

这次人民币破7有何不同？

主要观点：

上周，美元兑人民币即期汇率在下述影响因素下，从周一开始快速上行，逼近 7.10：一、美元指数表现偏强，站上 104 上方。上周，两党继续围绕债务上限问题拉扯，在悬而未决的债务上限问题以及一些经济数据好于预期的背景下，美元指数获得一定动能。二、市场对国内经济复苏进程的预期依旧不足。

我们认为，当前市场对人民币汇率的定价存在一定程度的超贬。在美元指数表现相对强势的背景下，人民币汇率的确面临一定的贬值压力，但考虑到国内经济基本面方面的弱支撑，人民币汇率不至于如此之弱。因此，预计本周（5月29日-6月2日）美元兑人民币运行区间为 6.93-7.11，主要运行区间在 7 上方，但进一步走弱的空间有限。

风险提示：银行业危机超预期、全球疫情传播情况、各国货币政策转向进程、中国经济进一步恶化、地缘冲突持续超预期

南华研究院
金融衍生品研究中心-宏观外汇组
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

周骥：
投资咨询证号：Z0017101

请务必阅读正文之后的免责条款部分

目录

章节

第 1 章 一周行情回顾及展望	1
1.1 外汇市场行情回顾	1
1.2 行情展望及操作建议	2
1.2.1 行情展望	2
1.2.2 操作建议	2
1.3 风险提示	5
第 2 章 人民币市场观测	6
2.1 政策工具跟踪-逆周期因子	6
2.2 投资者预期及情绪跟踪	6
2.2.1 居民部门预期	6
2.2.2 企业部门预期	7
2.2.3 海外投资者预期	8
2.2.4 专业投资者预期	9
2.3 衍生品市场跟踪	10
2.3.1 香港人民币期货市场状况	10
2.3.2 新加坡人民币期货市场状况	10
第 3 章 重点关注数据及事件	12
3.1 上周重点事件回顾及解读	12
3.2 本周重点关注经济数据及事件	13
附录 国际相关行情	15
主要国家汇率行情	15
大类资产联动	16

资金面	17
中美利差.....	18
人民币指数.....	18
免责声明	19

第1章 一周行情回顾及展望

1.1 外汇市场行情回顾

上周（2023年5月22日-5月26日），CFETS、BIS以及SDR指数皆相较于前一周周五下跌；截至北京时间5月26日16:30，美元指数较前一周周五上涨，在岸人民币、离岸人民币、日元、欧元以及英镑均相对于美元贬值。

表 1.1.1：市场行情

名称	上上周 收盘价	上周收盘价 最高价	上周收盘价 最低价	上周五 收盘价	上周 涨跌幅
人民币汇率中间价	7.0356	7.0760	7.0157	7.0760	0.574%
USDCNY	7.0235	7.0686	7.0304	7.0547	0.444%
USDCNH	7.0544	7.0829	7.0424	7.0675	0.186%
美元兑日元	137.7102	140.5398	138.6531	140.5398	2.055%
欧元兑美元	1.0819	1.0806	1.0713	1.0713	-0.975%
英镑兑美元	1.2461	1.2424	1.2323	1.2339	-0.978%
美元指数	103.2044	104.2338	103.2408	104.2338	0.997%
CFETS 人民币汇率指数	98.82	—	—	98.78	-0.040%
人民币汇率指数 (参考 BIS 货币篮子)	103.26	—	—	103.13	-0.126%
人民币汇率指数 (参考 SDR 货币篮子)	94.85	—	—	94.61	-0.253%

数据来源：iFinD 南华研究

上周，美元兑人民币即期汇率在下述影响因素下，从周一开始快速上行，逼近 7.10：一、美元指数表现偏强，站上 104 上方。上周，两党继续围绕债务上限问题拉扯，在悬而未决的债务上限问题以及一些经济数据好于预期的背景下，美元指数获得一定动能。二、市场对国内经济复苏进程的预期依旧不足。

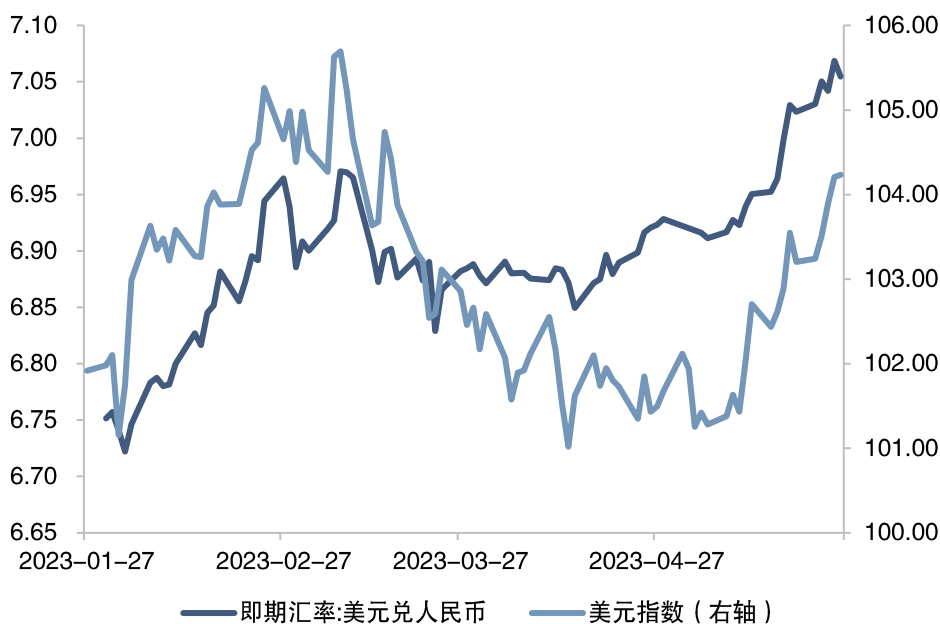
图 1.1.1: 2023 年 5 月 22 日-5 月 26 日美元指数与人民币汇率日内价格走势走势图



注：白线为 USDCNH，蓝线为 USDCNY，红线为美元指数（左轴）

数据来源：Bloomberg 南华研究

图 1.1.2: 美元指数与人民币汇率走势



数据来源：Wind 南华研究

1.2 行情展望及操作建议

1.2.1 行情展望

主要观点：我们认为，当前市场对人民币汇率的定价存在一定程度的超贬。在美元指数表现相对强势的背景下，人民币汇率的确面临一定的贬值压力，但考虑到国内经济基本面方面的弱支撑，人民币汇率不至于如此之弱。因此，预计本周（5月29日-6月2日）美元兑人民币运行区间为6.93-7.11，主要运行区间在7上方，但进一步走弱的空间有限。

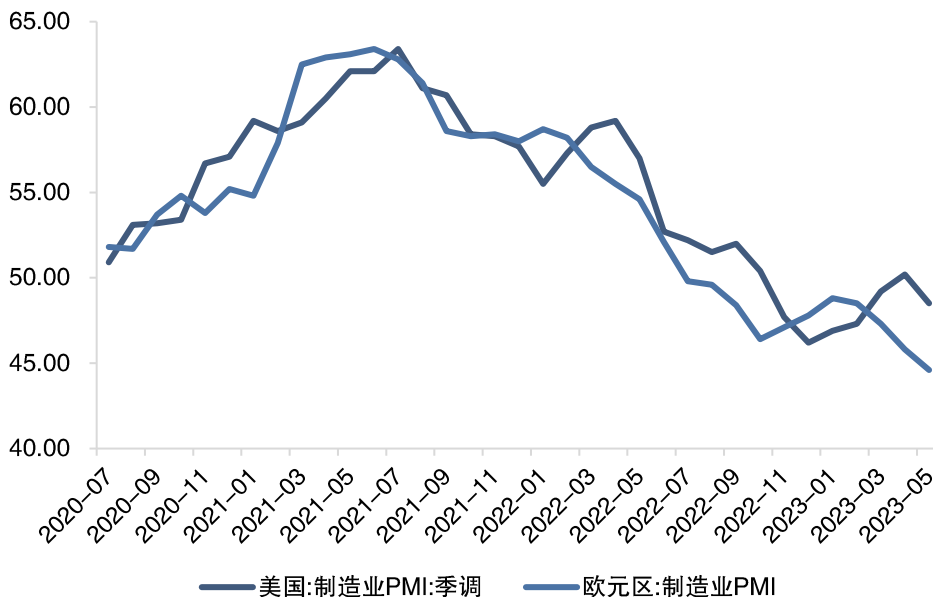
判断逻辑：当前人民币面临的贬值压力虽有美元指数表现强势的因素在，但归根结底仍在于市场对国内经济复苏的可持续性存在分歧，即市场对我国经济复苏的信心不足。虽然央行明确预期引导，表明“下一阶段，央行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场基本稳定，坚决抑制汇率大起大落”，但并没有进行实质性的措施，发声喊话仅能起到暂缓人民币贬值的效果，国内经济修复的斜率将是中短期内人民币汇率能否走强的关键因素。目前来看，市场情绪依旧悲观，短期较难被大幅提振。海外方面，对于美联储是否会在6月停止加息？从近期美联储官员的发声以及今日凌晨公布的会议纪要来看，形势依旧较为纠结。我们为何觉得纠结？在5月的会议声明中，声明内容删除了此前暗示未来还会加息的措辞。但从近期的美联储官员讲话内容来看，对6月暂停加息的态度可以说是模棱两可，但鹰派占多数。从会议纪要来看，同样显示出6月暂停加息的不确定性，整体基调处于观望状态。纠结之中，站在当下，虽然上周五PCE数据超预期上行，显示美国通胀有重新抬头的风险，市场对美联储加息预期再次抬升，但我们认为美联储在6月选择暂停加息的概率依旧不小，理由如下：1）当下美联储官员的鹰派表现更多是在“纠正”市场之前对美联储年内降息的过度遐想。通过对比5月11日和5月26日的市场利率预期，可以发现美联储的纠正效果显现，市场预期已从预计今年7月开始降息转为9月。2）从美国CPI同比数据来看，美国通胀已得到有效控制，虽然近几个月的数据显示通胀回落速度有所放缓，但除了通胀问题，美联储目前还面临着经济前景存在高度不确定性以及由于加息引发的风险事件（例如银行风险事件）的问题。3）在通胀数据不超预期升温的大概率背景下，我们认为，美联储大概率会兑现在5月会议声明中透露的信息。因此，需关注6月FOMC会议前公布的两组关键数据，6月2日的非农就业数据以及6月13日的美国CPI数据，是否会改变美联储的想法。从上周公布的美欧经济数据来看，欧元区经济的数据表现相对偏弱。综上，美元指数短期内仍将在高位盘旋。

