

对汇率多点信心、耐心和平常心

定期报告

华金宏观·双循环周报（第15期）

投资要点

- ◆ **人民币贬破 7.25，最具综合性的宏观价格牵动人心。**6月最后两个交易日，CNY、CNH 相继时隔七个月贬值至 7.25 以下，上半年分别累贬达 4.3%、3.9%。
- ◆ **美国经济超预期强劲美联储或将坚持偏鹰，人民币仍有被动贬值压力。**美国 23Q1 实际 GDP 修正值意外上修，大流行前期过度财政补贴刺激导致的消费需求过热问题受到市场越来越多的重视。核心 PCEPI 略低于预期，又抹去了美元指数的全部涨幅，但展望下半年，美国实体经济供需偏强的现状仍可能令薪资通胀螺旋持续更久，美元指数料将维持高位震荡至年底，人民币下半年持续面临同样程度的被动贬值压力，但好在可能助推美元指数再度走强的因素也不多，人民币被动贬值压力进一步增强的可能性也相应较小，我们建议对外部货币环境的改善保持一定的耐心。
- ◆ **出口展望偏弱、美荷扩大产业链管制强化了人民币主动贬值预期。**出口新订单指数偏弱加之荷兰将部分光刻机产品纳入出口管制，一定程度强化了出口走弱的预期，引发了一轮小规模的人民币主动贬值。从长期视角来看，逆全球化的政策导向最终往往只能带来本国相关行业的固步自封和全球市场份额的下降，对于赶超的一方来看，往往更有利于将研发资源聚焦于关键环节、关键领域，在一定的国内政策引导和鼓励的环境下，长期来看产业链的加速升级、完整性安全性的提升是可以期待的。
- ◆ **货币政策分化加剧贬值压力，但央行有充足空间非常态化干预预期。**二季度以来房地产市场再度陷入调整阶段，中高收入人群财富效应预期尚未扭转之前，仍需货币政策实施中性偏松操作，促进基建投资发挥稳增长、稳就业作用，6月我国时隔三个季度首度降息，也是导致人民币本轮主动贬值加速的原因之一。但我国资本账户开放度可控，央行保有足够的空间重启“逆周期因子”或实施非常态化预期干预的能力，央行二季度例会传递出稳定汇率预期的导向，2017年初成功扭转过度悲观的汇率预期的潘功胜副行长升任人民银行党委书记，我们预计央行可能通过非常态化的小规模干预，扭转近两周以来贬值过快所反映的投机性、非理性贬值预期。自 2015 年“8·11 汇改”以来，人民银行数次针对非理性的连续贬值预期实施干预，并形成良好的预期稳定效果，对此我们建议保持合理的平常心。
- ◆ **对汇率多点信心、耐心和平常心，预计下半年在 7.2 附近企稳。**汇率既是最具综合性的宏观价格，也是市场预期最敏感、波动最大的宏观变量之一。我们建议分析人民币汇率问题时，对建设现代产业体系、以制造业高端化保持全球出口的优势地位保持长期的信心，对外部货币环境的改善保持中期的耐心，对短期的投机性汇率预期单边演绎、以及央行可能实施的非常态化干预行为保持平常心。综合我国下半年经济结构、政策走向、以及海外市场的上述分析展望，我们预计下半年人民币兑美元汇率大概率在 7.2 附近窄幅震荡并逐步企稳。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）：**上周欧美股市涨幅居前，A 股电力、国防军工领涨；我国国债收益率曲线普遍小幅下移，短期和 3Y 下行幅度最大，美债收益率小幅上行；人民币大幅贬值，油价稍跌，无烟煤价格月中大跌。
- ◆ **风险提示：**美联储加息超预期。

分析师

张仲杰

 SAC 执业证书编号：S0910515050001
 zhangzhongjie@huajinsec.com

相关报告

- PMI、工业企业利润点评（2023.6）-去库存，行至半途还是刚刚开始？ 2023.6.30
- LPR 下调 10BP（2023.6）点评-促进基建投资与修复净息差并行不悖 2023.6.20
- 华金宏观·双循环周报（第 14 期）-鹰上加鹰？欧央行能否长期压制美元指数 2023.6.18
- 国务院常务会议（2023.6.16）点评-新一批政策措施展望：有力有序，注重实效 2023.6.18
- 美联储 FOMC 会议（2023.6）点评-螺旋不降，加息不止 2023.6.15



