

2023年05月19日

人民币汇率并不存在中长期持续贬值基础

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘纬桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

● **事件：**近期，人民币兑美元汇率较快贬值，截至5月18号，美元兑人民币汇率已突破7.0，引发市场关注。

● **美元升值、国内经济恢复不及预期驱动人民币较快贬值**

1. **美元指数近期连续上涨，人民币汇率外部压力有所上升。**从外部环境看，5月以来美元指数持续上行，一则美联储在5月FOMC会议上明确表示降息在短期内不会成为其政策选择项，近期部分联储官员讲话表示对去通胀进程表示失望，通胀水平仍然较高，释放出一定程度的鹰派信号，市场对降息的乐观预期或正在被逐渐修正；二则美国5月份密歇根大学5年期通胀预期意外上升至3.2%，创2017年以来新高，且已经连续3个月上行，显示当前民众对于长期通胀的锚定预期有所升高。考虑到当前美国核心通胀仍高，美国的去通胀前景及美联储货币政策或面临更多的不确定性；三则由于4月税收收入不及预期，美国财政部长耶伦警告称最早在6月1日美国政府就将面临债务违约风险，美国债务上限日益临近。两党虽然表态称会尽快达成协议，但现在距离上限日期已经较近，不确定性仍存，从而助推避险情绪上升，部分避险资金或选择购买美元，美元需求有所加强。此外，由于10年期美债收益率近期较快上行，中美10年期国债利差5月以来上行超过30bp，利差走阔下，可能带动部分外资流出，人民币汇率在短期内面临一定程度的贬值压力。

2. **我国经济呈现非典型复苏，叠加银行结汇有所下降，或为人民币贬值的助推因素。**2022年底我国疫情防控措施优化后，市场对我国经济修复预期较高，并推动了人民币汇率快速升值。但随后我国经济恢复呈现出服务生产强、工业生产弱，投资弱消费强，金融数据强、实体需求弱，服务消费强、商品消费弱态势，4月经济金融数据发布后，由于实体经济、通胀以及信贷数据与市场预期有一定差距，市场对中国经济的认知逐渐从“强预期”向“弱现实”转变，或引发对后续经济恢复的信心有所下降，从而成为人民币汇率贬值的重要助推力量。此外，3、4月我国出口持续高增，贸易顺差有较大幅度提升，但从银行代客结汇数据来看，相较于2022年3、4月，当前我国银行代客结汇金额相对较低，反映出当前企业结汇意愿较低，从而影响了人民币需求。我们认为或与当前美元利率水平较高，部分企业或选择美元存款有关。

● **人民币并不具有中长期持续贬值的基础**

在前期报告中，我们曾指出人民币单边升值或难持续，后续仍将以双向波动为主。当前来看，人民币也并不存在中长期持续贬值的基础，双向波动仍将是人民币汇率的常态。首先，从外部环境来看，美国通胀下行的趋势并未逆转，叠加银行危机尚未完全结束，经济下行压力或也将逐渐加大，5月大概率美联储本轮最后一次加息，美元指数和美债收益率上行空间有限，人民币贬值的外部压力将边际减轻；其次，我国经济当前复苏确实面临一定挑战，经济正处于动能切换过程中，稳增长政策与内生性修复处于“战略相持”的观察期。从4月政治局会议来看，政策端仍是中性偏积极，继续“坚持稳中求进工作总基调”，预计后续中国经济仍将持续修复；最后，央行可采取多种政策工具对汇率市场进行引导，以避免汇率市场出现大幅波动。事实上，在人民币快速贬值阶段，央行采取过不同的政策工具对汇率市场进行引导，这将有助于人民币汇率保持相对平稳。

● **风险提示：**疫情演变超预期，美国经济衰退超预期。

相关研究报告

《地方政府债务负担率再度上升——4月财政数据点评—宏观经济点评》-2023.5.18

《对当前出口关键变量和趋势的几点探究—宏观经济专题》-2023.5.18

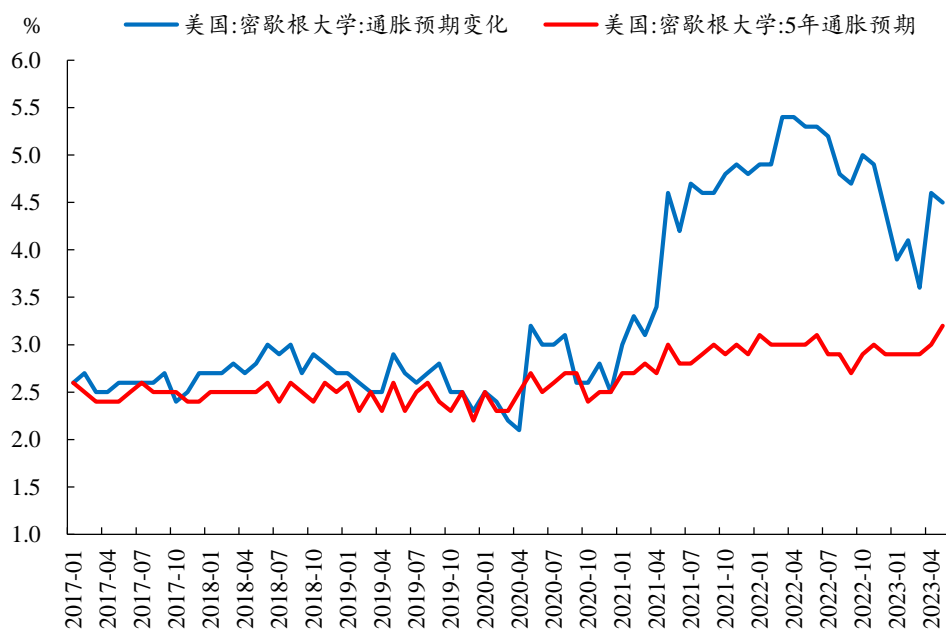
《面对新均衡，拥抱消费新时代——兼评4月经济数据—宏观经济点评》-2023.5.17

