

# 中美财政时空交错的汇率演绎

## 定期报告

### 华金宏观·双循环周报（第10期）

#### 投资要点

- ◆ 人民币汇率时隔五个半月再度“破7”，美元走强只是次要原因，中美在财政政策方面处于不同阶段、不同的政策导向，可能是我们观察后续一段时间人民币汇率演绎的重要线索之一。
- ◆ 美国实体供需均超预期，加息担忧再起推升美元指数。美国4月零售除餐饮和燃油外环比转增且幅度较大，印证过度补贴导致巨量超额储蓄令美国居民消费需求持续过热，高通胀黏性可能较市场预期更强。同日公布的美国工业生产数据的同步走强也再度强化了市场对美国薪资通胀螺旋的预期，令市场日益担忧美联储当前可能在加息的“暂停期”而非“停止期”。
- ◆ 我国出口环比偏弱，驱动CNY短线贬值，后续有望企稳。事实上，上周的人民币贬值幅度远大于美元升值对应的被动贬值程度，主动贬值为主的阶段性特征映射出4月以来出口环比偏弱导致的汇率拖累。但考虑到汽车、消费电子、储能电池等领域我国产业链近三年来异军突起的优势地位，我们相信5月后我国出口并不会很快再度下滑至深度负增长区间，对全年出口建议维持3.6%左右小幅增长的预测，叠加进口低增长，已经可以对年内这一逻辑下的人民币汇率水平形成一定支撑。
- ◆ 内需普遍走弱，亟待货币中性偏松操作稳定基建投资。本周公布的4月我国消费投资数据整体大幅低于预期，市场对国内货币进一步偏松操作预期强化，构成本周人民币主动贬值幅度较深的另一深层次原因。我们在报告《内需普遍走弱，亟待以货币促基建补消费——经济数据点评（2023.4）》（2023.5.16）中有更深度的分析，欢迎参考。市场对货币偏松操作预期强化，与美国货币政策转向时间可能有所推后再度形成对比，中美长短端利差均再度扩大，是本次人民币汇率“破7”的一大深层次原因。
- ◆ 中美财政时空交错导向相反，CNY年内仍有小幅贬值压力。地产弱周期拖累土地财政、能源大宗保供呵护中下游制造业两大原因，导致我国财政今年资源相对紧张，既需要支出提效，又需要收入蓄力，是基建投资今年对货币信用扩张依赖度更高的根本原因。这条隐含逻辑意味着年内CNY可能仍将呈现小幅贬值压力，预计至年底CNY在6.9-7.1之间窄幅震荡。总结起来，我国疫情以来的财政政策在地产周期偏弱拖累的同时，着重于提升供给侧产业链的韧性，而美国为代表的发达国家财政扩张则主要用于单边拉动需求且实施力度较我国更为提前，是导致当前两国供需结构相反、通胀表现相异的重要深层次原因之一。货币政策与财政政策从来就是相辅相成的关系，当前中美财政时空交错的逻辑下，人民币汇率在7附近波动是合理健康的，而且本轮的“破7”已经是近6年来人民币有效汇率最强的阶段，不必过度解读，对我国供给侧生产能力、以及未来的内需逐步复苏路径应保持合理的信心。
- ◆ 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：A股本周电子涨幅最大，国防军工和机械设备表现较好，中美1Y、10Y利差同步扩大，CNY“破7”主动贬值幅度有所扩大，金价再度下跌。
- ◆ 风险提示：美联储货币紧缩力度超预期。

分析师

张仲杰

 SAC执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.com

#### 相关报告

- 经济数据点评（2023.4）-内需普遍走弱，亟待以货币促基建补消费 2023.5.16
- 23Q1《货币政策执行报告》解读-节奏平稳，提升支持实体的可持续性 2023.5.15
- 消费内需深度报告·暨双循环周报（第9期）-再论“超额存款”：消费、买房还是投资？ 2023.5.14
- 金融数据速评（2023.4）-地产再冷，凸显基建 2023.5.11
- 中国CPI、PPI、美国CPI点评（2023.4）-中美通胀背离扩大的三点启示 2023.5.11