图 1.2.1: 市场预期已从预计今年 7 月开始降息转为 9 月



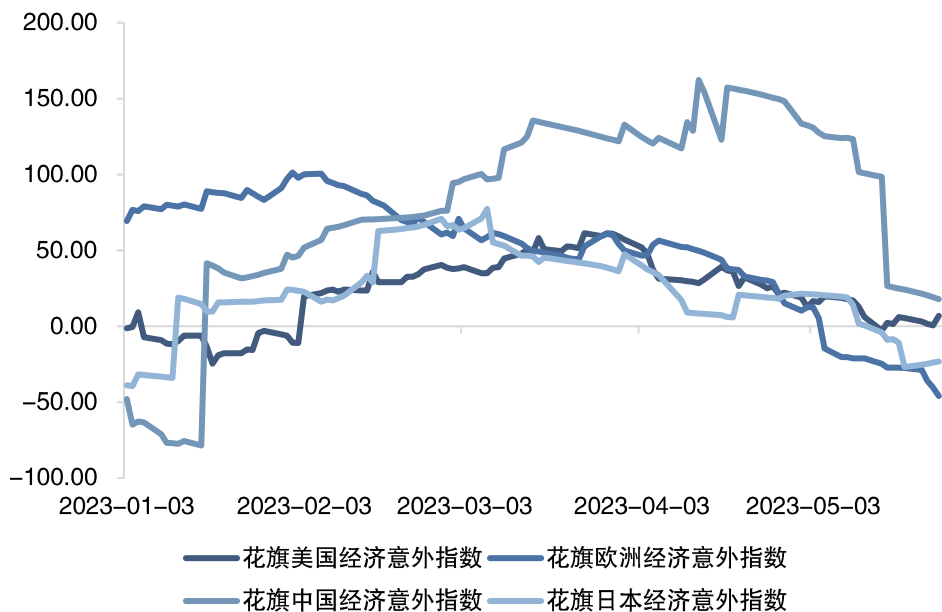
数据来源: Bloomberg 南华研究

图 1.2.2: 美欧制造业 PMI 对比



数据来源: Wind 南华研究

图 1.2.3: 美国、欧元区、日本以及中国花旗经济意外指数



数据来源: Wind 南华研究

1.3 操作建议

鉴于我们对人民币汇率的走势判断，建议有结汇需求的企业可选择7上方进行结汇。

1.4 风险提示

银行业危机超预期、全球疫情传播情况、各国货币政策转向进程、中国经济进一步恶化、地缘冲突持续超预期

第2章 人民币市场观测

2.1 政策工具跟踪-逆周期因子

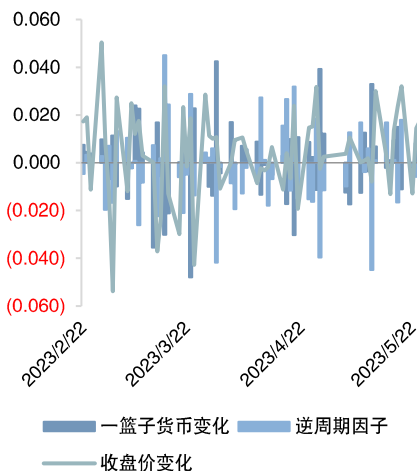
上周五（5月26日）人民币汇率中间价报7.0760，较前一周周五贬值404个基点，各因素对中间价报价的贡献为：

表 2.1.1：逆周期因子

	中间价变动	收盘价贡献	一篮子货币汇率贡献 ¹	逆周期因子贡献 ²
上周	404	194	223	-13
上上周	875	587	122	166

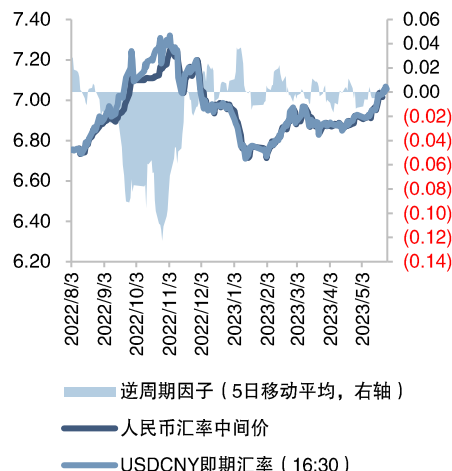
数据来源：Refinitiv Bloomberg 南华研究

图 2.2.1：人民币汇率中间价各组成因素拆解



数据来源：Refinitiv Bloomberg 南华研究

图 2.2.2：逆周期因子与人民币汇率走势图



数据来源：Refinitiv Bloomberg 南华研究

2.2 投资者预期及情绪跟踪

2.2.1 居民部门预期

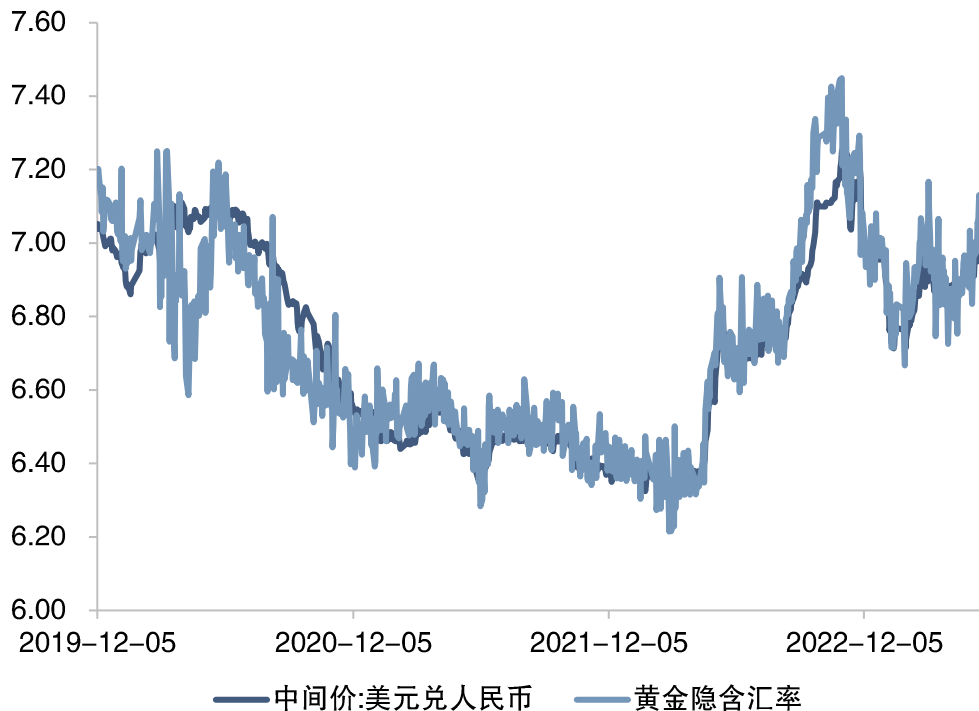
从黄金隐含汇率来看，显示当前居民部门层面对人民币汇率贬值预期小幅抬升。截至上周五（5月26日）价差³为442个基点，较前一周周五上行。

