

汇率结束贬值，需要什么条件？ ——宏观交流与思考第2期

■ 证券研究报告

分析师 陈兴

SAC 证书编号: S0160523030002
chenxing@ctsec.com

相关报告

1. 《【财通宏观陈兴团队】政策密集出台——实体经济图谱 2023 年第 16 期》
2023-06-18
2. 《【财通宏观 陈兴团队】经济修复仍缓，降息只是起点——5 月经济数据解读》
2023-06-15
3. 《【财通宏观 陈兴团队】真的还会再加息么？——6 月美联储议息会议解读》
2023-06-15

核心观点

- ❖ **贬值幅度“超调”，远超美元升势。**假期期间离岸人民币汇率突破了 7.2。美元走势毫无疑问是对人民币汇率最关键的影响因素。去年和今年美元指数区间均值高达 103，本就带来贬值压力。不过，这轮人民币汇率的变化和美元之间略有脱节，离岸人民币汇率贬值幅度远超美元上涨对应的被动贬值。从全球主要货币汇率来看，我国并不算最为突出。土耳其里拉、俄罗斯卢布、马来西亚林吉特和日元贬值幅度均超我国。
- ❖ **货币宽松程度，才是贬值主因。**将人民币汇率的“超调”简单归结为经济增长态势的疲弱，似乎显得过于浅尝辄止。尽管我国经济景气程度相对于美国有所下滑，但事实上，日本、俄罗斯等国相较美国而言，并没有呈现出很强的经济景气度走弱迹象。此外，考虑到我国较低的物价增速，通胀的相对变化也似乎并不能解释汇率的调整。我们发现，本轮全球汇率变化，归根结底，还是取决于各个经济体货币政策的宽松程度。汇率贬值幅度较高的经济体均保持了较为宽松的货币政策取向，如日本、俄罗斯和马来西亚在全球仍在普遍加息的背景下，今年年内政策利率均未跟随调整，而我国更是刚刚宣布降息 10BP。套利资金对人民币汇率贬值幅度扩大，或许发挥了作用，但难产生决定影响。
- ❖ **降息不该结束，汇率不是制约。**我们认为，汇率变化是政策取向的结果，至少在当前不应该成为货币政策进一步宽松的约束。虽然当前名义利率水平看似很低，但实际利率所反映的真实借贷成本处于高位，实际利率加速攀升或者高位筑顶时期，往往也是央行选择降息的时间窗口，而且通常是连续降息并非单次降息。因而，我们有理由相信，年内或仍会看到降息的再次落地。
- ❖ **汇率转向升值，需要什么条件？**我国宽松的货币政策取向短期难以调整，后续人民币汇率的变化将取决于两方面因素：一是美元走势，二是我国央行对于汇率继续贬值的态度。由于俄乌冲突近期出现显著变化，全球市场避险情绪升温，短期美元或仍维持强势震荡格局。但我们认为，美国本轮加息周期毕竟已经处于“强弩之末”。一方面，经济增长放缓乃至衰退的迹象已经初步显现。另一方面，银行危机所触发的金融稳定风险使得美联储不得不重新审视其货币政策。或许也正是出于对美国货币政策紧缩周期行将结束的判断，本轮人民币汇率贬值事实上央行政策反应不大。一方面，这说明了央行或许对人民币汇率的前景依然看好，在美联储加息周期行将结束，我国经济增长或将触底反弹的背景下，人民币汇率中长期来看易升难贬；另一方面，这也意味着我国央行的政策空间较足，一旦汇率变动超出预估，仍有充分的工具予以应对。因而，如果美元走势逆转或央行政策出手，或是触发人民币汇率转入升值的拐点。
- ❖ **风险提示：**政策变动，经济恢复不及预期

图表目录

图 1. USDCNH 与美元指数走势.....	3
图 2. 5 月以来主要货币相对于美元贬值幅度 (%)	4
图 3. 各国制造业 PMI 与美国之差 (%)	4
图 4. 主要经济体政策利率变动情况 (%)	5
图 5. 实际利率水平与央行降息时点 (%)	6
图 6. 黄金价格与美元指数.....	6
图 7. 美国银行业在证券投资上的未实现损益.....	7
图 8. 离岸人民币汇率水平与外汇存款准备金率调整.....	8

离岸汇率突破 7.2。假期期间人民币汇率出现大幅波动，离岸人民币汇率水平突破了 7.2，距去年底我国疫情政策约束放松前后所形成的高位也仅一步之遥。自 4 月底 5 月初以来，人民币汇率持续走贬，那么，本轮汇率贬值的原因何在？又会不会构成对我国货币政策宽松取向的制约呢？

美元居高不下，贬值压力持续。对于人民币汇率来说，美元走势毫无疑问是最关键的影响因素。需要注意的是，自 2015 年 8.11 汇改以来，美元指数从未持续落在 100 以上的区间，而去年和今年这两年，美元指数的区间均值就高达 103，这本身就给人民币汇率带来很大的贬值压力。

贬值幅度“超调”，远超美元升势。不过，这轮人民币汇率的变化和美元之间略有脱节，5 月以来美元指数先升后降，经历了一轮“过山车”，6 月末较 5 月初水平仅上涨不到 0.8%，但与此同时，离岸人民币汇率贬值幅度却接近 3.7%，远远超过美元上涨所应带来的被动贬值幅度。去年底人民币汇率在 7.2 左右时的美元指数高达 106-107，而当前美元指数“只有” 102-103 左右。

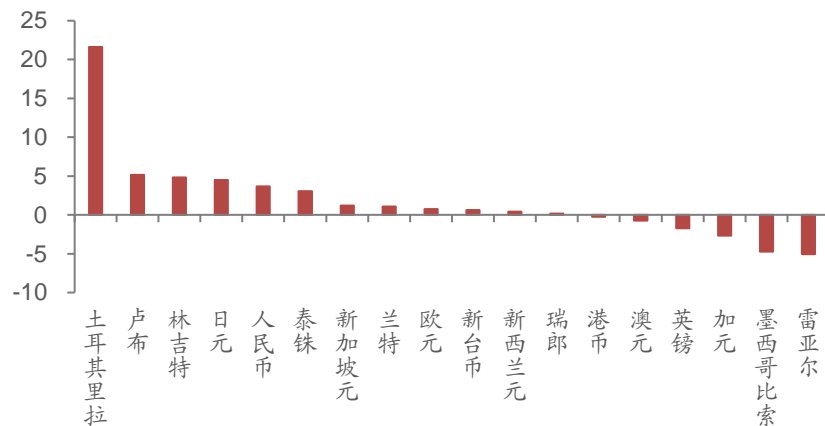
图1.USDCNH 与美元指数走势



数据来源：WIND，财通证券研究所

很多货币贬值，幅度还超我国。本轮人民币汇率贬值幅度相对于美元走势虽然有所“超调”，但从全球主要货币兑美元的汇率表现来看，也并不算最为突出。自今年 5 月以来，土耳其里拉兑美元贬值幅度超过 20%，在全球主要货币中“一骑绝尘”，俄罗斯卢布、马来西亚林吉特和日元贬值幅度也均在 4% 以上，都要超过人民币汇率的贬值程度。

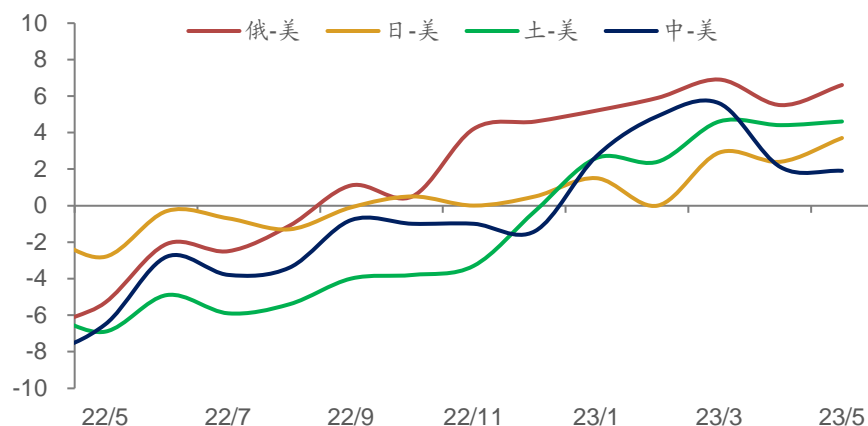
图2.5月以来主要货币相对于美元贬值幅度(%)



数据来源: WIND, 财通证券研究所, 负值为升值

增长结合物价, 难以解释超调。如果将人民币汇率的“超调”简单归结为经济增长态势的疲弱, 似乎显得过于浅尝辄止。尽管我国与美国制造业 PMI 之差的确从今年 3 月以来开始见顶回落, 反映出经济景气程度相对于美国有所下滑, 但事实上, 日本、俄罗斯等国相较美国而言, 制造业 PMI 均表现出显著上升, 并没有呈现出很强的经济景气度走弱迹象, 而这些国家的汇率相较于人民币对美元的贬值幅度更大, 仅用经济增长的差异并不能够完全解释汇率的“超调”。此外, 考虑到我国较低的物价增速, 通胀的相对变化也似乎并不能解释汇率的调整。

图3.各国制造业 PMI 与美国之差 (%)



数据来源: WIND, 财通证券研究所

货币宽松程度, 或许才是主因。我们发现, 本轮全球汇率变化, 归根结底, 还是取决于各个经济体货币政策的宽松程度。如贬值幅度最高的土耳其, 虽然刚刚宣布“暴力”加息 650BP, 但这毕竟是其两年多时间以来的首次加息, 早在美国加息之前, 土耳其就开启了持续降息的进程, 自 21 年 9 月开始至今年 2 月为止, 顶着美国加息的压力, 将政策利率由 19% 一路降至 8.5%。日本、俄罗斯和马来西亚

在全球仍在普遍加息的背景下，今年年内政策利率均未跟随调整，而我国更是刚刚宣布降息 10BP，因而这些经济体汇率相对美元出现较大程度的贬值。

套利资金虽有，并不决定趋势。套利资金对人民币汇率贬值幅度的扩大，可能在一定程度上发挥了作用，但决定贬值趋势的仍是货币政策取向上的差异。如阿根廷等和我国有双边本币互换协议的部分国家，其货币互换规模并不算大。即便考虑到贸易往来所形成的人民币外流，这部分资金在外汇交易市场上也很难形成决定性影响。比如 2022 年全年我国对俄罗斯贸易逆差接近 400 亿美元，这已经创下近年来的新高，但也只有去年我国外汇市场月平均即期交易额的不到 4%。

图4.主要经济体政策利率变动情况 (%)

经济体 (%)	当前利率	23/6	23/5	23/4	23/3	23/2	23/1
美国	5.25		0.25		0.25	0.25	
中国	3.65	-0.10					
欧元区	3.75	0.25	0.25		0.50	0.50	
日本	-0.10						
英国	5.00	0.50	0.25		0.25	0.50	
加拿大	4.75	0.25					0.25
俄罗斯	7.50						
澳大利亚	4.10	0.25			0.25	0.25	
巴西	13.75						
墨西哥	11.25				0.25	0.50	
瑞士	1.75	0.25			0.50		
土耳其	15.00	6.50				-0.50	
泰国	2.00		0.25		0.25		0.25
以色列	4.75		0.25	0.25		0.50	0.50
丹麦	2.85		0.15		0.50	0.35	
菲律宾	6.25			0.25		0.50	
阿根廷	97.00			3.00	3.00		
马来西亚	2.75						
中国香港	5.50		0.25		0.25	0.25	
埃及	18.25			2.00			
阿联酋	5.15		0.25		0.25	0.25	
哥伦比亚	13.25			0.25	0.25		0.75
南非	8.25		0.50		0.50		0.25
巴基斯坦	21.00			1.00	3.00		1.00
新西兰	5.50		0.25	0.50			