内容目录

人民币贬破 7.25，最具综合性的宏观价格牵动人心	3
美经济超预期强劲美联储或将坚持偏鹰，人民币仍有被动贬值压力	3
出口展望偏弱、美荷扩大产业链管制强化了人民币主动贬值预期	5
货币政策分化加剧贬值压力，但央行有充足空间非常态化干预预期	5
对汇率多点信心、耐心和平常心，预计下半年在 7.2 附近企稳	6
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板（GMAPP）	8

图表目录

图 1: CNY、CNH 成交价及 CNY 成交价与中间价偏离度	3
图 2: 美国 23Q1 实际 GDP 同比从 1.6% 上修至 1.8% (图内单位: %)	4
图 3: 美国核心 PCEPI 同比及贡献结构 (%)	4
图 4: 本轮贬值呈现更明显的主动贬值特征	5
图 5: CFETS 人民币汇率指数近期下行过快，显示市场已经进入非理性贬值预期阶段	6
图 6: 全球股市：全球主要股指普遍上涨，欧洲领涨，A 股普跌	8
图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%)：电力、国防领涨，传媒、计算机板块大幅下滑	8
图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%)：本周能源涨幅最大、材料、工业、金融、IT 涨幅靠前	8
图 9: 中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率下行 3BP	9
图 10: 美国国债收益率变动幅度：本周短期美债收益率上行幅度较大	9
图 11: 本周 1Y 国债收益率下行 3BP (%)	9
图 12: 中美 10Y 国债利差扩大 (%)	9
图 13: 10Y 国开债与国债利差波动较小 (%)	10
图 14: 3Y 信用利差基本持平前周 (BP)	10
图 15: 美联储本周资产规模小幅减少 (USD bn)	10
图 16: 主要央行政策利率 (%)	10
图 17: 全球汇率：美元指数持平	10
图 18: 人民币本周大幅贬值	10
图 19: 金价本周小幅下行	11
图 20: 本周油价波动收涨	11
图 21: 无烟煤月中大幅下跌	11
图 22: 铜价本周小幅下跌	11

人民币贬破 7.25，最具综合性的宏观价格牵动人心

6月最后两个交易日，CNY、CNH相继贬值至7.25以下，这也是时隔七个半月首次贬至如此低位，近期贬值较快并且更多呈现单边特征，最具综合性的宏观价格牵动人心。本周人民币贬值加速，6月29日CNH收于7.2600，6月30日CNY收于7.2620，前后相继贬破7.25，当周CNY、CNH贬值幅度分别达到0.9%和0.8%，上半年累计贬值幅度也分别达到4.3%和3.9%。此外CNY时隔三年首次出现收盘价连续大幅低于中间价的情形，凸显本轮贬值的单边特征。汇率是最能同时表征实体经济运行总量结构、以及货币金融市场政策导向的内外部差异情况的最具综合性的宏观价格，人民币近期连续加速贬值牵动人心，未来将去向何方？我们在本周周报中对此进行一个框架性的分析。

