率快速上涨（与美国通胀预期走高、货币紧缩预期升温有关），造成美日利差迅速扩大，套息资金大量流出。不过，随着美联储不断引导加息预期，自4月下旬以来，CME利率期货对于2022年末美国政策利率的预期，基本维持在2.75%左右，已不再上升。10年美债收益率自5月6日升破3.1%后，近期已出现回落迹象，日元汇率也已出现小幅反弹。最后，日本央行在4月28日宣布“无限制”购买日债后，货币政策缺乏进一步宽松的空间。在日元兑美元汇率已跌破近二十年新低、“弱日元”加剧通胀压力的背景下，未来日本货币政策取向“易紧难松”。特别是，疫情以来日本央行持有的国债已达到国债存量的一半左右，日央行进一步购债的空间已然有限。

图表7 日元贬值已创二十年来新高，其与美日利差多数时间显著相关



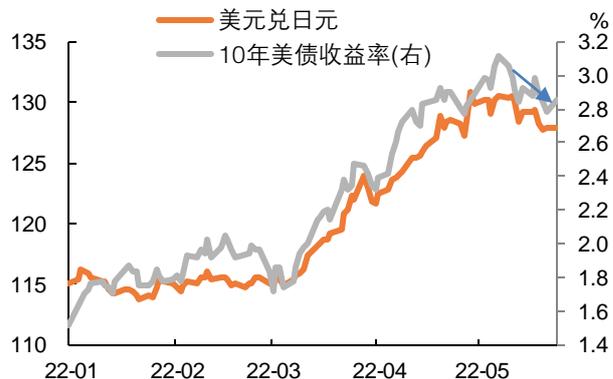
资料来源: wind,平安证券研究所

图表8 当前市场看跌日元汇率的情绪较浓



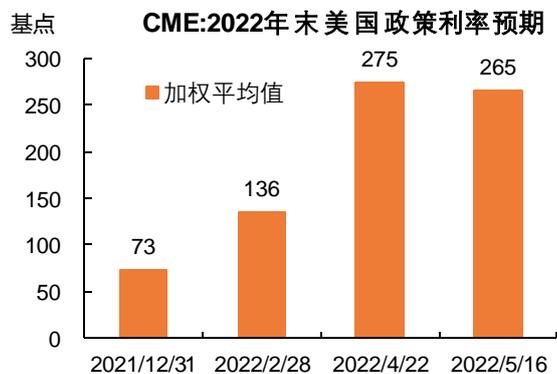
资料来源: Wind,平安证券研究所

图表9 美日国债利差扩大促使日元汇率贬值



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表10 美联储年内加息预期已相对稳定



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表11 日本央行持有国债的比例已占存量的近50%



资料来源: Wind,平安证券研究所

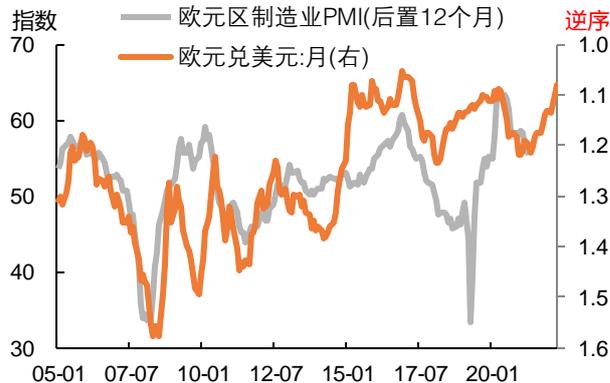
另一方面，欧元汇率进一步贬值的空间也已有限。首先，随着西方国家对俄罗斯的经济制裁力度已经相对充分，市场对欧洲经济的悲观预期或难进一步发酵。以花旗经济意外指数衡量一国或地区经济运行的预期差可见，新冠疫情以来，欧洲与美国的花旗经济意外指数的差值，与欧元兑美元汇率仍然展现出一致性。这一差值在俄乌冲突后显著走低，但自4月下旬以来已呈现出明显回升，表明欧洲经济运行相对好于预期，欧元兑美元汇率具备低位反弹的势能。其次，欧元汇率贬值回到低位，对欧元区的出口和经济具有拉动作用。数据显示，欧元汇率走势通常领先欧元区制造业 PMI 1 年左右，去年 6 月以来欧元走贬，有望对今年的欧洲经济产生积极贡献。最后，欧央行与美联储的货币政策“松紧差”将面临收窄。欧央行货币政策取向虽然较美联储、英国央行等更偏鸽派，但通胀压力不断攀升迫使欧央行考虑加快紧缩节奏。当前，包括欧央行行长拉加德在内的众多官员已经暗示，欧央行或考虑于 7 月停止购债并开启首次加息。随着美欧货币政策“正常化”的大方向归于一致，美元相对于欧元的吸引力或将有所减弱。