## 内容目录

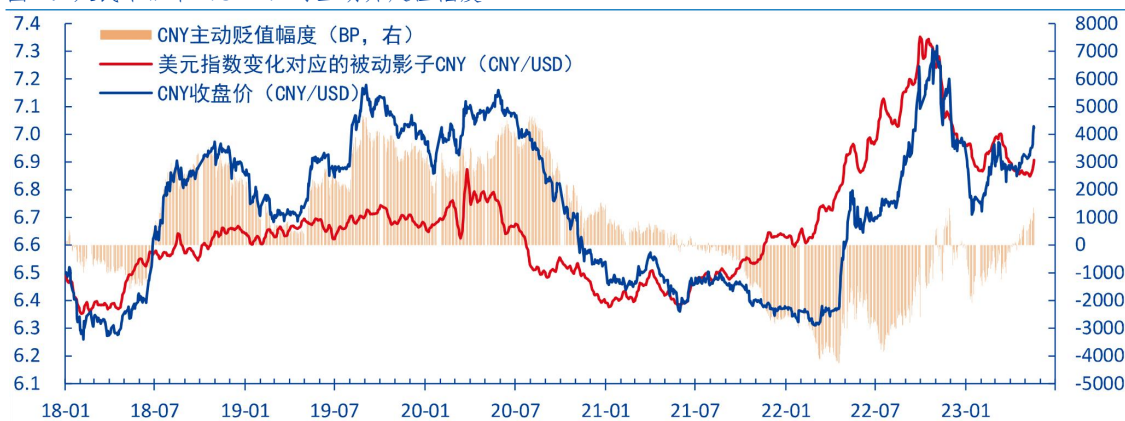
1、美国实体供需均超预期，加息担忧再起推升美元指数	3
2、我国出口环比偏弱，驱动 CNY 短线贬值，后续有望企稳	4
3、内需普遍走弱，亟待货币中性偏松操作稳定基建投资	5
4、中美财政时空交错导向相反，CNY 年内仍有小幅贬值压力	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)	8

## 图表目录

图 1：人民币汇率 (CNY) 与主动升贬值幅度	3
图 2：美国零售同比及贡献结构 (%)	3
图 3：全球主要经济体制制造业生产实际同比 (%)	4
图 4：中国进出口同比及预测 (%)	5
图 5：固定资产投资同比及贡献结构 (%)	5
图 6：中美国债利率 (%)：期限利差扩大	6
图 7：财政支出、财政收入同比 (%)	7
图 8：全球股市：日本股市继续领先，A 股小幅反弹	8
图 9：沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%)：本周电子涨幅最大，国防军工和机械设备表现较好	8
图 10：标普 500 及行业涨幅对比 (%)：成长股表现较好，整体表现一般	8
图 11：中美 1Y 利差扩大 (%)	9
图 12：中美 10Y 利差同步扩大 (%)	9
图 13：10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)	9
图 14：1Y、3Y 信用利差持续走高 (BP)	9
图 15：本周美联储资产规模小幅减小 (USD bn)	9
图 16：主要央行政策利率 (%)	9
图 17：全球汇率：美元指数回升	10
图 18：人民币贬值破“7”	10
图 19：金价回落至 2000 美元以下	10
图 20：油价小幅回升	10
图 21：5 月初煤价延续下跌趋势 (元/吨)	10
图 22：本周铜价波动回落	10

人民币汇率时隔五个半月再度“破7”，美元走强只是次要原因，中美在财政政策方面处于不同阶段、不同的政策导向，可能是我们观察后续一段时间人民币汇率演绎的重要线索之一。美元指数上周在强劲的零售和工业生产数据催化下升0.5%至103.2，而与此同时人民币贬值幅度明显更大，CNY、CNH 收盘价当周分别贬值达1.0%和1.4%，分别收于7.024和7.054，时隔五个半月之后再度“破7”，引发市场关注。本周周报我们梳理其背后的三条宏观逻辑，基于此对年内人民币汇率演绎的方向做出预判更新。

图1：人民币汇率（CNY）与主动升值贬值幅度



资料来源：Wind，华金证券研究所

## 1、美国实体供需均超预期，加息担忧再起推升美元指数

美国4月零售除餐饮和燃油外环比转增且幅度较大，印证过度补贴导致巨量超额储蓄令美国居民消费需求持续过热，高通胀黏性可能较市场预期更强。当地时间本周二（5月16日），美国劳工统计局公布的零售数据显示，美国4月商品和餐饮零售环比增长0.4个百分点，时隔两个月再度转正，在高基数尾部阶段同比增速小幅下行至1.6%，但仍维持正增长。主要分项中，食品饮料和石油制品延续了近6个月以来的环比下跌趋势，主要由近期食品和油价下跌所拖累，从而核心商品零售环比增速比总零售更大。耐用消费品在汽车的转正拉动下4月环比转走强，除食品饮料石油制品外的其他非耐用消费品也转为增长则体现出一段时间以来薪资高增、以及超额储蓄逐步消化过程中的消费需求持续偏热。数据公布后美联储年内不降息概率提升。

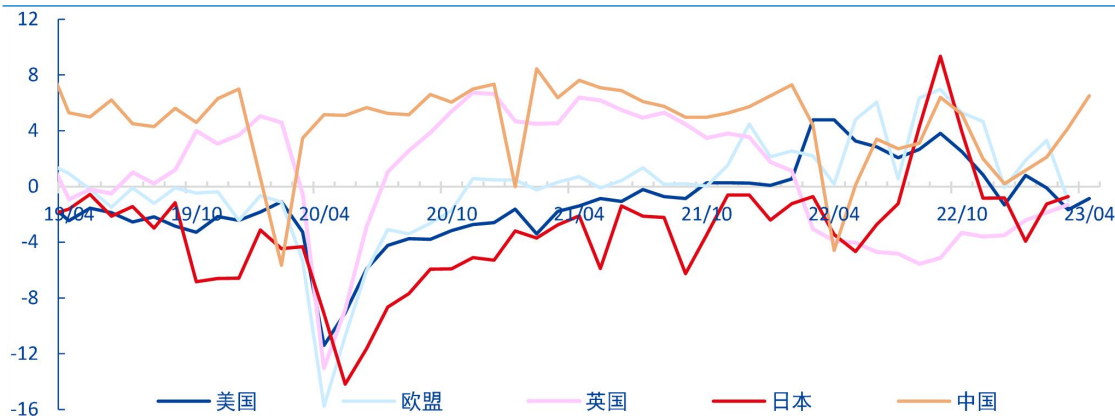
图2：美国零售同比及贡献结构（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

同日公布的美国工业生产数据的同步走强也再度强化了市场对美国薪资通胀螺旋的预期。美国 4 月工业生产、制造业生产同比分别为 0.2%、-0.9%，分别较 3 月改善 0.1 和 0.8 个百分点，制造业改善幅度更大，与前期公布的美国两大 PMI 先于其他发达经济体底部反弹的表现一致。自俄乌冲突以来欧洲部分制造业产能向美国出现一轮集中，加之 2022 年至今美国政府强化了针对中国半导体电子产业链的保护主义政策措施，对美国工业生产和研发活动形成了一定的短期带动作用。在大流行前两年美国政府对居民部门过度补贴之后，当前美国的工业生产边际改善，伴随着劳动力市场的紧张和薪资高增的情况，从而当前工业生产的边际改善（特别是和需求同步而非超过需求的改善趋势）更大概率意味着薪资通胀螺旋的强化。可以说，美国前期过度偏向居民收入和需求侧的扩张性财政政策仍在长尾消化期，薪资通胀螺旋由此不断增强正在令市场日益担忧美联储当前可能处在加息的“暂停期”而非“停止期”，美元指数在周三美联储委员偏鹰谈话释出后一度站上 103.5 高位，直至周五鲍威尔讲话暗示 6 月仍将选择暂停加息的稳妥操作路径后才有小幅降温，但仍较上周末高出 0.5%。