图 1: CNY、CNH 成交价及 CNY 成交价与中间价偏离度

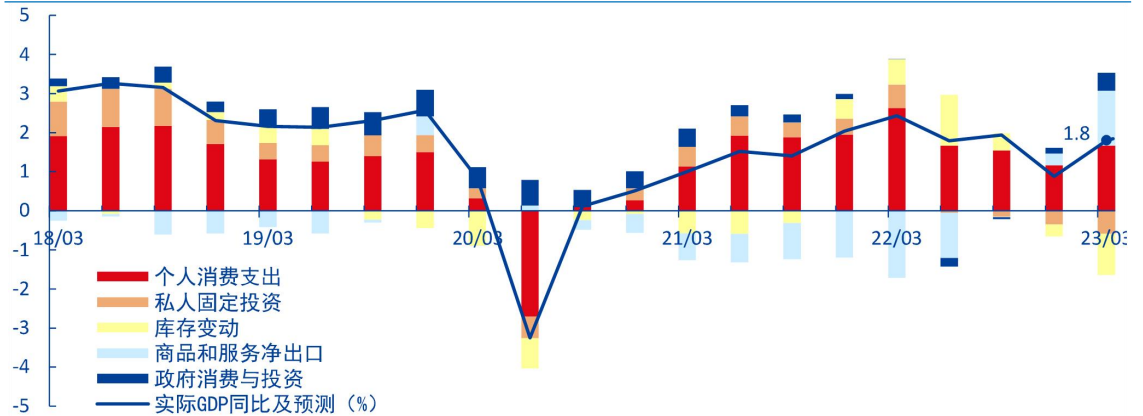


资料来源: Wind, 华金证券研究所

美国经济超预期强劲美联储或将坚持偏鹰，人民币仍有被动贬值压力

美国 23Q1 实际 GDP 修正值意外上修，大流行前期过度财政补贴刺激导致的消费需求过热问题受到市场越来越多的重视。美国当地时间 6 月 29 日，最新公布的 23Q1 美国实际 GDP 修正值较初值意外出现大幅上修。Q1 美国实际 GDP 环比年率从初值的 1.3% 上修至 2.0%，大幅高于市场预期的 1.4%，显示今年年初以来美国经济表现超市场预期走强。从需求结构来看，美国居民消费支出、以及商品和服务净出口对 Q1 实际 GDP 同比增速的贡献分别上修 0.1 个百分点，是本次总体上修的主要原因。自美联储于月中给出下半年可能加息两次的超预期鹰派展望以来，全球市场日益开始重视到大流行开始的最初一年半时间内美国政府对美国居民部门实施天量财政补贴所直接导致的具备超强黏性的消费需求过热问题。本次美国居民消费对实际增速的拉动作用上修对这一此前被市场低估的美国实体经济逻辑形成佐证。此外，货物和服务净出口的上修则显示出在过热的国内商品消费需求和保护主义的产业政策共同推动下，美国本土制造业生产复苏的程度持续好于 PMI 等信心指标所呈现的程度。在实体经济供需循环强度好于市场预期的刺激下，美元指数当地时间 6 月 29 日收涨 0.4% 至 103.34，对隔夜的人民币汇率形成一定的外部压力。

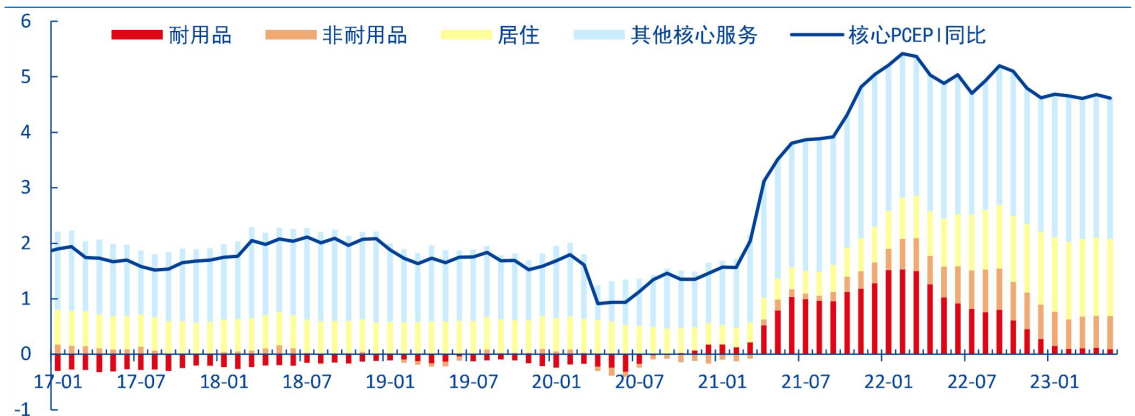
图 2: 美国 23Q1 实际 GDP 同比从 1.6% 上修至 1.8% (图内单位: %)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

而稍后公布的美国核心 PCEPI 略低于预期，又抹去了此前一日本元指数的全部涨幅，但展望下半年，美国实体经济供需偏强的现状仍可能令薪资通胀螺旋持续更久，美元指数料将维持高位震荡至年底，人民币下半年持续面临同样程度的被动贬值压力，但好在可能助推美元指数再度走强的因素也不多，人民币被动贬值压力进一步增强的可能性也相应较小，我们建议对外部货币环境的改善保持一定的耐心。美国当地时间 6 月 30 日，美国经济分析局 (BEA) 公布的 5 月 PCE 价格指数 (PCEPI) 同比和核心 PCEPI 同比分别报 3.8% 和 4.6%，分别较前月下行 0.5 和 0.1 个百分点，其中后者稍低于市场预期 0.1 个百分点，市场对美国通胀再超预期的担忧稍有降温。但从结构来看，在油价前期连续下跌的背景下，美国核心商品、核心服务的贡献均基本与上月持平，显示受前期意外走高的薪资影响，油价下行对耐用消费品价格、以及核心服务价格的滞后传导效果正在减弱，同时因 3 月以来的银行业动荡放慢了美联储加息脚步，房价出现边际上涨，核心 PCEPI 居住项的降温过程变得更加扁平化和缓慢。综合美国实际 GDP 和核心 PCEPI 的结构表现，我们维持对美国下半年仍将明显呈现薪资通胀螺旋、美元指数仍将维持 103 左右震荡至年底的预测不变，从而人民币下半年因美元指数中枢较高而导致的被动贬值压力可能仍与近期是类似的。另一方面，我们从 4 月以来持续看到美国银行业风险的逐步缓和，当前的美元指数和美债收益率水平 (10Y 美债 3.7%-3.8%) 已经基本对应市场基于实体经济所做的对美联储加息路径预期上修后的结果，从而下半年目前也很难见到推升美元、美债收益率到更高水平的因素，对人民币汇率的外部环境改善建议保持一定的耐心。

图 3: 美国核心 PCEPI 同比及贡献结构 (%)

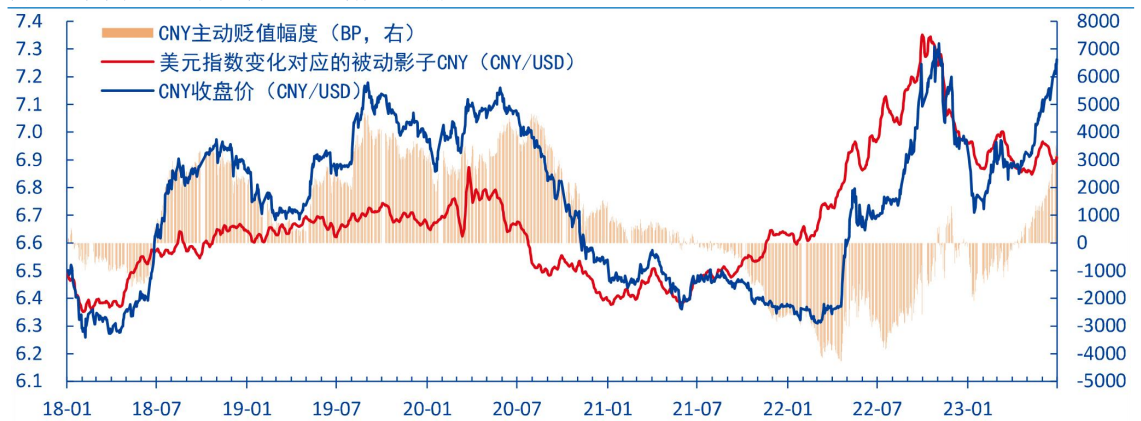


资料来源: Wind, 华金证券研究所

出口展望偏弱、美荷扩大产业链管制强化了人民币主动贬值预期

更主要的原因可能来自于我国出口产业链，出口新订单指数偏弱加之荷兰在美国压力下将部分光刻机产品纳入出口管制，一定程度强化了二季度以来出口走弱的预期，引发了一轮小规模的人民币主动贬值。尽管美元指数短线波动，但实际上当前美元指数所带来的人民币被动贬值压力与5月19日左右的程度是比较接近的，而当时的人民币汇率水平大约在7.03左右，这也就意味着目前有超过2000点的贬值是由于我国自身的市场预期变化所导致的主动贬值。其中最主要的因素应该在出口展望偏弱、以及市场对我国半导体电子产业链国际竞争环境更趋严重的担忧这一方面。

图4：本轮贬值呈现更明显的主动贬值特征



资料来源：Wind，华金证券研究所

在4-5月出口数据连续下滑的基础上，6月PMI新出口订单指数进一步走弱，可能指向6月出口同比低于我们此前预期的-10%左右水平。此外近日荷兰政府在美国政府施压背景下，于30日决定将部分光刻机产品纳入出口管制，商务部网站评论称“中方对此表示不满”，并直指“近年来，美国为维护自身全球霸权，不断泛化国家安全概念，滥用出口管制措施，甚至不惜牺牲盟友利益，胁迫拉拢其他国家对中国实施半导体打压围堵，人为推动产业脱钩断链，严重损害全球半导体产业发展，中方对此坚决反对”。荷兰产部分光刻机产品对我国集成电路产业链具有关键影响，近期我国产业链所面临的国际竞争环境日趋严峻，进一步加强了市场对产业链升级受阻的担忧。

