

人民币汇率：还真未必会持续贬下去

报告要点：

● 汇率波动的背后无非可归结为两点：基本面的相对变化及汇率政策，这一轮人民币贬值实际是从4月中旬开始的，分解这段时间的汇率走势不难发现，这一轮贬值更多是由盘中交易力量驱动的，中间价对其引导不大，那么，更可能的原因自然应归咎于基本面。

● 纠结点之一应在于美国通胀预期的反复：

- 1) 4月初至今，10Y美债收益率阶段性反弹幅度接近30bp；
- 2) 这个反弹应该是通胀预期所造成的，美国5年的通胀盈亏平衡率也是自4月初开始反弹，其节奏与10Y收益率一致；
- 3) 此事至少说明，SVB只是一个水花，最激烈的状态过去后，市场对通胀和政策的预期极有韧性。

● 纠结点之二应在于中国的经济基本面：

- 1) 美元升值自然是原因之一，但同样重要的原因是，中国基本面的复苏预期在被逐步证伪；
- 2) 一个看得到的证据是，美元兑人民币上行的幅度要比美元指数上行的幅度更快。

● 说到底，后面决定汇率走势的还是美国：

- 1) 人民币汇率取决于中美投资回报率（名义增长率）之差，如果美国及中国的经济都处于下行周期的话，那后续人民币的升贬取决于哪边的基本面下滑更快；
- 2) 长期来看，美国的下行空间会更大，毕竟当前美国的名义增长率明显高于历史均值，而中国名义增长率却明显低于历史均值，这是由中美不一致的通胀周期而起；
- 3) 假设两国的经济状态正常化的话，中国相对于美国的名义增长率会上升，这意味着人民币未必有持续贬值的基础。

● 但现在的问题是，美国的纠偏慢且反复，结果国内基本面成为了临时的快变量：

- 1) 美国的就业市场看起来没有问题，失业率也在持续下降；
- 2) 美国的通胀虽然在明显下降，但核心PCE的降幅并不明显；
- 3) 而在大洋的另一岸，国内市场在4月之前一直抱有不切实际的复苏预期，导致这一轮国内预期的纠偏力度很大。

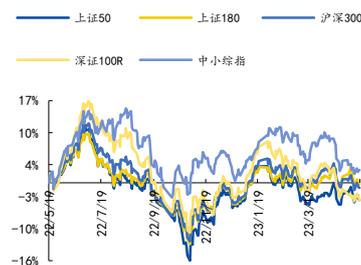
● 这一波国内基本面的预期校准完毕后，人民币贬值的动力也许会大幅消退：

- 1) 美国的数据无论高于预期还是低于预期，其实都在相对流畅地下跌，至于失业率，失业率根本就没有周期形态，但非农职业空缺数已同比负增长；
- 2) 至于斜率可以先暂且搁置，毕竟美国的基本面有相当一部分取决于预期，之前大幅宽松的流动性和供不应求的就业的确会有“预期粘性”，这个粘性最多影响斜率，未必能再掀风波；
- 3) 国内的实际经济增长有下行的可能性，但毕竟中国的通胀水平很低，仅靠实际增长的力量，这个空间不如美国大。

主要数据：

上证综指：	3297.32
深圳成指：	11078.28
沪深300：	3956.07
中小盘指：	4035.85
创业板指：	2277.97

主要市场走势图



资料来源：Wind

相关研究报告

- 《把“稳”字摆在突出位置：2023Q1货币政策执行报告印象》2023.05.17
- 《得不到的永远在骚动：2023年4月经济数据印象》2023.05.17

报告作者

分析师	杨为敦
执业证书编号	S0020521060001
邮箱	yangweixiao@gyzq.com.cn
电话	021-51097188
分析师	孟子君
执业证书编号	S0020521120001
邮箱	mengzijun@gyzq.com.cn
电话	021-51097188

- 但人民币并不一定会迅速走出贬值趋势：

1) 短时两国基本面的斜率不好判断，如果美国变化不大，有可能中国的预期再出现一轮纠偏；

2) 目前人民币汇率同比意义上的贬值速度已经接近 7%，如果贬值速度不能快速放缓的话，可能还会处于贬值的趋势之中。

- 但相对确定的是，在可视区间内，人民币贬值的幅度应是有限的，即使这种贬值趋势不能立刻被刹住，那人民币越贬值，其安全边际是越强的。

- 汇率本身就是一个基本面的映射，不太会直接影响资产风格，除非汇率出现快速波动，以“类资产”的形式影响流动性。但现在看起来，NDF 的升水率已高达 2% 附近，是 2011 年以来的新高，照此来看，我们即使不警惕人民币的升值，也不必太警惕人民币贬值及其连锁影响。

风险提示：

国内经济基本面修复不及预期，美联储加息超预期

投资评级说明:

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力, 本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论, 结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告由国元证券股份有限公司(以下简称“本公司”)在中华人民共和国内地(香港、澳门、台湾除外)发布, 仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告, 则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议, 国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户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。在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究所联系。 网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址: 安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址: 上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编: 230000	邮编: 200135
传真: (0551) 62207952	传真: (021) 68869125
	电话: (021) 51097188