

本周央行 MLF 平价增量续作，税期扰动不大，资金面继续维持宽松。债券市场缺乏新的催化因素，整体维持震荡走势。本周市场的焦点是汇率，美元兑离岸人民币本周升破 7.0，最高升至 7.07，引发市场对人民币汇率贬值的担忧。

### ► 人民币汇率跌破 7，核心原因是国内经济复苏动能走弱

本轮人民币汇率走贬，实际上自 4 月初就开始有迹象。4 月初美元指数走弱，但美元兑人民币汇率一直持续横盘，市场开始逐步交易中国经济复苏动能走弱。映射到市场指标上，典型的表现是国内资金面持续宽松，人民币利率曲线开始整体下移，美元兑人民币外汇掉期报价再创新低。

直到 4 月中国经济金融数据出炉，确认复苏动能走弱，非美货币包括欧元、日元、人民币，以及与经济高度相关的大宗商品等开始进入新一轮下跌行情。

### ► 外汇供需当前并没有出现明显恶化，企业逢高结汇可能会抑制进一步贬值

春节后人民币持续偏弱，同时结售汇持续逆差，但并不意味着今年外汇供需大幅恶化，实际上当前跨境资金流动依旧维持平衡。

**金融账户资金持续流出，是人民币汇率贬值压力的较大来源。**自 23 年 2 月以来金融账户证券投资项下资金持续大幅流出，实际上这部分资金对中国经济复苏预期不断修正。这也与 22 年 11 月-23 年 1 月外资加大力度购买人民币资产，证券投资项下持续顺差带动人民币升值形成鲜明对比。

**但经常账户资金流入情况实际上比结售汇数据所反映的情况要好。**今年一季度出口持续超预期，实际上带来了较强的外汇资金流入，之所以经常项目结售汇数据表现一般，是由于当前美元存款利率高于人民币存款利率，企业售汇意愿不强，导致大量外汇以外汇存款的形式留存在企业手中。

**如果后续人民币贬值，外汇存款逢高结汇需求有望增加，保证外汇供需平衡，抑制人民币进一步贬值。**

### ► 今年汇率的波动小于 2022 年，人民币持续贬值概率不大

**其一，与 2022 年不同的是，今年市场对人民币贬值并不存在大幅恐慌的情况。**今年以来 USDCNH 期权隐含波动率持续下降，即使过去两周有所小幅上升，但当前仍处于近两年的低点，显示出市场当前并没有大幅恐慌。

**其二，市场短期情绪可能摇摆，但难以形成持续性的一致性预期。**当前人民币走弱的压力主要来源证券投资项下的资金流出压力，这部分资金行为与中国经济动能挂钩。今年中国经济整体仍处于上行趋势，即使短期数据波动，市场情绪摇摆，但难以形成持续性的一致看空预期，资金持续流出，汇率持续贬值的情况大概率不会出现。

**此外，美联储货币政策大方向仍是转向宽松，这也有助于人民币汇率走强。**

### ► 短期内贬值也不会成为政策的掣肘，稳增长才能稳汇率

经济修复最快速的阶段或已告一段落，4 月经济数据走弱，才是汇率当下走弱的核心因素。同时，这一轮贬值行情或标志，政策未来或进一步加码，稳定经济基本面，保持经济复苏动能才是稳定汇率核心，所以或不必担心贬值掣肘货币政策的调整空间。

**风险提示：**地缘政治发展超预期；货币政策超预期；海外货币政策超预期。



#### 分析师 周君芝

执业证书：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

#### 研究助理 吴彬

执业证书：S0100121120007

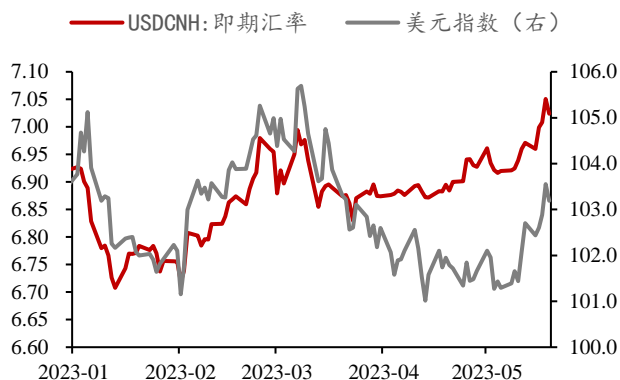
电话：15171329250

邮箱：wubin@mszq.com

#### 相关研究

- 1.宏观专题研究：汇率贬值压力下还会降息吗？-2022/10/27
- 2.9月财政数据点评：财政“疲态”的两点启示-2022/10/26
- 3.宏观专题研究：四季度美债利率或在 4%-2022/10/25
- 3.9月经济数据点评：如何理解 9 月出口和经济数据-2022/10/24
- 4.全球大类资产跟踪周报：美债收益率再创新高，人民币汇率承压-2022/10/23
- 5.月度高频数据追踪：数据真空期，我们需要关注什么-2022/10/20

图 1：2023 年以来美元指数与离岸人民币走势对比



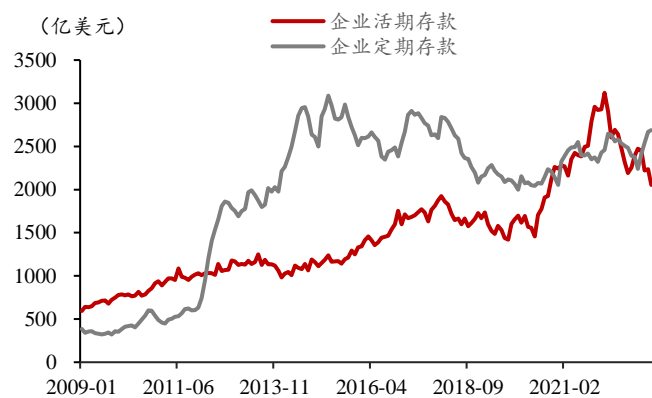
资料来源：wind，民生证券研究院

图 2：美元兑人民币外汇掉期报价



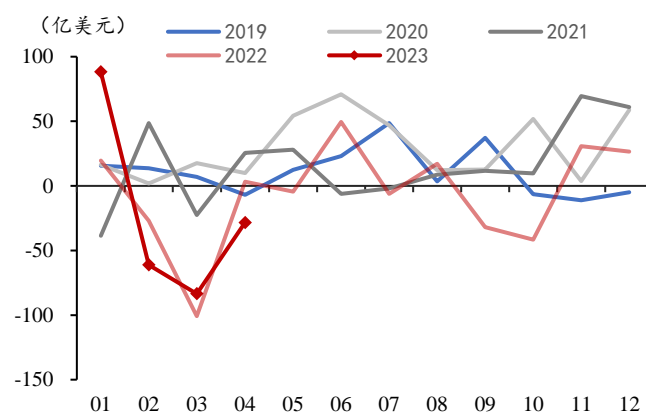
资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：企业外汇存款



资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：证券投资项结售汇差额



资料来源：wind，民生证券研究院

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026