图 3：全球主要经济体制造业生产实际同比（%）

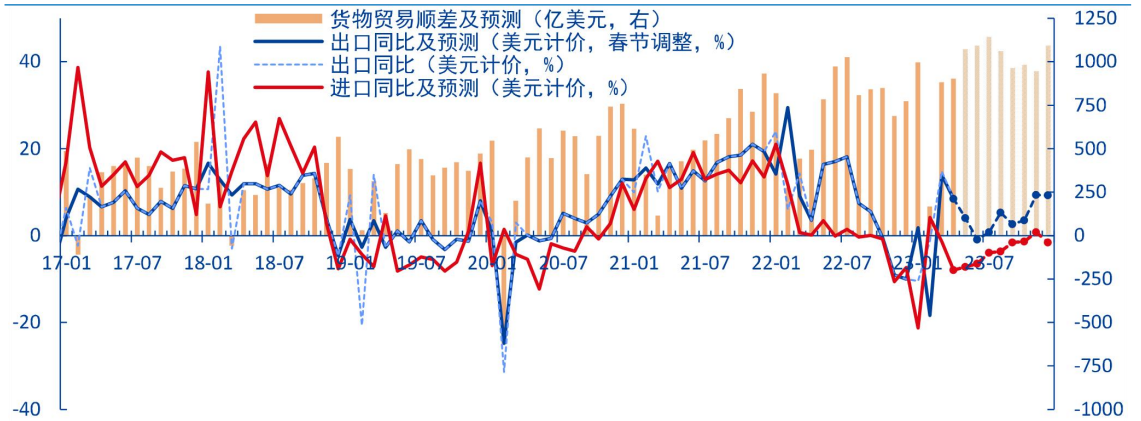


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

## 2、我国出口环比偏弱，驱动 CNY 短线贬值，后续有望企稳

事实上，上周的人民币贬值幅度远大于美元升值对应的被动贬值程度，主动贬值为主的阶段性特征映射出 4 月以来出口环比偏弱导致的汇率拖累。月初海关公布的数据显示 4 月我国出口同比（美元计价）仅增长 8.5%，较大幅度低于我们的单月预期，环比表现在一季度供给冲击消退、集中交付消费电子和纺织服装等消费品之后单月明显走弱。数据公布以来，人民币汇率从 6.9166 一路贬值到本周最后一个交易日的 7.0235，自去年 12 月以来首次再度“破 7”，主动贬值幅度自 9 日至今已经扩大近 600 点，本周扩大了 200 个点，反映出市场对后续出口前景在一季度连续上修之后再度转为担忧。而展望后续出口，尽管一季度以来部分市场参与者确实对出口预期上修幅度过大，但考虑到汽车、消费电子、储能电池等领域我国产业链近三年来异军突起优势地位，我们相信 5 月后我国出口并不会很快再度下滑至深度负增长区间，至 7 月前仍将维持微增局面，当然也要考虑到美国对我半导体电子产业链的保护主义竞争政策的影响，对全年出口建议维持 3.6% 左右小幅增长的预测，也不建议过度乐观。但这一增速、以及进口替代和大宗商品价格缺乏上涨动能所导致的进口低增长，已经可以对年内这一逻辑下的人民币汇率水平形成一定支撑。

图 4：中国进出口同比及预测（%）



资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

### 3、内需普遍走弱，亟待货币中性偏松操作稳定基建投资

本周公布的 4 月我国消费投资数据整体大幅低于预期，市场对国内货币进一步偏松操作预期强化，构成本周人民币主动贬值幅度较深的另一深层次原因。在美国零售和工业生产数据公布前约 12 小时，我国公布了 4 月经济数据，整体情况不容乐观。零售走弱结构分化加剧，可选商品消费大幅走弱，大众服务消费连续复苏。基建投资稳定高增，地产环比再度趋冷，固定投资在基数下修的背景下增速也进一步下行。地产积压需求集中释放后迅速转冷，开发商预期仍然谨慎。疫情缓和带动的需求恢复已经一次性释放完毕，地产周期底部对财富效应和商品消费的拖累进一步显现，内需普遍走弱的背景下，亟待以一定力度的货币中性偏松操作促进基建投资稳增长、增就业效果显现，再叠加地产需求见底后的逐步恢复、以及股市和理财产品收益向好，在此基础上可能才能见到后置的商品消费需求的普遍改善。我们在报告《内需普遍走弱，亟待以货币促基建补消费——经济数据点评（2023.4）》（2023.5.16）中有更深度的分析，欢迎参考。

图 5：固定资产投资同比及贡献结构（%）

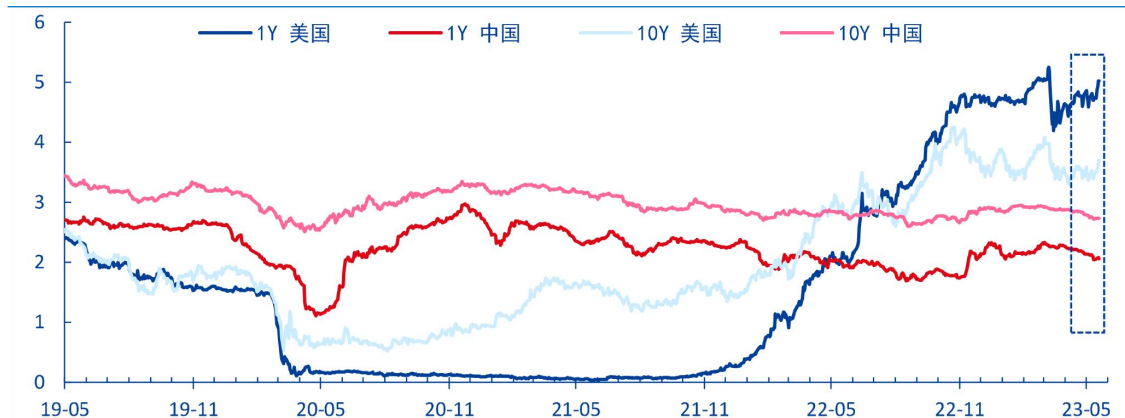


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

市场对货币偏松操作预期强化，与美国货币政策转向时间可能要有所推后再度形成对比，中美长短端利差均再度扩大，是本次人民币汇率“破 7”的一大深层次原因。在美欧“薪资通胀螺旋”再度强化，美联储等海外主要央行紧缩可能持续更久的同时，我国今年的货币政策操作始终坚持“中性偏松”。3 月人民银行抢在美联储加息前实施“抢跑式”降准 25BP，奠定了年内货

币政策操作的方向，本周公布的一季度货币政策执行报告也强调要降低政策利率短期波动，引导实际贷款利率下行，中美央行的货币政策操作方向背离预期强化。美联储5月宣布再度加息25BP以来，中美期限利差再度扩大至一年期296BP、十年期97BP，导致人民币主动贬值幅度扩大。

图6：中美国债利率（%）：期限利差扩大



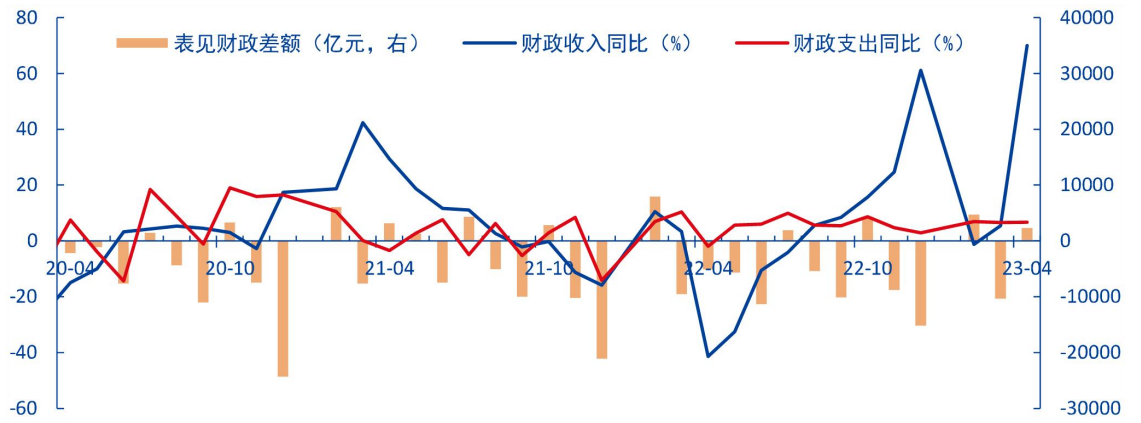
资料来源：Wind，华金证券研究所

#### 4、中美财政时空交错导向相反，CNY年内仍有小幅贬值压力

地产弱周期拖累土地财政、能源大宗保供呵护中下游制造业两大原因，导致我国财政今年资源相对紧张，既需要支出提效，又需要收入蓄力，是基建投资今年对货币信用扩张依赖度更高的根本原因。这条隐含逻辑意味着年内CNY可能仍将呈现小幅贬值压力，预计至年底CNY在6.9-7.1之间窄幅震荡。4月财政收入同比70%，而扣除基期增值税留抵退税大幅走低的影响、以及前期缓税集中到期的影响后，财政收入增速是低于市场预期的，这一表现无疑与一季度CPI、PPI增速较低直接相关。我国当前产业政策突出强调大宗能源保供，煤炭增产力度今年以来持续加大，引导对PPI影响最大的煤炭价格持续下行，PPI负增长程度加深，实际上是在工业电价上下浮动区间扩大的背景下，以牺牲一定的税收收入稳定中下游制造业生产和利润预期的一种财政政策导向，较之于疫情期间直接对中小制造业企业进行减税的方法而言，当前新的传导路径更具市场化特征。此外，由于地产供需周期持续处于底部偏冷位置，政府性基金预算收入大幅下降，也约束了财政支持基建投资的能力，令我国今年基建投资不得不更大程度上依赖货币政策中性偏松的持续呵护，也一定程度上令汇率承受小幅的压力。总结起来，我国疫情以来的财政政策在地产周期偏弱拖累的同时，着重于提升供给侧产业链的韧性，而美国为代表的发达国家财政扩张则主要用于单边拉动需求且实施力度较我国更为提前，中美财政政策的时空交错是导致当前两国供需结构相反、通胀表现相异的重要深层次原因之一。货币政策与财政政策从来就是相辅相成的关系，当前中美财政时空交错的逻辑下，人民币汇率在7附近波动是合理健康的，而且本轮的“破7”已经是近6年来人民币有效汇率最强的阶段，对此不必过度解读，对我国供给侧生产能力、以及未来的内需逐步复苏路径应保持合理的信心。

**风险提示：**美联储货币紧缩力度超预期。

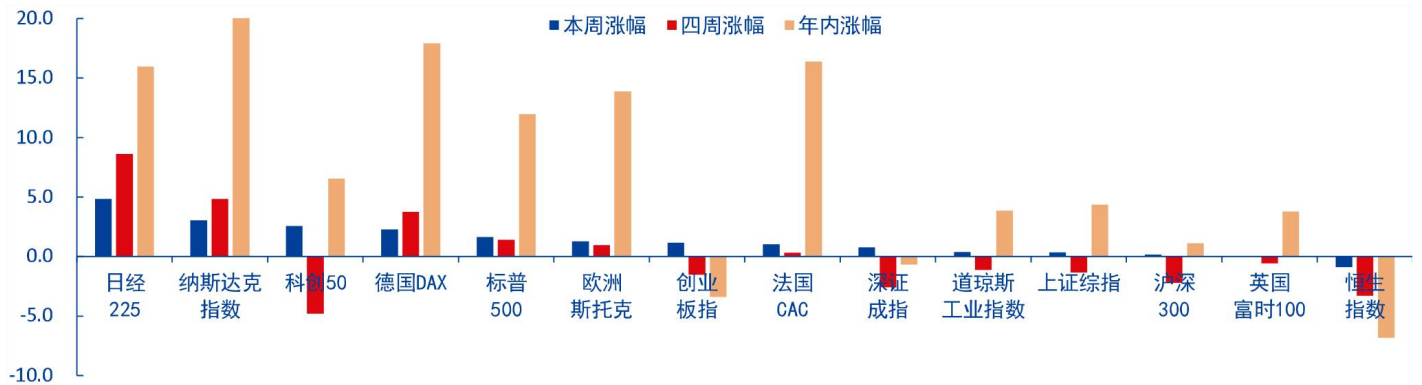
图 7: 财政支出、财政收入同比 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