附图1：近期美元指数有所上行



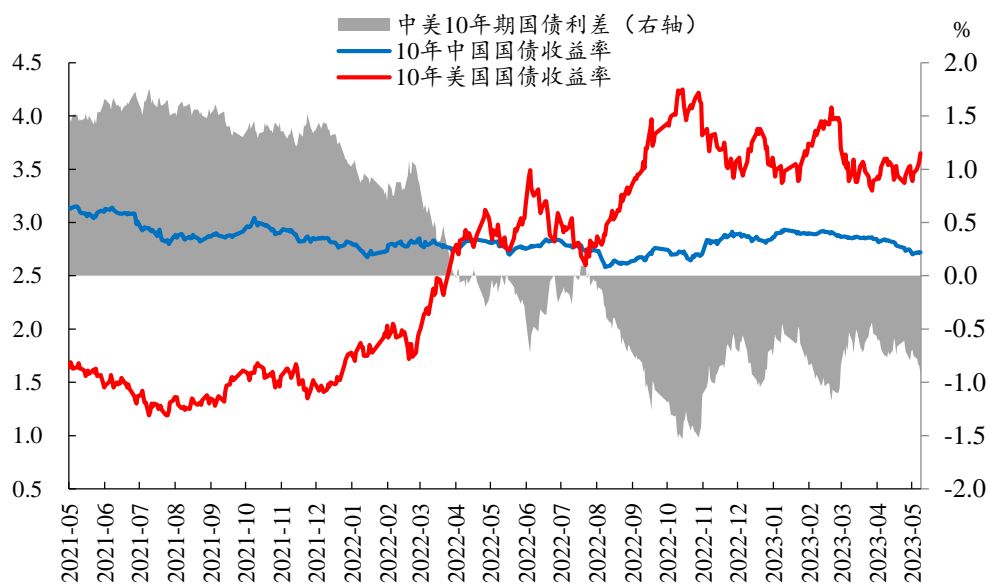
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：美国密歇根大学5年期通胀预期有所上升



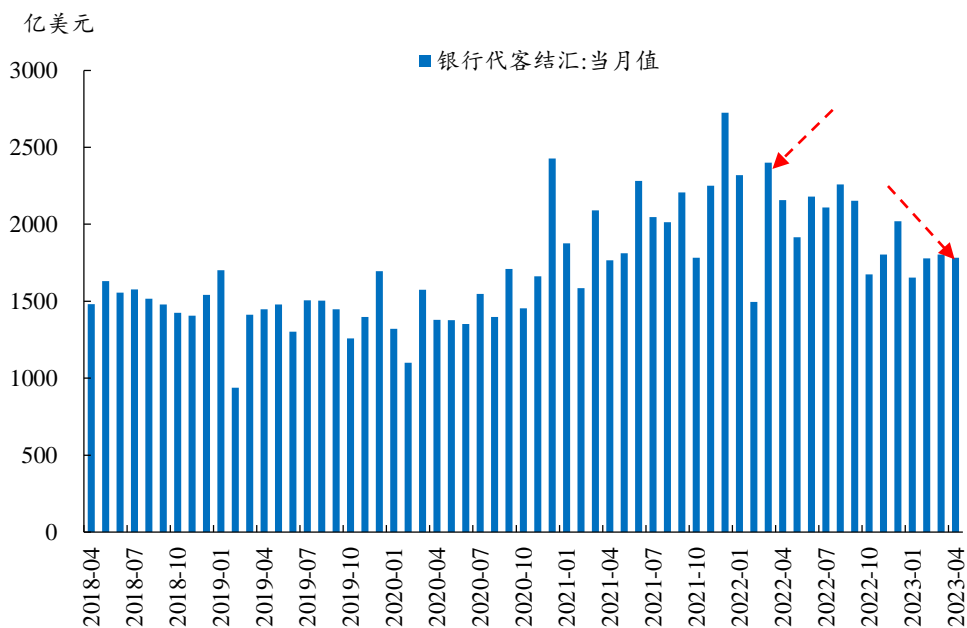
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3：中美利差近期重新上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4：银行代客结汇金额相较于2022年同期较低



数据来源：Wind、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。本报告所载的资料、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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn