

2023年05月23日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

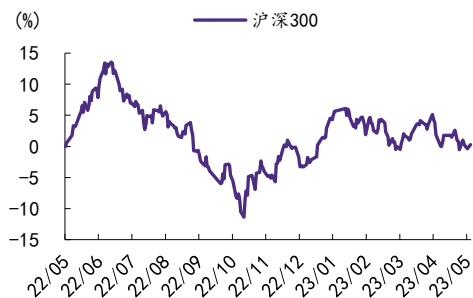
无惧人民币脉冲性贬值

—宏观点评报告

事件

分析师：杨芹芹 S1050523040001
yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 1、《428 政治局会议的核心看点：稳预期、扩内需、强科技》2023-04-28
- 2、《3 月工业企业：制造修复，国企更优》2023-04-27
- 3、《3 月点阵图的三个信号》2023-03-23

近期人民币波动加剧。时隔 5 个月，在岸、离岸人民币汇率再度破 7，引发市场担忧。5 月 18 日，中国外汇市场指导委员会（CFXC）2023 年第一次会议召开，强调将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作，坚决抑制汇率大起大落，人民币保 7 拉锯战开启。

投资要点

■ 汇率为何再度破 7？

人民币破 7 主要是海内外因素叠加的脉冲性贬值：

- 1、近期美国经济韧性超预期；
- 2、美债上限导致短期避险情绪高涨；
- 3、国内经济修复不及预期。

■ 后续汇率怎么看？

后续汇率持续贬值的风险和空间较小，主要有三点原因：

- 1、美联储 6 月暂停加息，货币紧缩对汇率支撑已到尾声；
- 2、海外风险可控，避险情绪对强美元的支撑也在弱化；
- 3、国内经济延续弱复苏，后续政策仍值得期待，基本面支撑还在。

■ 对 A 股影响几何？

当前影响：人民币汇率贬值更多是市场对中国预期转弱的信号，短期外资转为谨慎，增量资金缺失，导致行业和主题的存量博弈加剧，很难形成普涨的牛市行情。

后续展望：国内经济修复基础尚不稳固，仍需政策发力，助推经济内生动能修复，进而强化海内外市场对于经济复苏的预期。这样才能吸引外资流入，人民币升值，从而形成合力带动股市的整体上行。

■ 风险提示

地缘政治风险再起，美联储货币政策超预期，中国政策效果不及预期

正文目录

事件:	3
评论:	3
1、人民币为何再度破 7?	3
1.1、海外美元指数被动升值	3
1.2、国内经济修复不及预期的拖累	4
2、后续汇率怎么看?	5
2.1、加息对美元的支撑不再	5
2.2、避险情绪缓和和对美元支撑减弱	6
2.3、国内助力经济修复的政策依旧可期	6
3、对 A 股影响几何?	7
4、风险提示	7

图表目录

图表 1: 美元指数的走势和十年期美债较为同步	3
图表 2: 螺纹钢代表的中国复苏情况和汇率走势反向而行	4
图表 3: 近期联储官员发声释放暂停加息信号	5
图表 4: 劳动市场热度持续缓解	6
图表 5: 北向资金分别在 2022 年疫情放开后以及 2023 年经济修复时出现大幅净流入(亿元)	7

事件：

近期人民币波动加剧。时隔 5 个月，在岸、离岸人民币汇率再度破 7，引发市场担忧。5 月 18 日，中国外汇市场指导委员会（CFXC）2023 年第一次会议召开，强调将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作，坚决抑制汇率大起大落，人民币保 7 拉锯战开启。

评论：

1、人民币为何再度破 7？

时隔近半年，人民币汇率再度破 7，主要是海内外因素叠加的脉冲性贬值，美元被动升值以及国内经济复苏不及预期的共同作用所致。

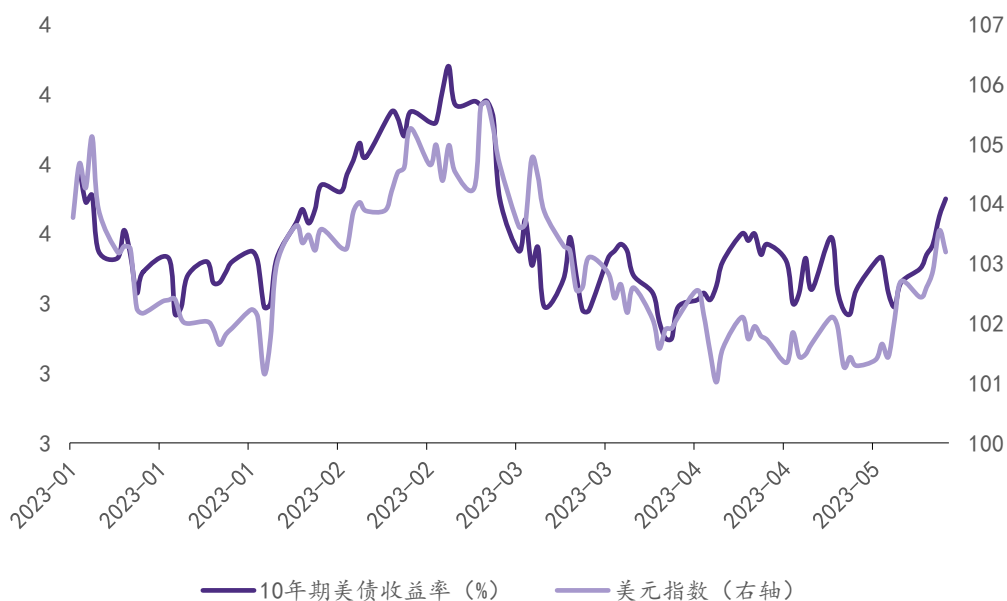
1.1、海外美元指数被动升值

海外来看，主要是近期美元指数异常坚挺，离不开两方面因素的推动：

第一是经济韧性的推动。美国非农数据和 PMI 都相应的出现了超预期表现，经济软着陆的可能性增加使得美债长端利率出现了上行，推动了美元指数升值。

第二则是危机恐慌所致。近期美债上限的临近以及两党初次谈判的不顺使得市场的避险情绪再起，同样推动了美元指数的短期上行，使得美元指数从 5 月初最低的 101 的位置上升至了 103 的高位。

图表 1：美元指数的走势和十年期美债较为同步



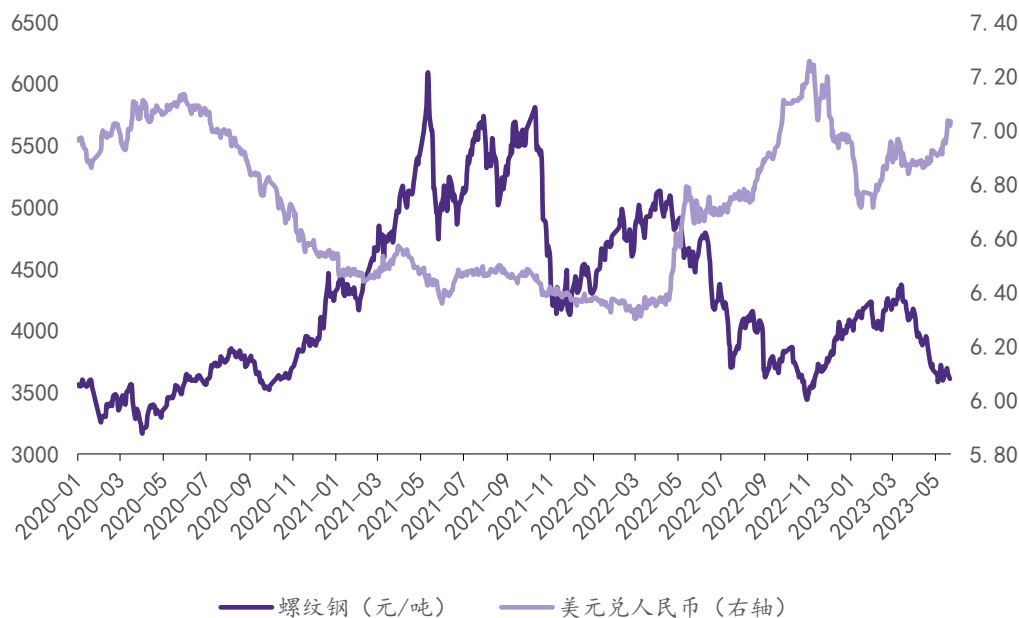
资料来源：Wind，华鑫证券研究

1.2、国内经济修复不及预期的拖累

国内来看，弱复苏下修复动能的不稳固使得经济数据出现了冲高回落的情况，弱现实与强预期的预期差使得市场对于中国经济修复的信心减弱，触发了人民币贬值。

结合具体数据来看，2023 年以来中国经济的修复进程并不平稳，PMI 和社融数据出现了冲高回落，CPI 和 PPI 保持在低位区间运行；经济三驾马车中的出口虽然短期在“一带一路国家”的支撑下仍有韧性，但是外需回落仍会切实的给出口带来压力；地产投资维持在低位的新常态，且维持了国企好于民企，二手好于新房，竣工好于开工的分化，因此对于全年的经济支撑较弱。除此之外，内需较弱仍是当前中国内生动能无法释放的关键，这一点可以从 CPI 的低速增长（市场一度担忧通缩的风险），和居民信贷中看出（4 月居民中长期贷款减少了 1156 亿元，短期贷款减少了 1255 亿元）。市场对于经济复苏的不确定性和担忧在低于预期的数据下不断强化，拖累人民币贬值破 7。

图表 2：螺纹钢代表的中国复苏情况和汇率走势反向而行



资料来源：Wind，华鑫证券研究

2、后续汇率怎么看？

后续人民币汇率持续贬值的风险和空间较小，下半年在中国经济持续修复和美国衰退逐步兑现的双重作用下，人民币有望重新进入到升值通道。

2.1、加息对美元的支撑不再

一方面，美联储后续持续加息的概率较小，货币紧缩对于汇率的支撑已经到了尾声。鲍威尔近期释放出了6月份暂停加息的信号，但是当前联储仍有鹰派官员支持7月和9月再度进行加息：布拉德预计2023年仍会再度加息两次才会完成本轮货币紧缩进程。对此我们认为也不必过于担心，首先布拉德一直是美联储官员中最鹰的官员，往往代表了联储货币政策的执行上限而不是实际执行标准。

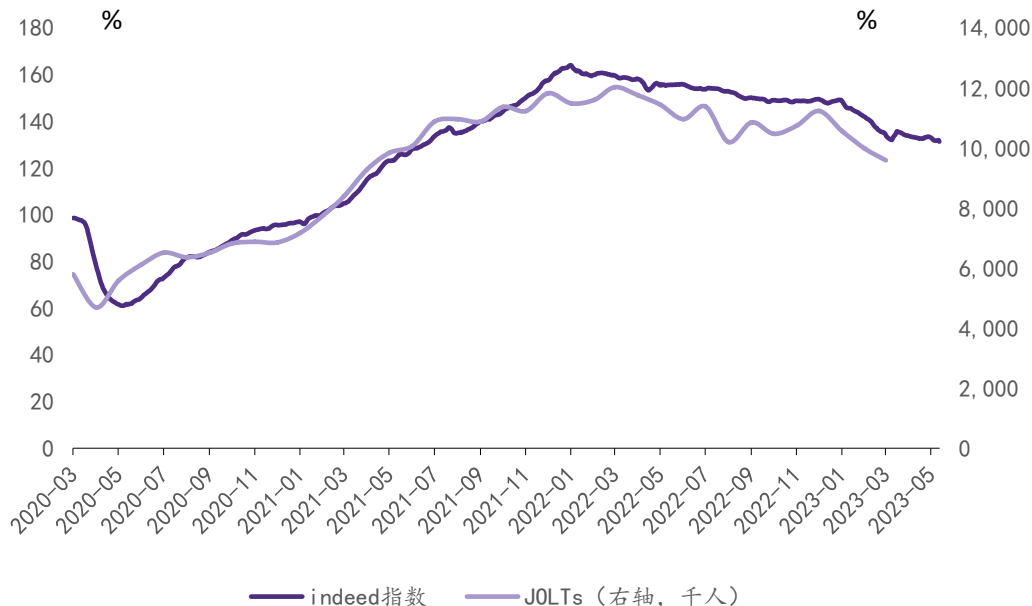
另一方面，从联储的执行思路来说，货币政策的时滞在近期的会议中被反复提及，美国经济不断走弱下，货币紧缩对于实体经济的效果逐渐显现，同样使得后续加息的必要性减少。近期美国的经济也确实出现了缓慢但持续走弱的现象。消费数据低于预期，消费贷占比和拖欠率回归疫情前水平也从侧面说明超储对于居民消费的支撑的减弱。劳动市场的紧张程度有也出现了持续的缓解，一方面非农新增就业尤其是季调数据的绝对值出现了持续的下行，从侧面来看，Indeed数据作为JOLTs数据的高频平替，同样显示出劳动市场的需求端进入到了下行通道中。从CPI的角度来说，当前CPI仍有服务通胀以及住宅通胀的支撑，但是当前住宅通胀和住宅价格的时滞反应也将得到兑现，将推动美国CPI快速的回落。因此综合来看，美国经济已进入缓慢的浅衰退进程，货币政策的时滞影响进一步凸显，使得进一步加息的概率降低，对美元的支撑减弱。

图表3：近期联储官员发声释放暂停加息信号

联储官员讲话鹰鸽齐放，周五鲍威尔释放暂停加息信号		
日期	官员	具体内容
2023/5/15	亚特兰大联储主席博斯蒂克	“控制通胀是首要任务。我们必须回到我们的目标。如果这会有一些代价，我们必须愿意承担。”
2023/5/15	明尼阿波利斯联储主席卡什卡里	重申通胀率太高，指出劳动力市场总体上仍然强劲，“我们不应该被几个月的良好数据所迷惑。”
2023/5/15	芝加哥联储主席古尔斯比	没有明确支持在6月暂停加息，表示官员们仍需几周时间来评估即将出炉的数据谨慎决定。
2023/5/15	里士满联储主席巴尔金	“如果通胀持续下去，或者（但愿不会）加速，我认为进一步加息没有障碍。”“我不认为有必要因为金融稳定风险而做出不同的决定。”
2023/5/16	克利夫兰联储主席梅斯特	“目前，基于我所掌握的数据，考虑到通胀的顽固程度，我认为我们还没有达到那个暂停加息的水平，另外，数据也表明美国利率还没有达到足够限制性的水平。”
2023/5/17	纽约联储主席威廉姆斯	表示美国经济仍面临高得不可接受的通胀的困扰，但已经开始走向正确的方向。美国经济正在恢复到正常模式中，预计在今年年内将继续增长。认为美国银行业系统健康且充满韧性。
2023/5/18	美联储理事杰斐逊	表示抗击通胀的进展可能正在放缓，表示现在就判断美联储政策行动的全面影响还为时过早。
2023/5/18	达拉斯联储主席洛根	“未来几周的数据仍可能表明，跳过下次会议是合适的。不过，截至今天，我们还没有达到这一点。”
2023/5/18	圣路易斯联储主席布拉德	表示美国通胀降温的速度还不够快，不足以让美联储按下暂停键。
2023/5/19	美联储主席鲍威尔	表示美国通胀远远高于2%目标，信贷环境的收紧可能意味着政策利率峰值下降。

资料来源：财联社，华鑫证券研究

图表 4： 劳动市场热度持续缓解



资料来源：FRED，华鑫证券研究

2.2、 避险情绪缓和和对美元支撑减弱

从危机的角度来说，不管是美债上限问题还是银行危机的余波都不足以再度激发市场的避险情绪从而推高美元指数，在我们的《美国风险面面观》专题报告中详细分析，美债上限更多是两党的政治博弈，并不会实质违约，银行风险也不会再出现第一共和银行一样的大银行风险，更多是10多亿美元的小银行相对有限的点对点爆破，对于市场的扰动也会逐步减弱，因此从避险情绪的角度来说，美元同样没有太多的上行空间。

2.3、 国内助力经济修复的政策依旧可期

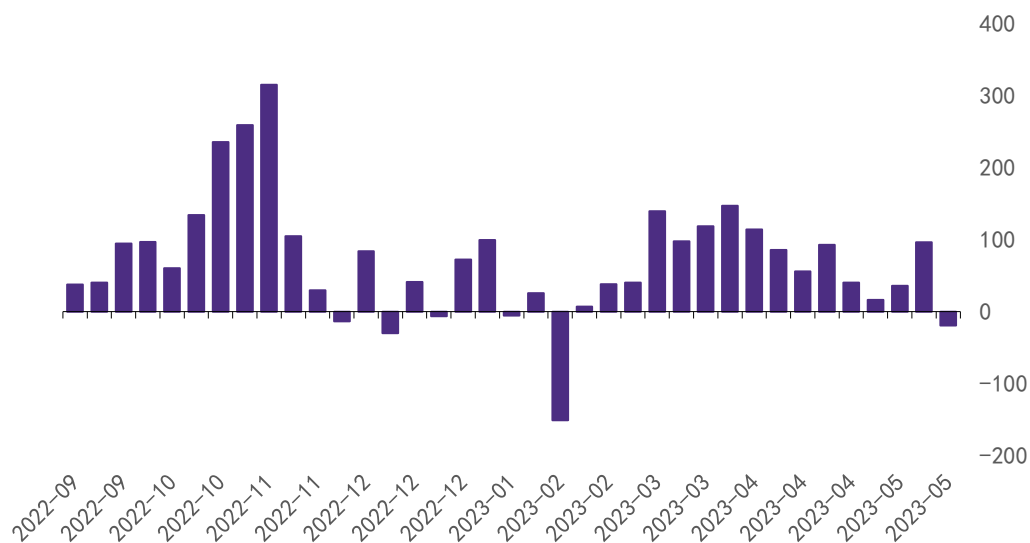
从中国经济的角度来说，中国经济本身仍处在弱复苏的进程当中，市场担心的衰退风险更多的是过去对于复苏进程过于乐观的预期差。中国经济的复苏进程反复本身需求较弱的原因以外，还有政策的出台相对克制的原因，从央行的货币政策执行报告中可以看出央行对于经济的修复一直偏向于乐观的态度，更多的去进行跨周期调节防止经济过热的准备，因此在2022年四季度的央行货币政策执行报告中提及了“警惕未来通胀反弹压力”，但是在2023年的一季度看到了经济修复不及预期之后，再度删除掉了相关的话语。央行态度转变后，预计相关的产业政策和扩内需政策将会陆续出台，带动经济修复，使得人民币再度进入到升值通道。

3、对 A 股影响几何？

当前影响：预期转弱，外资谨慎，存量博弈加剧。人民币汇率贬值更多是市场对中国经济预期转弱的信号，短期外资转为谨慎，增量资金缺失，导致行业和主题的存量博弈加剧，很难形成普涨的牛市行情。人民币短期的脉冲贬值仅仅是中国经济复苏不及预期的一个具体信号，从北上资金流入的趋缓中能看出来外资对于中国经济已经出现了一定的预期走弱的迹象，从 2022 年三季度以来，北上资金经历了两波大幅的流入，分别是疫情放开之后出现了一轮大幅的回补，其次是在 3 月份中国各项经济数据超预期（社融，PMI，出口）的支撑下，再度出现了一轮流入潮。当前中国经济数据弱于预期、第二轮疫情冲击担忧再起以及海外相关的科技制裁均会限制北上资金的进一步流入，使得股市的增量资金继续缺位，市场会更多是存量博弈，主题和行业间轮动加剧，很难带动市场的整体上行。

后续展望：国内经济修复基础尚不稳固，仍需政策发力，助推经济内生动能修复。打铁还需自身硬，当前国内经济仍需后续的扩内需政策和行业政策出台，切实带动经济的内生动能修复，进而使得海内外市场对于经济复苏的预期加强，这样才能吸引外资流入，人民币升值，从而形成合力带动股市的整体上行。

图表 5：北向资金分别在 2022 年疫情放开后以及 2023 年经济修复时出现大幅净流入(亿元)



资料来源：FRED，华鑫证券研究

4、风险提示

地缘政治风险再起，美联储货币政策超预期，中国政策效果不及预期

■ 宏观策略组介绍

杨芹芹：经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任 CCTV 新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

李刘魁：金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

周灏：金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

孙航：金融硕士，2022年5月入职华鑫研究所

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的12个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有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提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。