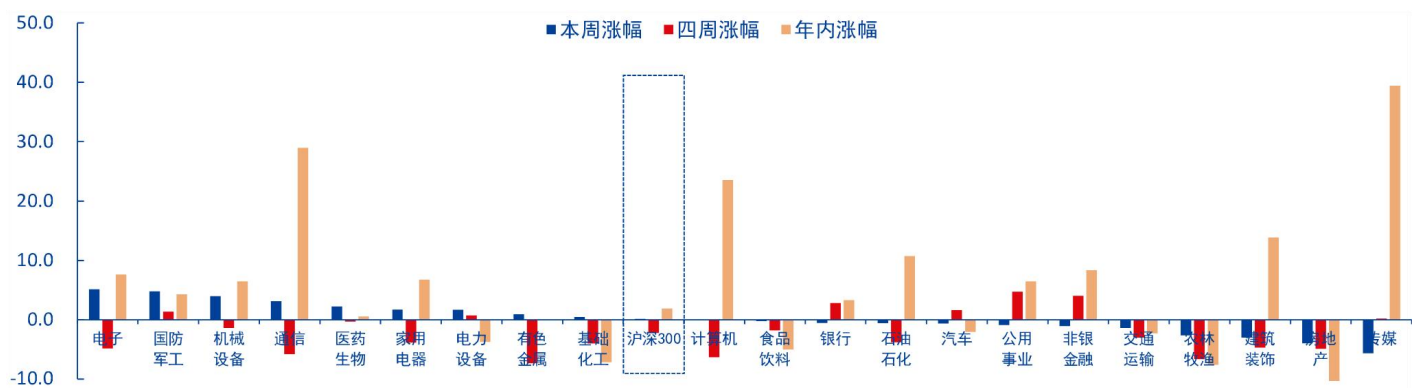
## 华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 8: 全球股市: 日本股市继续领先, A 股小幅反弹



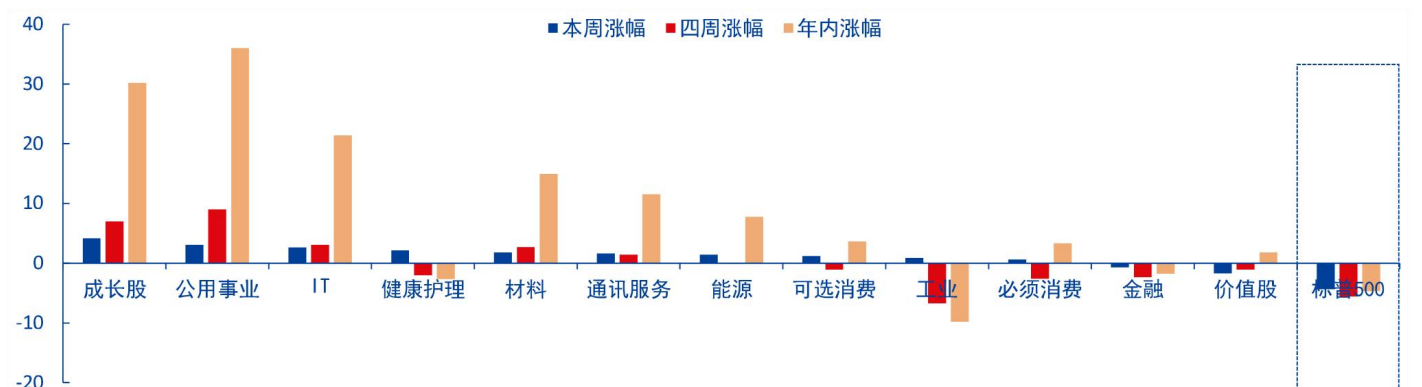
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%) : 本周电子涨幅最大, 国防军工和机械设备表现较好