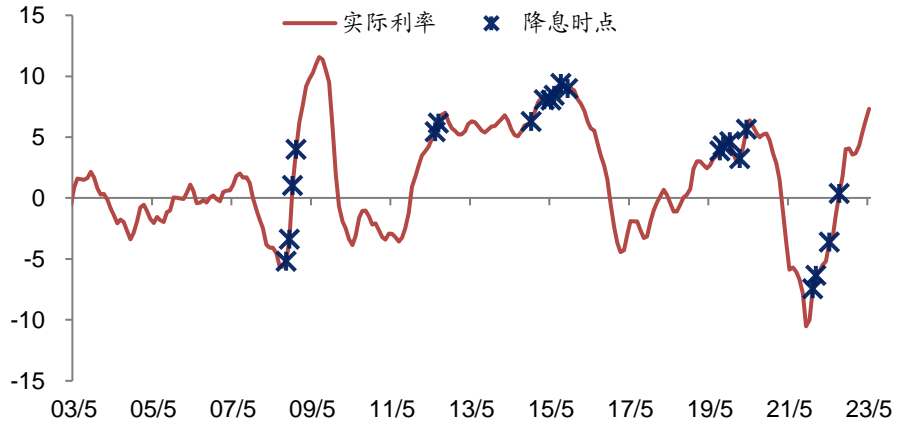
数据来源：WIND，财通证券研究所

降息不该结束，汇率不是制约。部分观点据此认为，考虑到当前中美利差的倒挂程度，以及人民币汇率的贬值压力，似乎并不应该进一步压降我国政策利率水平。我们认为，这种看法实属本末倒置，汇率变化是政策取向的结果，至少在当前不应该成为货币政策进一步宽松的约束。降息本身就隐含着对经济增长疲弱态势的呵护意图，而此时汇率自然有较大的贬值压力。像 2015 年即便承受外汇储备一年消耗 15% 的损失，央行仍坚持开启降息周期来稳定国内经济增长。

实际利率很高，降息周期开启。虽然当前名义利率水平看似很低，但实际利率所反映的真实借贷成本处于高位，这在很大程度上制约了企业的投资意愿和居民的借贷行为。历史经验表明，实际利率加速攀升或者高位筑顶时期，往往也是央行

选择降息的时间窗口，而且通常是连续降息并非单次降息。因而，我们有理由相信，年内或仍会看到降息的再次落地。

图5.实际利率水平与央行降息时点(%)



数据来源：WIND，财通证券研究所

汇率转向升值，需要什么条件？既然我国宽松的货币政策取向短期难以调整，那么，后续人民币汇率的变化将主要取决于两方面因素：一是美元走势，二是我国央行对于汇率继续贬值的态度，如果两者发生转向，则人民币汇率有望稳定乃至重拾升势。

避险情绪升温，美元还在高位。回顾去年2月底俄乌冲突刚刚爆发时期，在市场避险情绪发酵的情况下，美元和黄金曾出现同步上涨。而由于俄乌冲突局面近期出现显著变化，全球市场避险情绪同样有所升温，短期美元或仍维持强势震荡格局，这无疑给人民币汇率带来较大压力。