¹ “一篮子货币汇率贡献” 根据 Refinitiv 调整后数据计算

² “逆周期因子贡献” 根据 Refinitiv 调整后数据计算

³ 价差=黄金隐含汇率-人民币汇率中间价

图 2.2.3：人民币汇率与黄金隐含汇率走势图

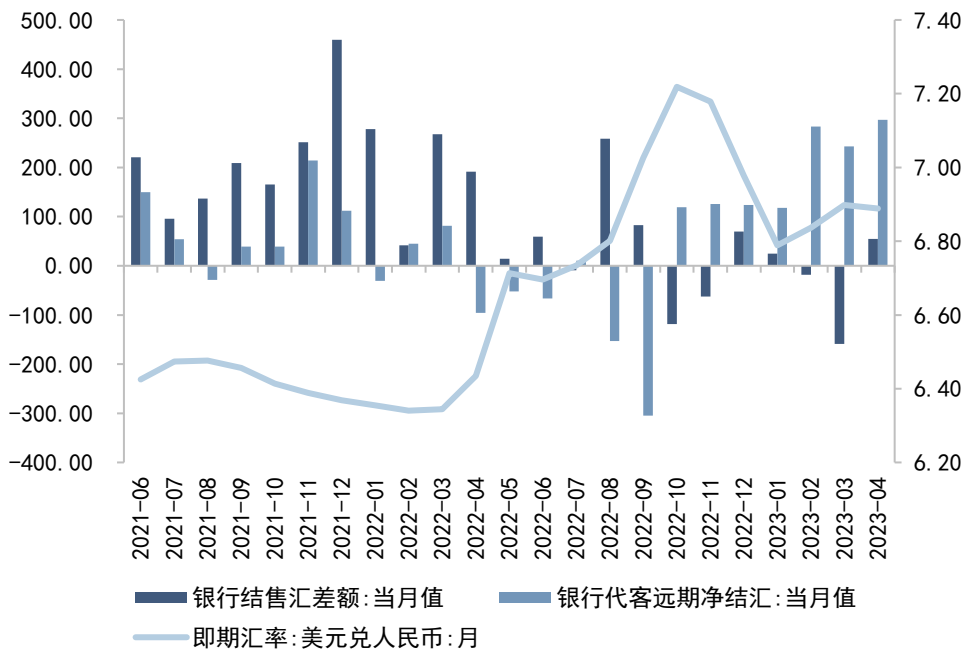
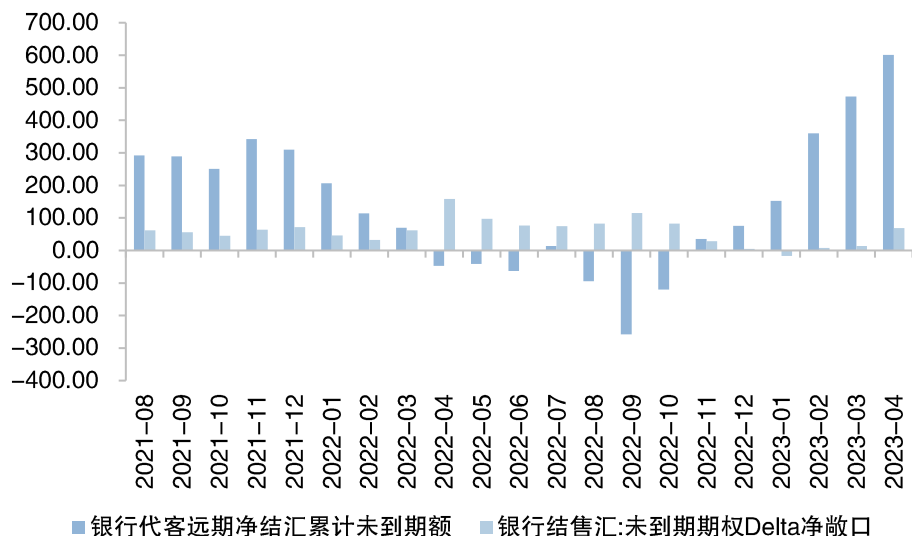


数据来源：iFinD 南华研究

2.2.2 企业部门预期

从银行结售汇方面的数据来看，4月结汇率为72%，较今年一季度月均值上升8%；售汇率为71%，较今年一季度月均值上升3%。4月银行结售汇顺差55亿美元，结束此前连续两个月逆差的局面。整体来看，市场对人民币汇率的升贬值预期较为均衡，市场仍看好中长期人民币汇率的走势。

图 2.2.4：银行结售汇（单位：亿美元）相关数据

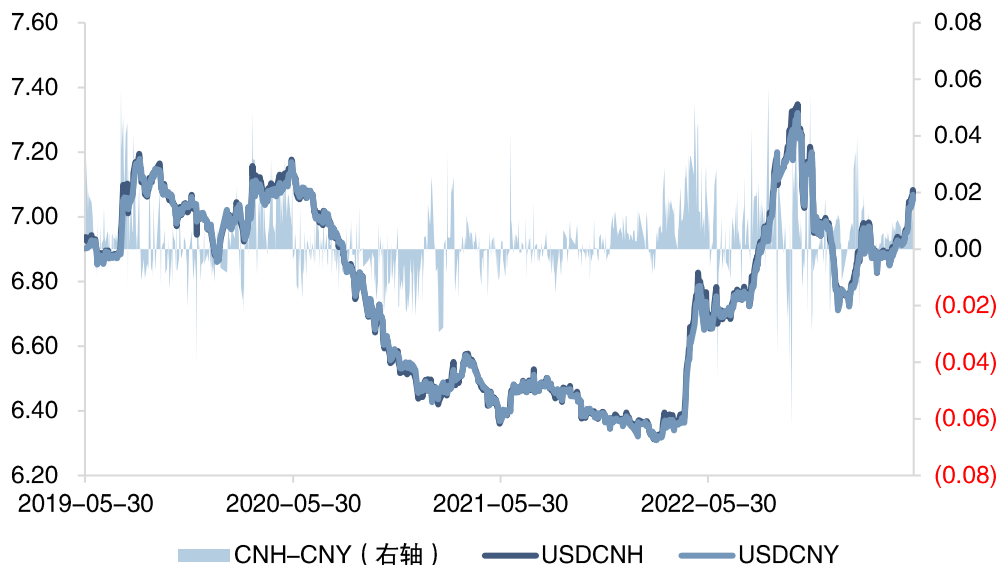


数据来源：iFinD 南华研究

2.2.3 海外投资者预期

从离岸与在岸人民币汇率价差来看，显示当前海外投资者对人民币汇率的贬值预期抬升。

2.2.5: 离岸与在岸人民币汇率价差

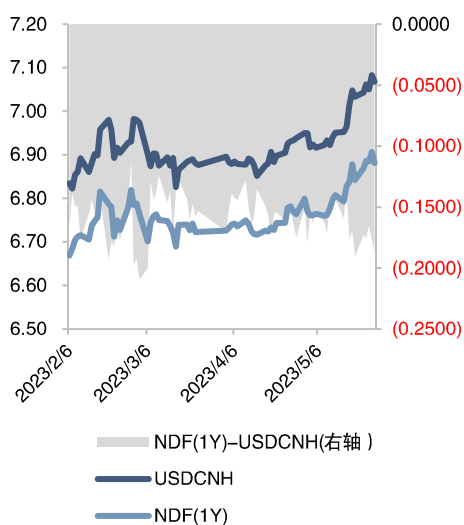


数据来源: iFinD 南华研究

2.2.4 专业投资者预期

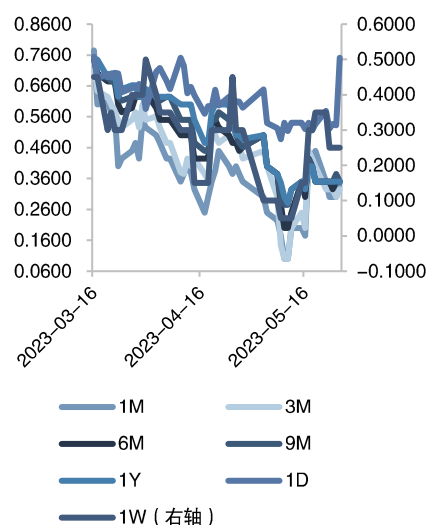
上周五（5月26日）离岸人民币一年期NDF收盘价为6.8808，相较于前一周周五贬值387个基点。USDCNY风险逆转期权指标（25Delta）方面，1天期限指标较前一个交易日上行，1周、1个月以及3个月指标下行，其余期限指标均持平，整体来看市场看贬人民币的情绪仍存。

图 2.2.6: NDF



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.2.7: USDCNY 风险逆转期权指标 (25Delta) (单位: %)



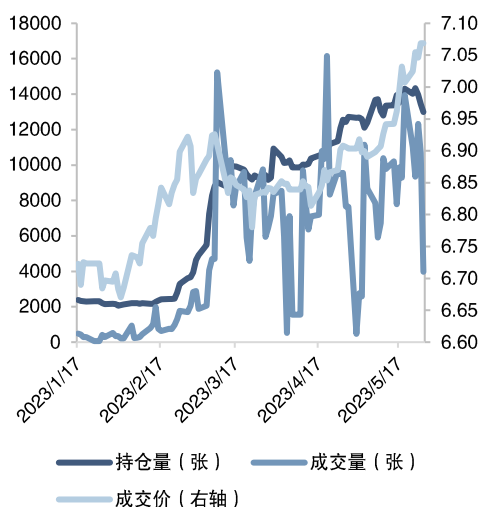
数据来源: Bloomberg 南华研究

2.3 衍生品市场跟踪

2.3.1 香港人民币期货市场状况

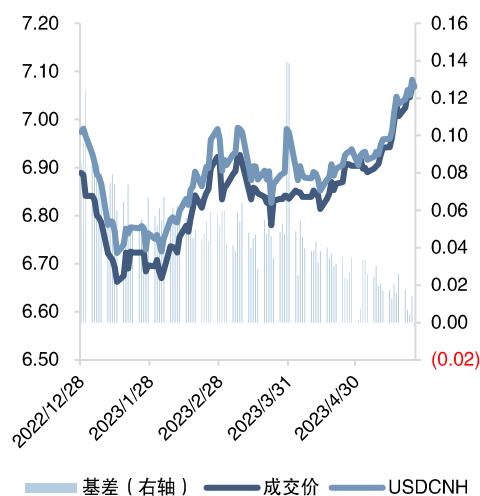
截至上周五（5月26日），港交所美元兑人民币期货活跃合约（2306）收于7.0688，较前一周周五上行618个基点，持仓量及成交量较前一周周五有所减少。基差方面，截至上周五，基差为-13个基点，较前一周周五有所缩小，下行272个基点。

图 2.3.1：港交所活跃合约收盘价、持仓量及成交量



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 2.3.2：港交所活跃合约基差走势

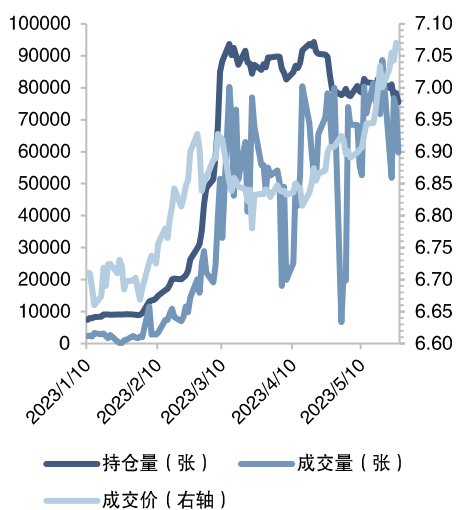


数据来源：Bloomberg 南华研究

2.3.2 新加坡人民币期货市场状况

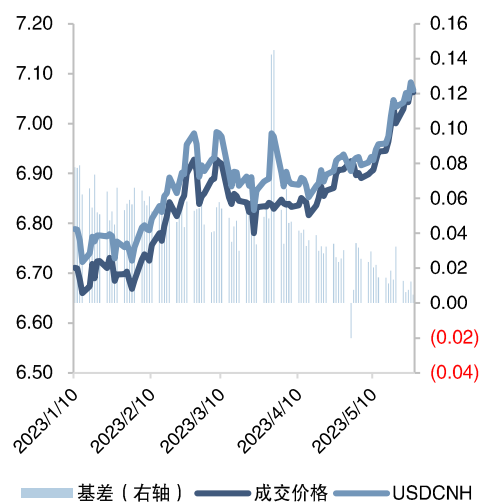
截至上周五（5月26日），新交所美元兑人民币期货活跃合约（2306）收于7.0626，较前一周周五上行62个基点，持仓量及成交量均较前一周周五有所减少。基差方面，截至上周五，基差为49个基点，较前一周周五有所缩小，减少274个基点。