图表12 美国经济相对欧洲的“预期差”正在减弱



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表13 欧元贬值后1年左右欧元区制造业景气上升



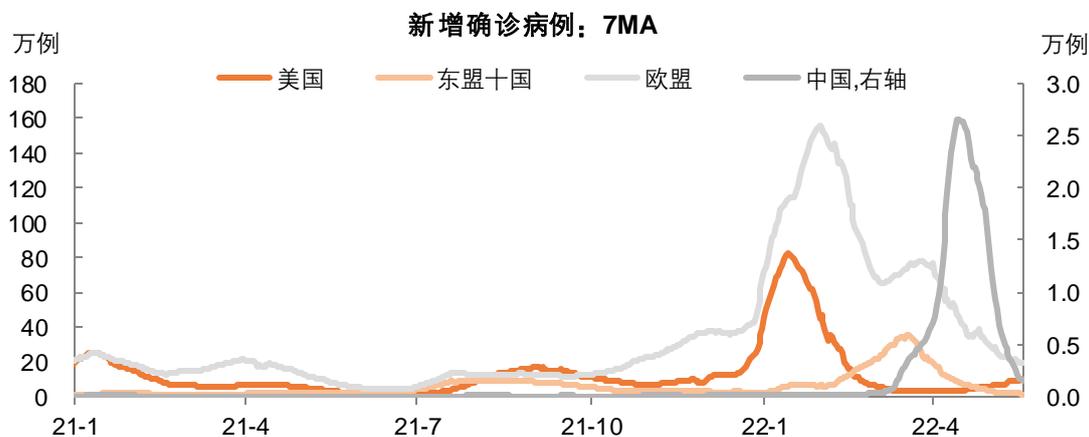
资料来源: Wind,平安证券研究所

二、 基本面角度：中国经济已过“至暗时刻”

1、 疫情冲击逐步趋于缓和

今年4月中国经济受到疫情冲击，主要增长指标大面积转负。4月工业增加值同比-2.9%，3月为5.0%；社会消费品零售总额同比从-3.5%下滑到-11.1%；房地产开发投资完成额累计同比从0.7%下滑到-2.7%。而中国本轮的疫情是在海外主要经济体疫情发展下降的周期内发生的，这种错位叠加中国经济下行压力的凸显，是本轮人民币汇率急贬的根本原因。

图表14 4月中旬起，我国本土新增确诊病例和新增无症状感染者数量见顶回落

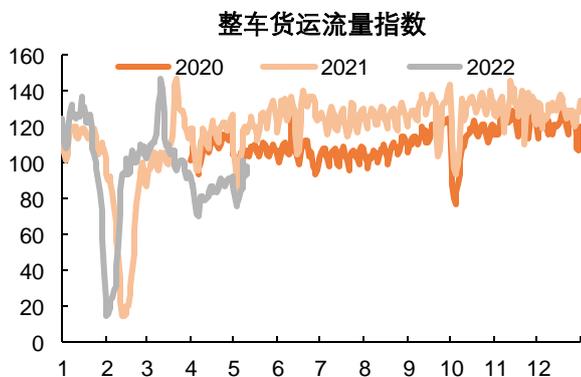


资料来源: wind,平安证券研究所

不过，4月中旬起，我国本土新增确诊病例和无症状感染者数量见顶回落，疫情对交通物流和产业供应链的冲击开始逐步趋于缓和。4月18日，全国保障物流畅通促进产业链供应链稳定电视电话会议召开，国务院成立物流保通保畅工作领导小组。据交通运输部数据，4月10日，各省（区、市）高速公路共关闭收费站678个，关停服务区364个；而截至5月4日24时，全国临时关闭的高速公路收费站和关停服务区已全部清零。截至5月11日（最新）数据显示，全国整车货运流量指数、公共物流园吞吐量指数、主要快递企业分拨中心吞吐量指数分别占到2020-2021年均值的84.2%、78.5%、75.8%，相比4月10日的低点分别提升了13.9、19.8、17.8个百分点。在本轮疫情爆发较早的吉林，4月10日实现社会面清零，到4月22日，剔除季节性停产、受资金市场等因素影响停产的企业外，全省规模以上工业企业复工率已达96.3%。上海于5月17