图6.黄金价格与美元指数

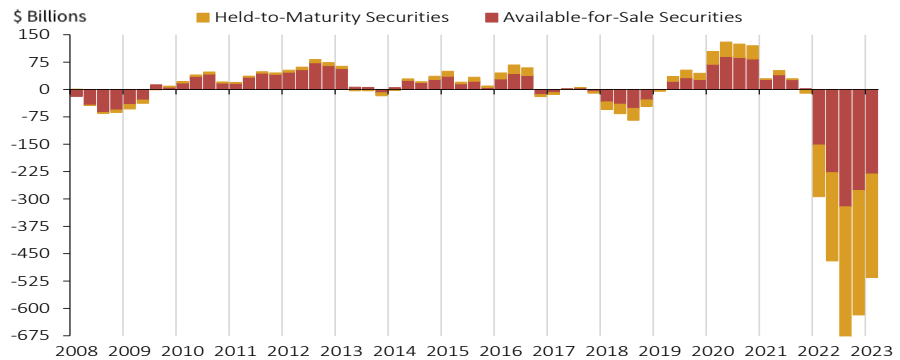


数据来源：WIND，财通证券研究所

加息强弩之末，金融风险未除。但我们认为，美国本轮加息周期毕竟已经处于“强弩之末”。一方面，经济增长放缓乃至衰退的迹象已经初步显现，5月美国制造

业 PMI 显著走弱至 46.9%，且自去年 11 月以来，已经连续半年多处于收缩区间。另一方面，银行危机所触发的金融稳定风险使得美联储不得不重新审视其货币政策，持续加息导致的资金成本高企，使得银行等金融机构面临较大程度的“浮亏”，如果利率水平居高不下，“浮亏”所蕴含的危机风险恐怕迟迟难以消除。

图7.美国银行业在证券投资上的未实现损益

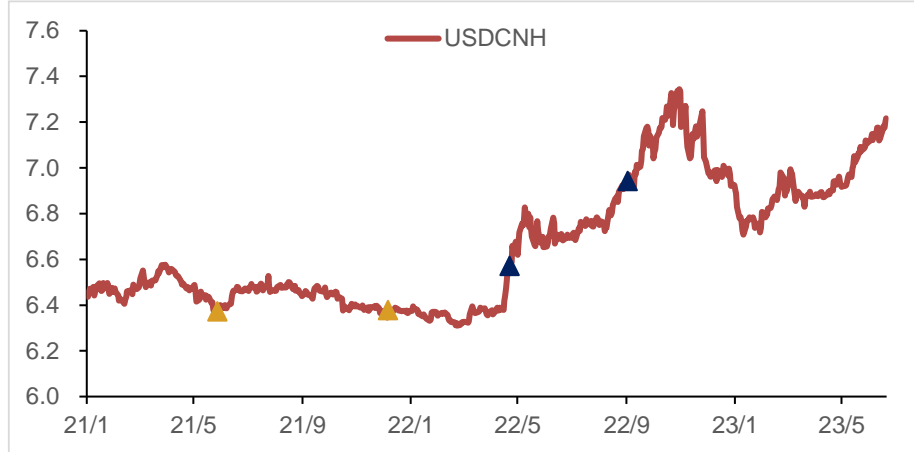


数据来源：FDIC，财通证券研究所

央行尚无动作，政策反应不大。或许也正是出于对美国货币政策紧缩周期行将结束的判断，本轮人民币汇率贬值事实上央行政策反应不大。在去年的两次汇率贬值的过程中，离岸人民币汇率水平突破 6.5 和 7 左右的关键点位前后，我国央行均采用了下调外汇存款准备金率等政策手段予以应对。而今年迄今为止，即便离岸人民币汇率突破了 7.0 乃至 7.2 的水平，尚未见到央行宣布明确的政策动作。

关注升值拐点。一方面，这说明了央行或许对人民币汇率的前景依然看好，在美联储加息周期行将结束，我国经济增长或将触底反弹的背景下，人民币汇率中长期来看易升难贬；另一方面，这也意味着我国央行的政策空间较足，一旦汇率变动超出预估，仍有充分的工具予以应对。因而，如果美元走势逆转或央行政策出手，或是触发人民币汇率转入升值的拐点。

图8.离岸人民币汇率水平与外汇存款准备金率调整



数据来源：WIND，财通证券研究所

风险提示：政策变动，经济恢复不及预期。

信息披露

● 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、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投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。