图 2.3.3: 新交所活跃合约收盘价、持仓量及成交量



数据来源: Bloomberg 南华研究

图 2.3.4: 新交所活跃合约基差走势



数据来源: Bloomberg 南华研究

第3章 重点关注数据及事件

3.1 上周重点事件回顾及解读

表 3.1.1: 重点事件及市场解读

国家	事件	解读	
美国	1. 美联储鹰派官员布拉德预计, 为遏制通胀, 今年还需要加息两次。美联储戴利称, 暂无法判断 6 月政策行动, 需观察更多数据。美联储卡什卡利则表示, 对下个月暂停加息持开放态度, 但告诫不要过度解读为加息周期结束。	从会议纪要来看, 同样显示出 6 月暂停加息的不确定性, 整体基调处于观望状态。纠结之中, 站在当下, 我们认为美联储在 6 月选择暂停加息的概率依旧不小。	
	2. 美国 5 月 Markit 制造业 PMI 初值为 48.5, 不及预期值 50, 创三个月新低, 重回 50 荣枯线下方。PMI 初值升至 55.1, 高于预期值 52.5, 创 13 个月新高。综合 PMI 初值 54.5, 创 13 个月新高, 预期 53。		
	3. 美国 5 月新屋年化销量增长 4.1%至 68.3 万套, 连续第二个月意外增长, 好于预期值 66.5 万, 前值由 68.3 万下修至 65.6 万。		美国第一季度经济增速向上修订, 主要反映私人库存投资的上调, 但同期核心 PCE 物价指数涨幅也意外上调, 通胀粘性依旧存在
	4. 美联储会议纪要显示, 美联储官员一致认为通胀过高且下降速度慢于预期, 但对 6 月是否暂停加息存在意见分歧, 强调行动取决于数据, 且不太可能降息。纪要表示, 美联储官员认为, 必须及时提高债务上限, 否则可能会对金融体系造成严重破坏, 并导致金融环境收紧, 从而削弱经济增长。		
欧元区	1. 欧洲央行管委维勒鲁瓦称, 预计利率将不晚于 9 月份触及峰值, 欧洲央行可能在未来三次会议上加息或暂停加息, 政策仍将取决于经济数据。	——	
	2. 欧元区 5 月消费者信心指数初值 -17.4, 预期-17, 前值-17.5。		
	3. 欧元区 5 月制造业 PMI 为 44.6, 不及预期的 46, 创 36 个月新低, 前值为 45.8。服务业 PMI 初值为 55.9, 高于预期值 55.5, 但低于前值 56.2。综合 PMI 初值为 53.3, 创三个月新低。德国 5 月制造业 PMI 初值为 42.9, 创 3 年新低; 法国 5 月制造业 PMI 46.1, 小幅超预期。		
	4. 美国第一季度实际 GDP 增长率上修至 1.3%, 较初值上调 0.2 个百分点。一季度核心 PCE 物价指数年化环比上修至 5%, 较初值上调 0.1 个百分点。美国至 5 月 20 日当周初请失业金人数新增 22.9 万人, 低于预期的 24.5 万人, 前一周数字下修 1.7 万人至 22.5 万人。		

表 3.1.1: 重点事件及市场解读

国家	事件	解读
中国	1. 5 月中上旬全国 50 个重点城市新建商品住宅成交面积较 4 月同期下降 13%。	——
英国	1. 英国 5 月制造业 PMI 初值 55.1, 预期 48, 4 月终值 47.8; 服务业 PMI 初值 55.1, 预期 55.5, 4 月终值 55.9; 综合 PMI 初值 53.9, 预期 54.6, 4 月终值 54.9。	——
日本	1. 日本 5 月制造业 PMI 初值为 50.8, 自 2022 年 10 月以来首次突破 50 的荣枯线, 前值为 49.5。PMI 初值为 56.3, 前值为 55.4。综合 PMI 初值从 52.9 升至 54.9。	得益于疫后旅游业的重启, 日本经济景气度有所回升
其他	1. 以色列央行加息 25 个基点至 4.75%, 利率水平达到 2006 年以来最高。这也是以色列央行连续第 10 次加息。 2. 韩国 5 月前 20 天出口同比下降, 出口已经连续下滑 7 个多月, 贸易收支也连续 14 个月以上呈现逆差, 今年以来的累计贸易逆差即将超过 300 亿美元。 3. IMF 不再预计英国经济今年会衰退, 但同时警告称除非利率在高位维持更长时间, 否则英国可能陷入持续通胀。IMF 预计, 今年英国 GDP 将增长 0.4%, 较此前预期上调 0.7 个百分点。 4. 新西兰联储如期加息 25 个基点至 5.5%, 为 2008 年 10 月以来最高水平。	——

资料来源: Wind 南华研究

3.2 本周重点关注经济数据及事件

表 3.2.1: 一周 (2023.05.31-06.02) 经济数据前瞻

日期	时间	经济数据/事件	国家/地区	前值	预期
5 月 31 日	1:00	美联储巴尔金发表讲话	美国	-	-
		中国官方非制造业 PMI	中国	56.4	-
	09:30	中国官方制造业 PMI	中国	49.2	51.4
		中国官方综合 PMI	中国	54.4	-
	16:30	欧洲央行维斯科发表讲话	欧元区	-	-
	20:00	德国 CPI 环比(%)	德国	0.4	0.6
	20:50	美联储柯林斯、鲍曼发表讲话	美国	-	-
	21:00	欧洲央行霍尔兹曼发表讲话	欧元区	-	-

表 3.2.1: 一周 (2023.05.31-06.02) 经济数据前瞻

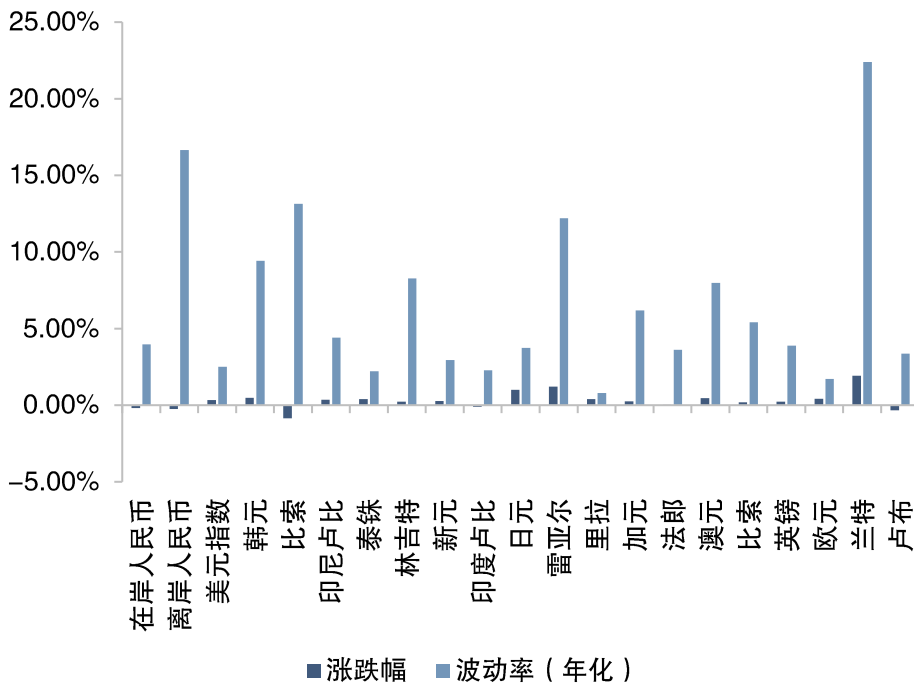
日期	时间	经济数据/事件	国家/地区	前值	预期	
6 月 1 日	21:15	英国央行曼恩发表讲话	英国	-	-	
	21:45	美国芝加哥 PMI	美国	48.6	-	
	22:00	美国 JOLTs 职位空缺	美国	9.590M	9.775M	
	0:20	美联储柯林斯发表讲话	美国	-	-	
	0:30	美联储哈克发表讲话	美国	-	-	
	09:45	中国财新制造业 PMI	中国	49.5	50.3	
	15:55	德国制造业 PMI 环比(%)	德国	42.9	-	
	16:00	欧元区 Markit 制造业 PMI	欧元区	44.6	-	
	16:30	英国 Markit 制造业 PMI	英国	46.9	-	
	17:00	欧元区 CPI 同比(%)	欧元区	7.0	7.0	
		欧元区失业率	欧元区	6.5	-	
	21:45	美国 Markit 制造业 PMI	美国	48.5	-	
		美国 ISM 制造业 PMI	美国	47.1	47.0	
	22:00	美国 ISM 制造业就业指数	美国	50.2	-	
		美国 ISM 制造业物价支付指数	美国	53.2	-	
	6 月 2 日	1:00	美联储哈克发表讲话	美国	-	-
			美国季调后非农就业人口变动	美国	253K	180K
美国劳动参与率(%)			美国	62.6	-	
20:30		美国平均每小时工资环比(%)	美国	0.5	0.4	
		美国平均每小时工资同比(%)	美国	4.4	-	
		美国失业率(%)	美国	3.4	3.5	
		美国私营企业非农就业人数变动	美国	230K	160K	