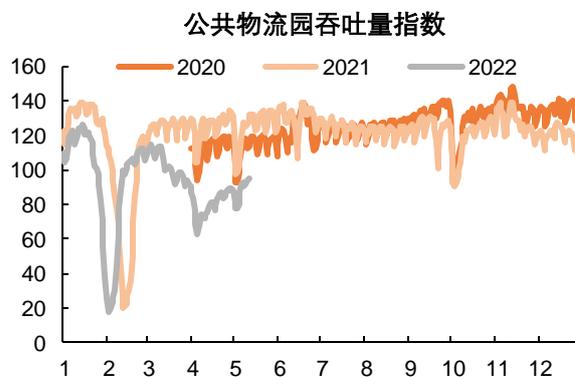
日实现社会面清零，后续也将加紧推进复工复产。因此，本轮疫情对中国经济冲击最大的时候可能正在过去，其对人民币汇率的利空作用也将减弱。

图表 15 整车货运流量指数逐步向历史同期水平回归



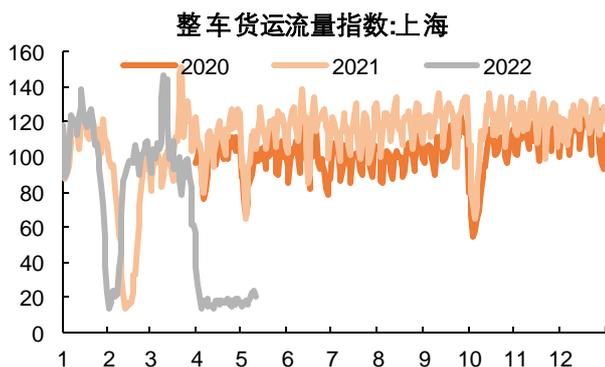
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表 16 公共物流园吞吐量指数 4 月 6 日以来逐步回升



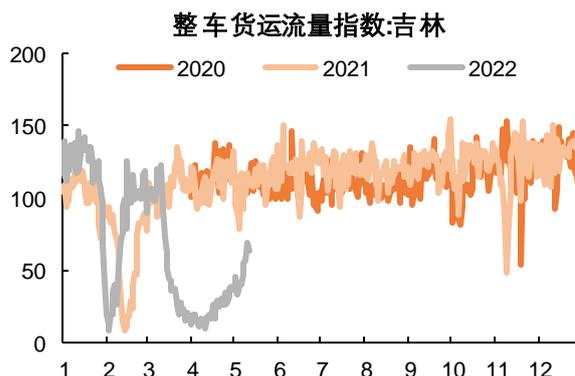
资料来源:Wind,平安证券研究所

图表 17 上海实现社会面清零后货运物流将显著恢复



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表 18 吉林整车货运物流指数恢复至历史同期的六成



资料来源:Wind,平安证券研究所

2、房地产的实质松绑已在路上

当前中国经济下行压力很大一部分来自于房地产投资，可以说房地产不稳则中国经济不稳。去年房地产领域监管政策叠加，已经使得房企和居民信心转弱，今年叠加疫情冲击后，房地产销售、投资下滑更加迅猛。今年 1-4 月商品房销售面积、土地购置面积、房屋新开工面积累计同比分别下滑至 -20.9%、-46.5%、-26.3%，全国政府性基金收入同比为 -27.6%、土地出让金收入同比为 -29.8%，土地一级市场的低迷对财政收入也造成拖累。