资料来源: Wind, 华金证券研究所

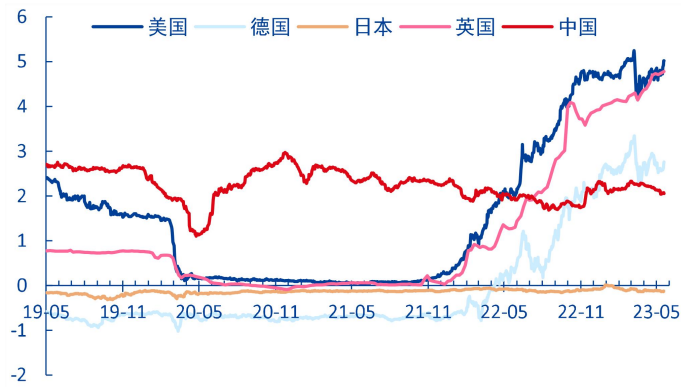
图 10: 标普 500 及行业涨幅对比 (%) : 成长股表现较好, 整体表现一般



资料来源: Wind, 华金证券研究所

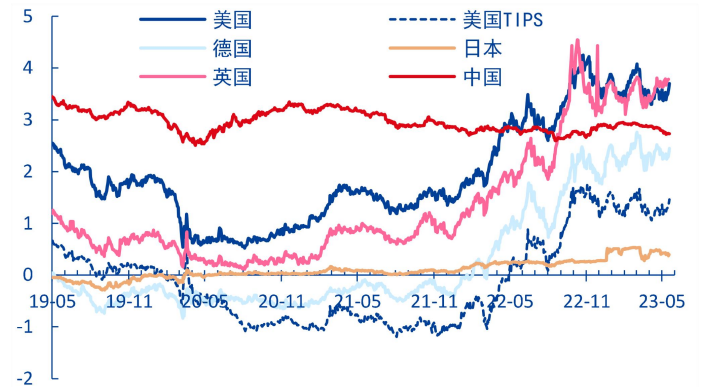


图 11: 中美 1Y 利差扩大 (%)



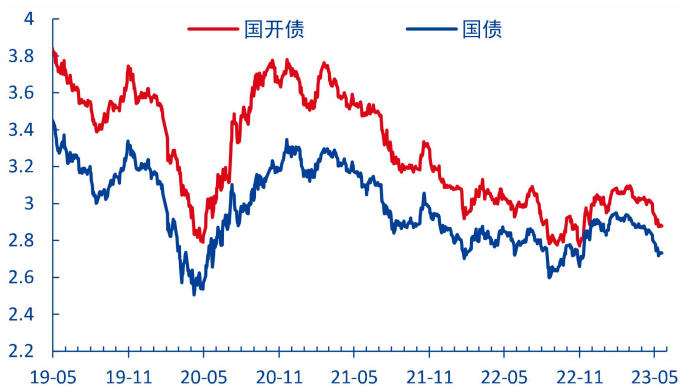
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 中美 10Y 利差同步扩大 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



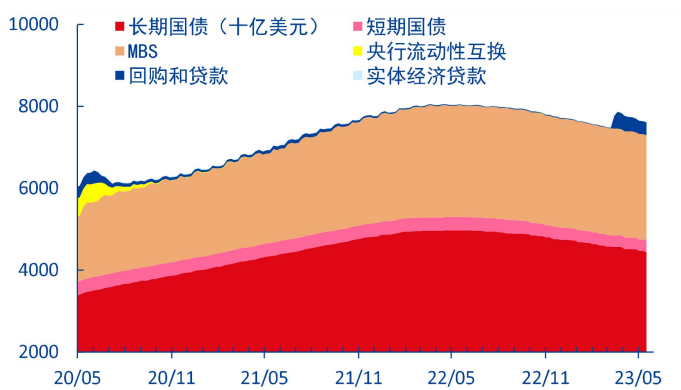
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 1Y、3Y 信用利差持续走高 (BP)



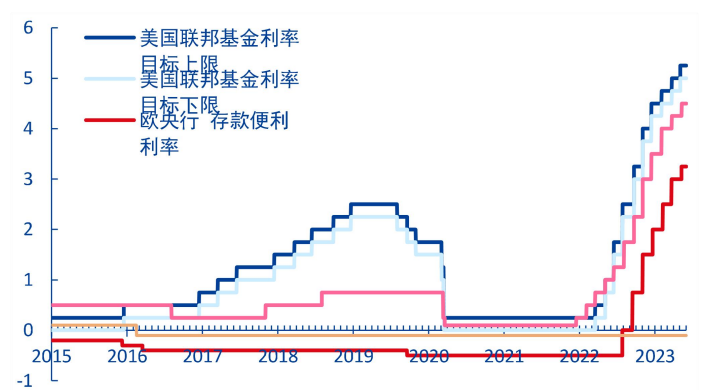
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 本周美联储资产规模小幅减小 (USD bn)