数据来源: Bloomberg iFinD 南华研究

附录 国际相关行情

主要国家汇率行情

图 1：上周主要国家汇率涨跌幅（周度）和波动率（年化）

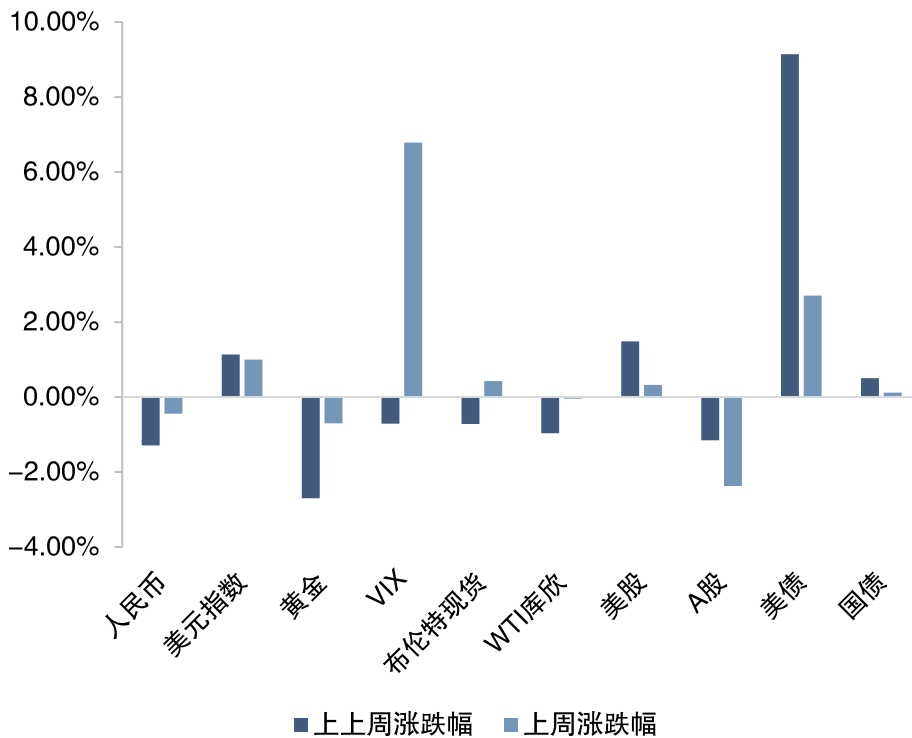


数据来源：iFinD 南华研究

注：除美元指数外，此处所有货币均采用非美货币兑美元的标价形式，正值代表非美货币升值，负值代表非美货币贬值

大类资产联动

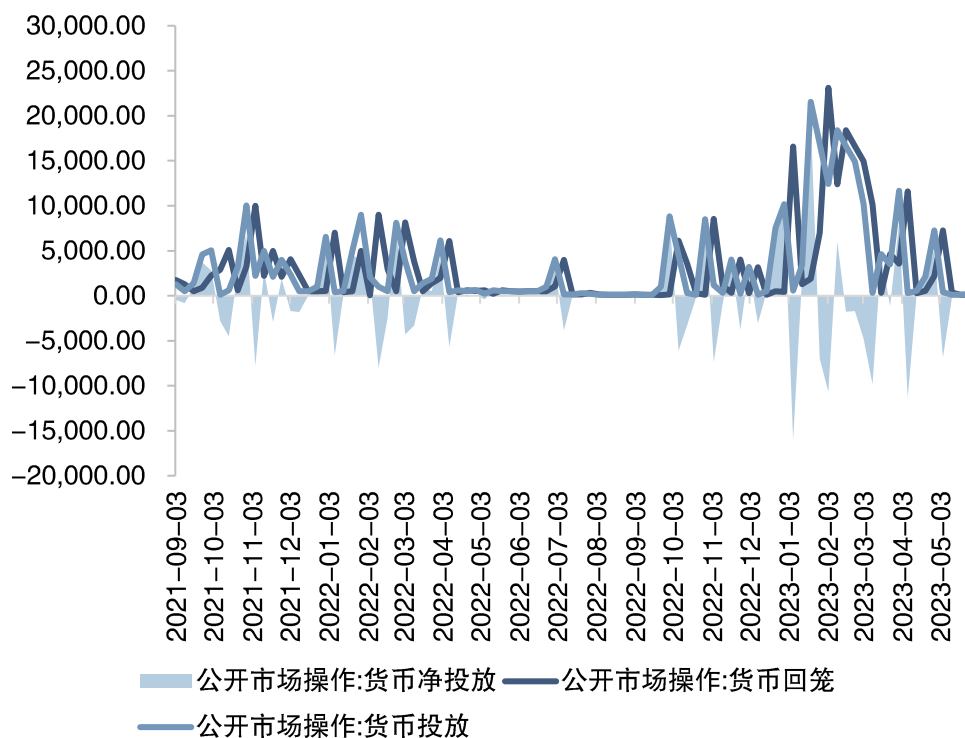
图 2：上周大类资产涨跌幅对比（%）



数据来源：iFinD 南华研究

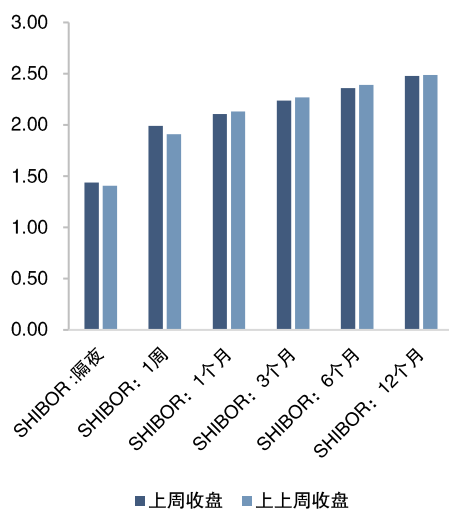
资金面

图 3：央行每周公开市场操作（单位：亿元）



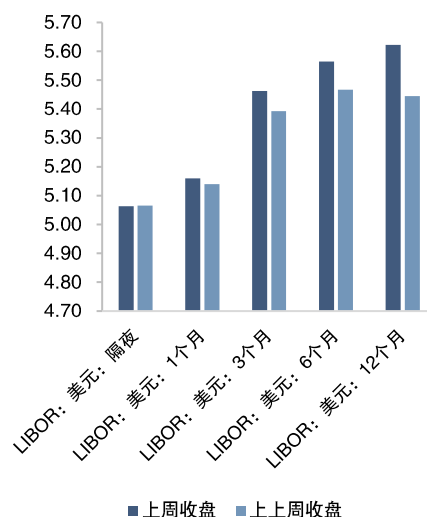
数据来源：iFinD 南华研究

图 4：Shibor 报价（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