目前，越来越多的房地产“松绑”政策已在路上。4 月 29 日中央政治局会议定调，“支持各地从当地实际出发完善房地产政策，支持刚性和改善性住房需求，优化商品房预售资金监管”。5 月 15 日，央行、银保监会发布《关于调整差别化住房信贷政策有关问题的通知》，将首套住房商业性个人住房贷款利率下限调整为不低于相应期限贷款市场报价利率减 20 个基点（此前为不低于相应期限贷款市场报价利率）。5 月 17 日，交易商协会召开民营企业债券融资发展调研座谈会，介绍“中债民企债券融资支持工具”机制。5 月 20 日 5 年期以上 LPR 降低 15bp，报 4.45%，为 LPR 改革以来最大降幅，也一次性拉平了 2020 年疫情以来与 1 年期 LPR 降幅的差异，或标志着对房地产贷款的政策态度实质转变。预计后续房地产贷款利率将呈现更大幅度的回落，对于提振房地产销售、稳定房地产投资将发挥关键性作用。

在“因城施策”的层面上，5月以来，各地区通过降低房贷利率（广州、南京）、放松限购（海口、成都、杭州）、放松限售（苏州、东莞、三明、常州、德州）、提高公积金贷款额度（泉州、吉林、洛阳、安阳、信阳、衡阳、常州、德州、金华、景德镇）、降低首付比例（扬州、沈阳、广西钦州）、人才补贴（芜湖、沈阳）、契税补助（钦州、鹤壁）等方式为“楼市”松绑。值得关注的是，长沙另辟新径，鼓励存量房出租，将存量房盘活供作租赁住房后，不再受限购政策约束；南京、东莞、衡阳等地对二孩、三孩家庭的住房需求给予“定向”支持；山西省通过《山西省商品房预售资金监管办法》，提出非重点监管资金可由房地产开发企业提取使用，优先用于预售项目工程建设和偿还本项目贷款等。往后看，销售端或将更大力度地支持刚性和改善性住房需求，供地端或将给予房地产企业更多利润空间，商品房预售资金监管政策的优化、民营地产企业信用风险的有序化解、以及宏观审慎政策的调整也值得期待。在此背景下，房地产对中国经济的拖累有望逐步减弱。

图表19 5月以来，部分地区房地产政策调整情况

方向	时间	地区	内容
限购政策	5月17日	杭州	优化二手房交易政策，落户未满5年无社保缴纳要求，外地户籍需连续缴纳城镇社保或个人所得税满12个月
	5月16日	成都	近郊区县住房不再纳入中心城区购房时家庭住房总套数；购房人及其家庭成员在成都无自有产权住房且登记购房之日前2年内无住房转让记录的，认定为无房居民家庭。
	5月15日	海口	未落户海南省的人才，本人及家庭成员在海南省无自有住房的，提供本人或家庭成员在我省累计12个月及以上个人所得税或社会保险缴纳证明，可在海口市购买1套住房
二孩、三孩购房	5月11日	南京	生育二个孩子及以上该市户籍居民家庭，可新增购买一套商品住房，同时可享受相关银行最优惠贷款利率等支持。
	5月14日	东莞	对符合国家生育政策生育二孩或三孩的居民家庭，允许其新增购买一套商品住房；
	5月13日	衡阳	符合国家生育政策的三孩家庭，最高贷款额度为80万元
限售政策	5月9日	苏州	将新房限制转让时间调整为2年，二手房不再限制转让年限，此前皆为3年内限制转让。
	5月11日	三明	暂停执行取得不动产权证未满三年不得上市交易的规定。
	5月13日	常州	调整楼市限售政策，自取得不动产权证后满2年可上市交易，此前为4年。
	5月10日	德州	取消新购住房限制转让措施。
	5月14日	东莞	商品住房取得不动产权证满2年的可以进行交易转让；
公积金贷款	5月10日	泉州	允许提取公积金支付首付款；公积金贷款最高额度由60万元调整为80万元。
	5月9日	吉林市	将住房公积金贷款缴存条件放宽至6个月（含）以上；首次申请住房公积金贷款的，首付款比例下调至不低于20%。
	5月9日	洛阳	个人最高贷款金额调整为55万元，夫妻双方、青年人才最高贷款金额调整为65万元；二手房住房公积金贷款最低首付比例不再设置房龄年限范围，统一按照20%执行。
	5月16日	常州	第二次申请公积金贷款最低首付比例由50%降低至30%；单人最高贷款额度从30万元提高至60万元，多人最高贷款额度从60万元提高至90万元。
	5月10日	德州	住房公积金贷款最高额度上调10万元。
	5月9日	金华	调整市区住房公积金贷款最高额度，首套贷款个人最高贷款为40万元，夫妻两人合计80万元。此外，公积金首套购房首付比例最低三成，二套购房首付最低四成。
	5月10日	景德镇	公积金最高贷款额提至70万元/户；首次使用公积金贷款购买新建商品房，最低首付比例降至20%，购买二手房最大首付30%；取消“认房又认贷”政策；
	5月16日	衡阳	申请公积金贷款购买家庭普通自住住房的，最高贷款额度由50万元调整到60万元；
首付比例	5月16日	信阳	单身或夫妻双方只有一方缴存住房公积金的，最高贷款额度由40万元提高至60万元；夫妻双方均缴存住房公积金的，最高贷款额度由50万元提高至80万元。
	5月7日	扬州	在扬来扬人才、生育二孩及以上家庭申请住房公积金贷款且符合申请条件的，贷款最低首付比例由30%调整至20%。
	5月10日	沈阳	调整房贷最低首付比例：居民家庭购买第二套住房贷款最低首付比例由50%调整为40%。
	5月11日	钦州	拟出台稳楼市措施，将首套房最低首付款比例下调为20%。
	5月10日	德州	首付比例下调10个百分点。
房贷利率	5月11日	广州	广州年内第三次调降房贷利率，大部分银行首套房贷利率执行4.8%-5.2%的标准，部分外资行最低房贷利率已降至4.6%的基准线。
	5月11日	南京	南京再次下调房贷利率，目前主流银行首套房贷利率在5%-5.2%之间，部分银行首套房贷利率低