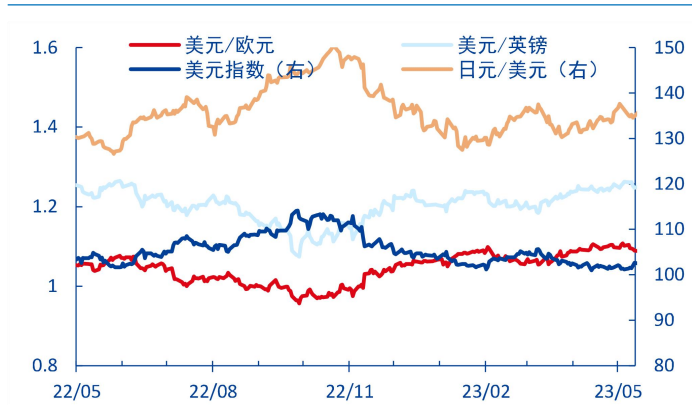
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



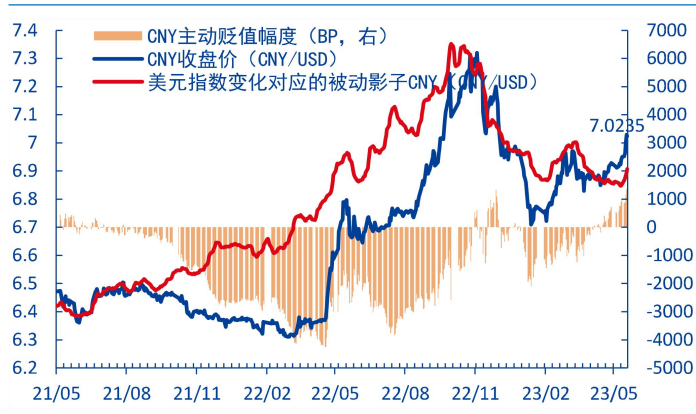
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数回升



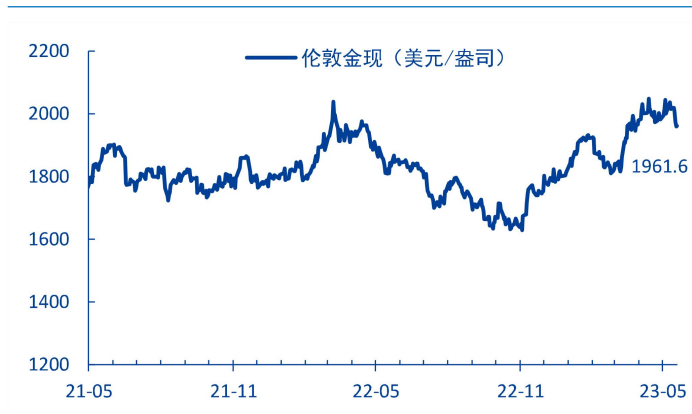
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 人民币贬值破“7”



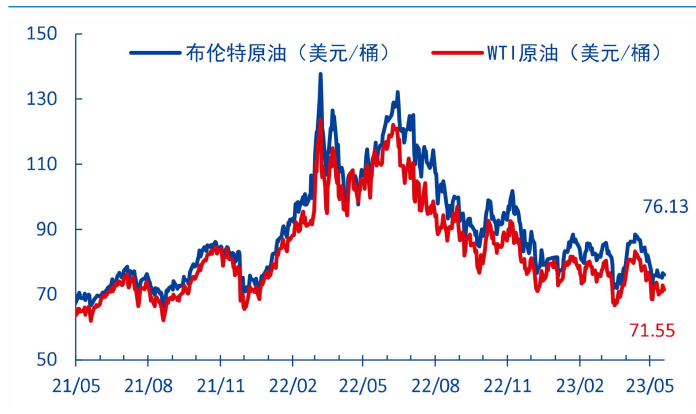
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 金价回落至 2000 美元以下



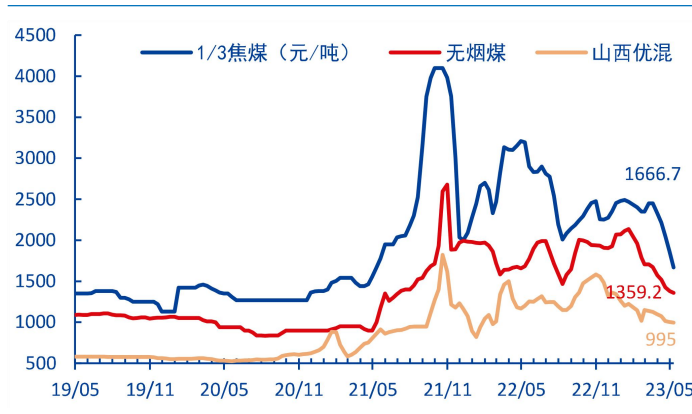
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 油价小幅回升



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 5 月初煤价延续下跌趋势 (元/吨)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 本周铜价波动回落



资料来源: Wind, 华金证券研究所

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)