

近期人民币汇率继续走弱，美元兑在岸人民币汇率一度突破 7.25，逼近去年 7.3 的低点，汇率再次成为市场关注焦点。

➤ **本轮汇率走贬的大背景是境内美元流动性转紧，国内增长动能预期走弱。**

年初以来，境内美元流动性明显开始转紧。境内银行间美元拆借利率与 LIBOR 利差开始走阔，当前两者差值已经来到了 20BP 左右，创 2020 年 3 月全球美元流动性危机以来的新高，显示当前境内美元流动性已经十分紧张。

5 月以来，市场交易中国经济复苏动能走弱，金融市场资金外流，压制人民币汇率，人民币汇率开启新一轮贬值行情。

➤ **短期悲观情绪宣泄，季节性购汇需求攀升，汇率贬值出现超调迹象。**

6 月人民币贬值持续，我们认为原因是前期导致人民币贬值的因素未有改善：

一是政策期待落空，市场悲观情绪并没有出现反转。稳增长政策一再低于市场预期，经济基本面悲观情绪仍在持续。此外，俄乌冲突这一地缘政治等因素也对市场情绪造成扰动，人民币汇率 6 月再度承压。

二是 6 月是企业购汇分红需求旺季，不排除汇率短期内出现超调。企业短时间内集中购汇，容易形成“购汇-贬值”的反馈机制，加速人民币汇率走弱，甚至将汇率推至大幅偏离经济基本面的水平。

➤ **好消息是，目前外汇市场并不存在贬值一致性预期。**

当下人民币汇率是否仍处在一次持续而激烈的贬值通道之中？这是目前市场关注的问题。任何一次持续而激烈的贬值，首要条件就是市场对人民币汇率贬值形成一致预期。然而现实是当前汇率市场预期并不存在强烈的贬值预期，这一点与 2022 年明显不同。

今年人民币持续贬值，然而当前 USDCNH 期权隐含波动率仍不高，当前并没有大量 USDCNH 期权头寸“追涨式”预期人民币进一步贬值，反而出现大量预期未来人民币反弹的头寸，市场参与者对人民币贬值并不存在大幅恐慌的情况。

➤ **7.3 或成市场博弈关键点位，预计央行或将维稳市场预期。**

人民币当前已经接近 7.3 的点位，这也将成为了市场心理预期博弈关键点位。短期内或有新的汇率管理工具出台，外汇流动性调节工具或是首选。

当前央行逆周期调节因子对中间价影响已经明显加大，中间价与市场一致预期偏离程度创去年 11 月以来新高。

当前人民币汇率形势已引起央行重视，需要央行启动管理工具。我们认为缓解贬值压力的方式可能是，启用外汇流动性调节工具，短期内维稳汇率走势。

➤ **贬值会延缓货币政策的节奏，但不会成为宽货币的掣肘。**

我们强调，中国央行货币政策实践经验显示，汇率并非货币政策掣肘，过往贬值周期中，均进行了多次降准降息。

需要强调的一点是，当汇率来到关键点位，如 7.3、7.5 等，央行降息操作也会考虑汇率这一因素。当前汇率可能已经出现短期超调。预计汇率短期超调修复之后，降息窗口或再度打开。

➤ **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

1.2023 年 H2 宏观经济展望：融冰-2023/06/28

2.2023 年 H2 宏观指标预测：寻找大变量-2023/06/28

3.全球大类资产跟踪周报：再起变数-2023/06/25

4.宏观专题研究：还应期待怎样的地产政策？-2023/06/20

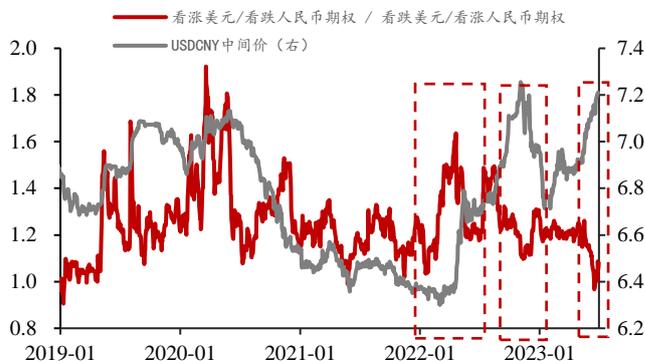
5.宏观专题研究：耐心等待政策的“出牌”节奏-2023/06/19

图1：境内美元流动性明显转紧



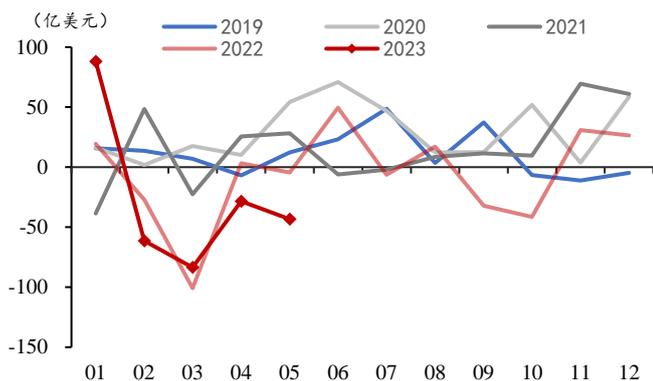
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：期权市场隐含的贬值预期并不强



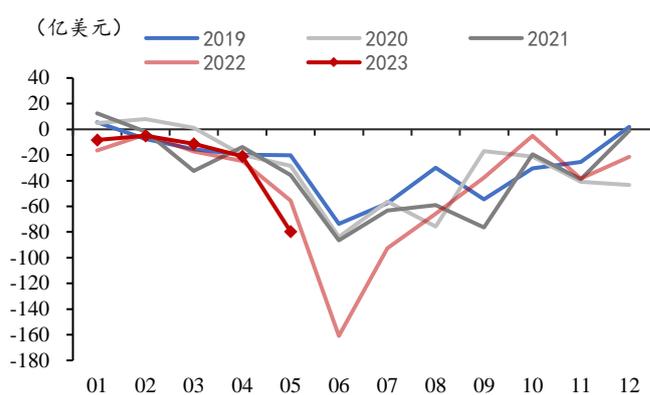
资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

图3：证券投资项结售汇差额



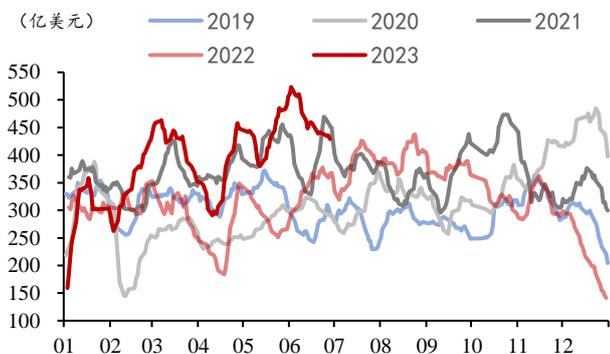
资料来源：wind，民生证券研究院

图4：收益和经常转移项结售汇差额



资料来源：wind，民生证券研究院

图5：银行间市场外汇成交量



资料来源：wind，民生证券研究院

图6：央行持汇成本 vs 即期汇率



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