			至 4.8%-4.9%。
	5月16日	福州	据福州晚报消息，目前福州的房贷利率相比去年10月顶峰已普遍下降30到50个基点，部分银行房贷利率已重回基准降至5年新低。目前首套房主流利率已从去年10月的5.3%至5.5%，降至现在的4.9%至5.05%，最低有银行甚至可以做到4.6%。
契稅、 補貼	5月12日	芜湖	出台青年英才购房激励措施，符合条件的青年英才可享受购房款12%最高20万元的购房补贴。新购房屋为夫妻共有，且夫妻双方均符合申报条件的，可以共同申请，叠加享受政策。
		沈阳	放宽青年人才公积金贷款政策，毕业5年内本科生公积金贷款可贷最高额度的1.2倍。外地在沈阳购房职工按规定享受异地贷款政策，给予公积金贷款政策支持。
	5月11日	钦州	拟出台稳楼市措施，中心城区首套新房全额补贴契税，二套房契税补贴50%。
	5月10日	鹤壁	2022年在鹤壁区域内购买新建商品住宅可获50%契税补助；中级及以上专业技术职称或本科及以上学历可获全额契税补助；高层次人才按照《鹤壁市高层次人才住房保障实施办法（暂行）》另行补贴。
	5月10日	景德镇	5月10日起至年底，符合条件的购房者可享受100-300元/平方不等的购房补贴和相应的税收优惠政策。
	5月14日	东莞	将个人住房转让增值税征免年限由5年调整为2年
存量 房出 租	5月11日	长沙	长沙出台楼市新政，鼓励存量房出租。根据方案，长沙市属国企长房集团、长沙建发集团将作为试点企业，开展盘活存量房供作租赁住房试点，存量房盘活供作租赁住房后，不纳入家庭住房套数计算，不再受限购政策约束。
商品 房预 售	5月10日	山西省	《山西省商品房预售资金监管办法》通过，提出非重点监管资金可由房地产开发企业提取使用，优先用于预售项目工程建设和偿还本项目贷款等。6月5日起正式施行，有效期5年。
	5月9日	吉林市	吉林省吉林市人民政府网站发布《关于印发疫情期间促进房地产业恢复发展若干政策措施的通知》提及降低项目资本金监管比例、降低商品房预售资金监管比例和放宽住房公积金贷款缴存条件等多项措施。