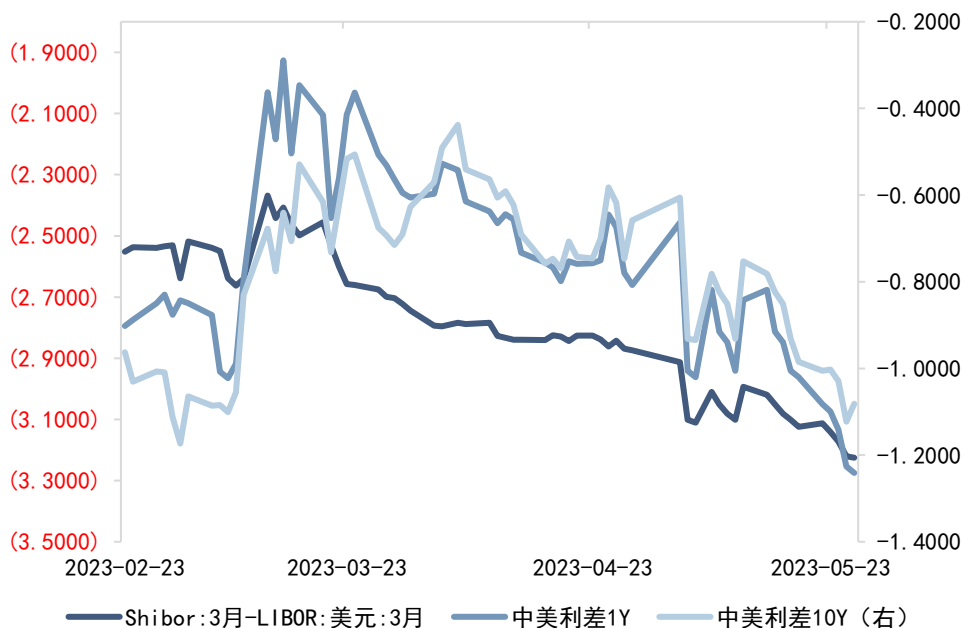
图 5：Libor 报价（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

中美利差

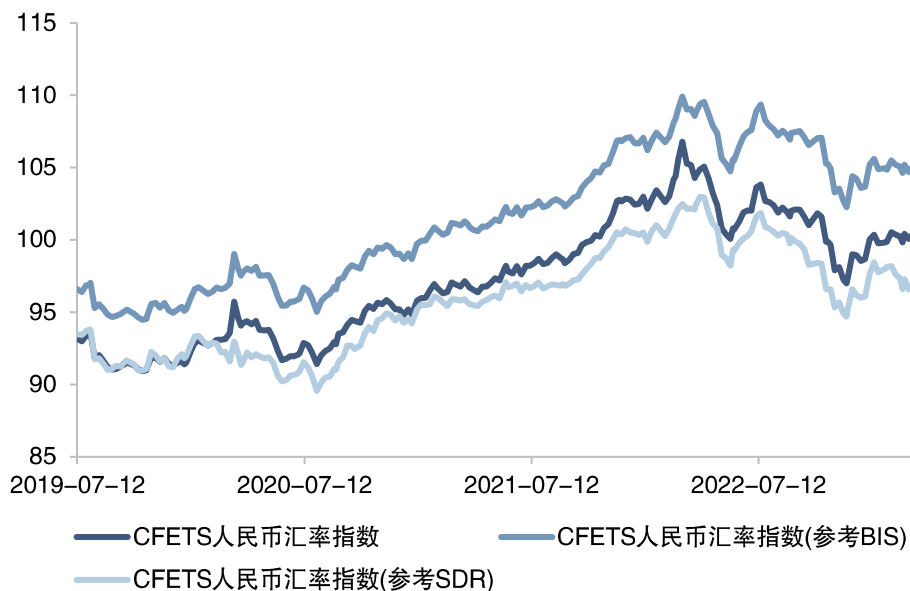
图 6：中美利差（单位：%）



数据来源：iFinD 南华研究

人民币指数

图 7：三大人民币指数



数据来源：iFinD 南华研究

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。

公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路136号横店大厦
邮编：310008
全国统一客服热线：400 8888 910
网址：www.nanhua.net
股票简称：南华期货
股票代码：603093



南华期货营业网点