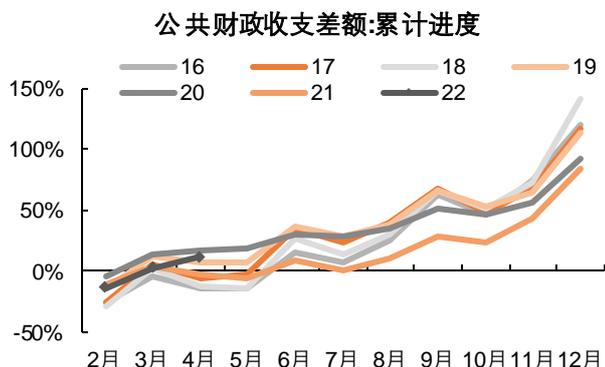
资料来源：各地政府网站，平安证券研究所

3、财政持续发力的可能性较高

2022年以来，财政政策在逆周期调节中发挥支柱性作用，“靠前发力”的特征非常突出。2022年前4个月，公共财政收支赤字规模已达6640亿元，已占2022年预算规模的12%，是仅次于2020年同期的高位；前4个月地方政府专项债券净融资约1.5万亿，是历史同期的最高值。据财政部副部长许宏才介绍，预计各地二季度完成大部分新增专项债券的发行工作，并于三季度完成扫尾。在财政政策支持下，今年1-4月基建投资累计同比增长8.26%，在主要经济指标中表现最优。据5月17日中宣部财税改革与发展有关情况发布会，2022年以来，财政已为企业减轻税费负担和增加现金流超过1.6万亿元。截至5月16日，今年政府工作报告确定的1.5万亿增值税留抵退税已完成超过65%。据许宏才介绍，税务部门正计划将大型企业存量留抵退税退还时间由原定的10月份开始提前到6月份开始，从而确保大规模留抵退税政策在上半年基本落地。

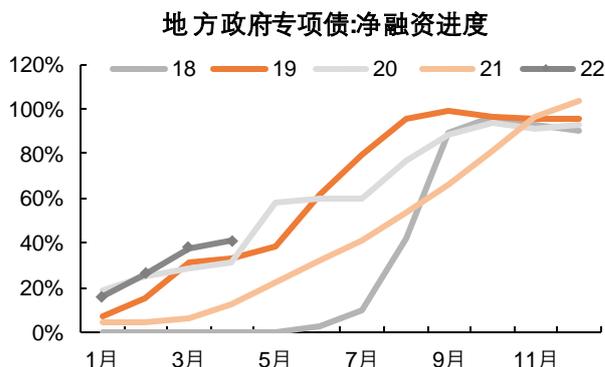
后续财政政策继续发力的必要性和可能性均较高。4月26日召开的中央财经委员会会议、4月29日召开的中央政治局工作会议均提及“全面加强基础设施建设构建现代化基础设施体系”；5月6日中共中央办公厅、国务院办公厅又印发了《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，同样指向基础设施建设需求；4月25日国务院办公厅印发《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》，提出加强财税支持，鼓励有条件的地区对绿色智能家电、绿色建材、节能产品等消费予以适当补贴或贷款贴息。这些稳增长的重要方向都有赖于财政资金“掷地有声”的支持，预计三季度在地方专项债完成大部分发行、留抵退税红利充分释放后，有较大的可能性推出特别国债，更有针对性地支持重点项目、刺激消费复苏，并在稳定市场预期方面发挥重要作用。

图表20 1-4月财政赤字形成进度仅次于2020年同期



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表21 1-4月地方专项债融资进展较历史同期更快



资料来源:Wind,平安证券研究所

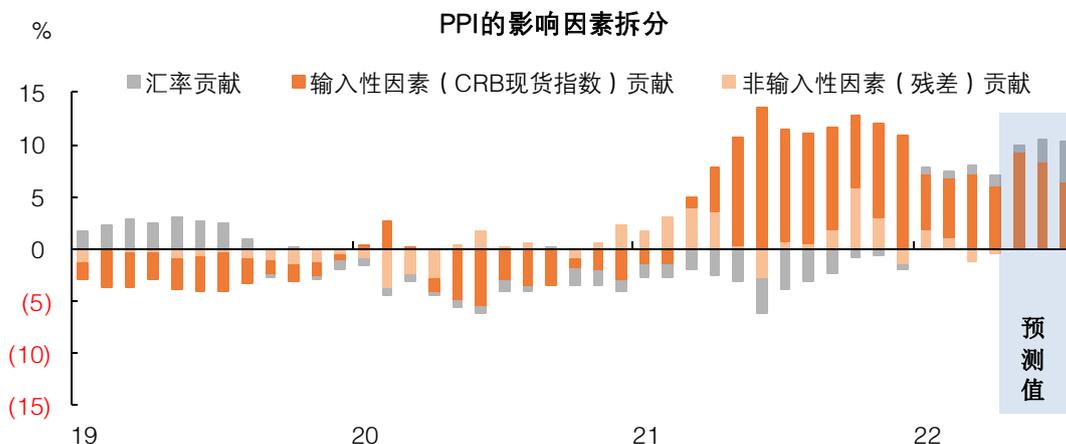
总之，随着中国逐渐走出本轮疫情冲击最严重阶段，在稳房地产投资方面迈出更大脚步，并延续甚至加码当前财政政策的空前力度，当前中国经济有较大概率已经走出“至暗时刻”，人民币汇率贬值压力最大的时刻可能已经过去。

三、 货币政策分化角度：输入性通胀的掣肘增强

2021年人民币大幅升值期间，对我国输入性通胀压力起到了很好的平抑作用。根据我们估算（估算方法见后文附录），2021年5-8月，人民币汇率升值帮助平抑PPI同比均在3个百分点以上，才使得这一时期PPI同比没有突破10%；2021年四季度，人民币汇率对PPI同比的反向拉动缩减到1个百分点以内，对应于这一时期PPI最高创下13.5%的有数据以来新高；2022年初以来，人民币汇率对PPI的贡献由负转正，也就是说，由于人民币汇率没有继续升值，而国际大宗商品价格在俄乌冲突刺激下开启了新一轮上涨，人民币汇率对于输入性通胀的抑制作用已消耗殆尽；2022年4月19日以来，人民币汇率开启大幅贬值，但同期国际大宗商品价格依然趋于上涨，这或许会对6月（国际大宗商品价格对国内PPI有约2个月的领先性）及以后的PPI同比产生显著的推升作用，我们估算其影响也将达到3个百分点以上。

可见，与2021年相比，中国当前面临的输入性通胀压力没有改变，但人民币汇率的影响从显著的平抑作用可能转为了同样显著的助推作用，这将明显减缓中国PPI回落的速度。

图表22 人民币贬值或将对今年6月及以后的PPI同比产生显著推升

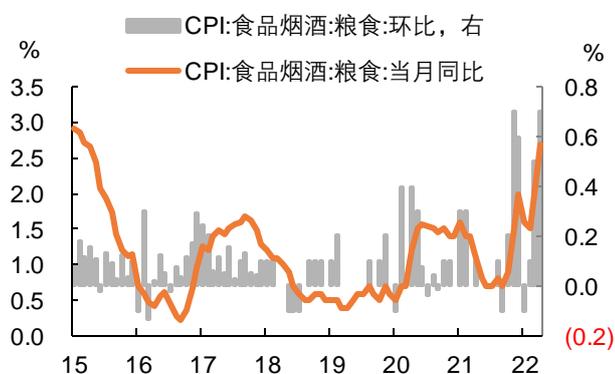


资料来源:wind,平安证券研究所

此外，后续我国结构性通胀压力还从三个方面面临加大：一是，粮价。伴随国际农产品价格大涨，2021年11月CPI的粮食分项环比涨幅从10月的0.2%扩大到0.7%，2022年4月又再次达到0.7%。在此过程中，4月CPI粮食分项的同比扩大到2.7%，为2015年4月以来首次，此前CPI粮食分项同比运行在0.22%到1.63%之间。粮食价格作为物价水平的一个基石，其上涨会对整体通胀水平产生深刻影响。二是，价格传导增强。随着上游生产资料价格的持续快速上涨，当前PPI从上游向下游的传导明显增强。这突出体现在：2021年10月以来，PPI生活资料中的一般日用品价格环比上升到0.1%-0.4%的较高区间，其同比则从2021年9月的0.4%，快速上升到2022年4月的1.8%，而同期PPI同比已从高位有所回落。三是，新一轮猪周期已蓄势。今年上半年生猪供需失衡格局仍在延续，但从领先一年的能繁母猪存栏量同比来看，猪肉价格已处于“磨底”阶段的尾声。下半年新一轮猪周期反转可能开启，猪肉价格的涨幅或可达40%-60%。我们预测，下半年CPI同比运行区间或将升高至3%左右。

人民币贬值对通胀的助推作用，使中国货币政策面临的掣肘增强，这将限制中美货币政策分化的幅度，在一定程度上减弱人民币贬值压力。在2022年第一季度货币政策执行报告中，“稳物价”已成为排在稳增长、稳就业之后的另一重点目标。

图表23 2021年11月以来粮价环比涨幅显著扩大



资料来源:Wind,平安证券研究所

图表24 2021年底以来PPI上游向下游传导显著加强



资料来源:Wind,平安证券研究所

四、 外汇政策调控角度：年内人民币贬值的上限已近

2015年8月11日人民币汇改以来，以年度尺度衡量的人民币升贬幅度其实有一定边界。2015年以来共有4年人民币汇率处于贬值周期，且每一年人民币汇率的运行方向都是比较明确的。其中，在岸人民币贬值幅度最大的是2016年，贬值了7%；振幅最大的是2018年，振幅达到11.3%。若按这两个最大值计算，那么今年年末人民币汇率对应应在6.82，年内贬值的顶部则在7.02。考虑到2018年由于中美经贸冲突在年中爆发，美元兑人民币汇率走出了“√型”，中美关系突生变局对人民币汇率的信心和预期产生极大冲击；而今年中国面临的国际局势尽管依然错综复杂，但已和2018年“从0到1”的冲击不可同日而语，且近期关于削减对华关税的呼声在美国政府内部有所增强。因此，我们倾向于今年美元兑人民币汇率的振幅很难达到2018年水平，从而年内“破7”的可能性实际上比较小。

若人民币汇率进一步贬值突破上述区间水平，则可能在相当大的概率上触发旨在平抑贬值的政策工具。今年一季度货币政策执行报告中，去掉了“增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”，改为“坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”。这里需要强调的关键词显然是“有管理的”。4月25日央行宣布自2022年5月15日起，将外汇存款准备金率由现行的9%下调至8%。此为2021年两次上调外汇存款准备金率，从5%提高到9%后，首次反向小幅调整，也初步释放了政策层面认为人民币汇率贬值过快的信号。

若人民币汇率在6.8以上再出现快速攀升，则后续可能推出更大力度的政策工具。上调外汇风险准备金率（目前执行0%，可能上调回20%）、大幅下调外汇存款准备金率（例如单次下调幅度扩大到2个百分点），调节全口径跨境融资宏观审慎调

节参数（例如从 1 上调回 1.25），调节境内企业境外放款宏观审慎调节系数（例如从 0.5 下调回 0.3），这些政策工具皆可使用。极端情形下，也不排除采取诸如收紧离岸市场流动性，重启逆周期因子等直接干预手段。

图表25 当前人民币汇率贬值已接近 2015 年以来年度最大贬值幅度及振幅



资料来源: wind, 平安证券研究所

风险提示：美联储紧缩再加速；国际油价再度飙升；中美经贸冲突恶化

附录

估算汇率因素对 PPI 影响的步骤：

- 1、以 RJ/CRB 商品价格指数作为国际大宗商品价格波动的参考指标。CRB 指数涵盖包括原油、农产品、金属等原材料性质的大宗商品，且价格指数采集来自期货市场，比现货价格更加超前和敏感。
- 2、将 RJ/CRB 指数与美元兑人民币汇率相乘，得到人民币计价的 RJ/CRB 指数，再将其同比增速分解为 RJ/CRB（美元计价）的贡献和人民币汇率变动的贡献。
- 3、用领先 2 个月的人民币计价的 RJ/CRB 指数同比对中国 PPI 同比做最小二乘估计，得到大宗商品波动对国内工业品价格指数的影响。回归结果显示，2001 年 3 月以来，人民币计价的 RJ/CRB 指数同比每上升 1 个百分点，平均带动中国 PPI 同比上升 0.18 个百分点。回归结果的调整 R^2 为 67.8%，回归系数和截距项均通过 1% 的 P 值检验，统计结果较为可靠。
- 4、利用回归方程和人民币计价的 RJ/CRB 指数同比贡献的拆解，可将对中国 PPI 同比的贡献分解为三部分：国际大宗商品价格波动的贡献（作为输入性通胀的代表）、人民币汇率波动的贡献、残差项（代表非输入性通胀，也即国内通胀因素）。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 15 层
邮编：100033