事实上，尽管“技术围堵”、“脱钩断链”确实可能对我国相关先进制造业生产造成一定的短期冲击，但从更长期的视角来看，逆全球化的政策导向最终往往只能带来本国相关行业的固步自封和全球市场份额的下降，对于赶超的一方来看，往往更有利于将研发资源聚焦于关键环节、关键领域，在一定的国内政策引导和鼓励的环境下，长期来看产业链的加速升级、完整性安全性的提升是可以期待的。对于这一点，我们建议保持中长期的信心。

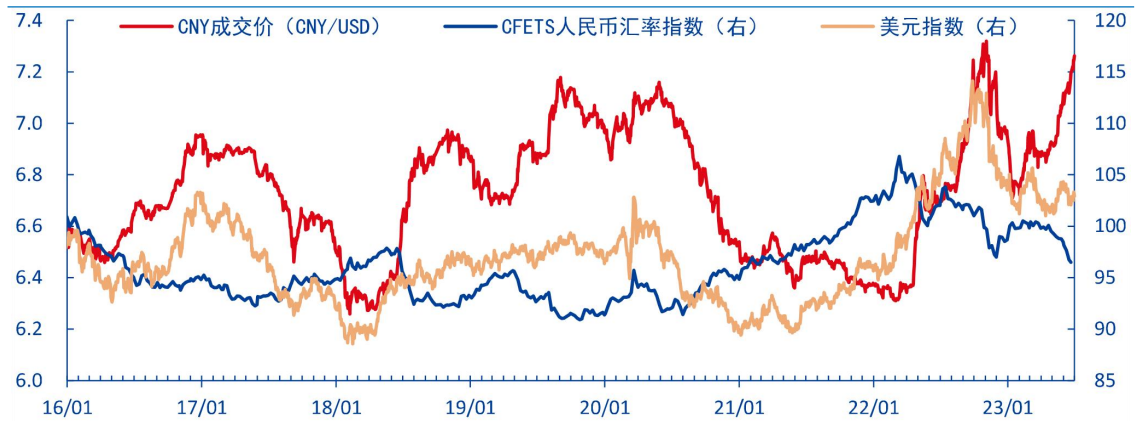
货币政策分化加剧贬值压力，但央行有充足空间非常态化干预预期

二季度以来房地产市场再度陷入调整阶段，中高收入人群财富效应预期尚未扭转之前，仍需货币政策实施中性偏松操作，促进基建投资发挥稳增长、稳就业作用，6月我国时隔三个季度首度降息，也是导致人民币本轮主动贬值加速的原因之一。国内外货币政策方向背离、内松外紧

的阶段，人民币也将承受额外的贬值压力。今年年初因疫情显著缓和而出现一轮地产需求集中释放、开发投资有所加速的阶段之后，自4月起房地产市场再度陷入调整，一方面验证了我们早前提出的本轮地产调整具有中长期产业链倾斜、城镇化失衡的中长期结构调整含义的判断，另一方面也日渐明显地显示今年中高收入人群偏弱的财富效应或将难以扭转，我们需清醒面对疫后复苏阶段内需动能仍然不足的客观形势。因此货币政策在今年需额外承担一定的中性偏松、扩张企业中长期贷款、促进基建投资维持较高增速水平以短期稳增长稳就业的职能。6月以来，逆回购利率、MLF利率、1Y和5Y LPR相继普遍下调10BP，时隔三个季度中美货币政策立场背离再度明显扩大，也是导致本轮人民币贬值较快的另一重要原因。

但我国资本账户开放度可控，央行保有足够的空间重启“逆周期因子”或实施非常态化预期干预的能力，央行二季度例会传递出稳定汇率预期的导向，2017年初成功扭转过度悲观的汇率预期的潘功胜副行长升任人民银行党委书记，我们预计央行可能通过非常态化的小规模干预，扭转近两周以来贬值过快所反映的投机性、非理性贬值预期。自2015年“8·11汇改”以来，人民银行数次针对非理性的连续贬值预期实施干预，并形成良好的预期稳定效果，对此我们建议保持合理的平常心。5月-6月间，CFETS人民币汇率指数大幅下行约3%，96.5左右的位置已经基本回到2021年初的水平。人民币一篮子汇率指数的长期趋势与我国工业生产和出口的国际竞争力是较为一致的，两个月间高达3个百分点的下行，与去年四季度大范围封控导致生产冲击阶段已经类似，一定程度上已经超出理性预期应有的范围，此时人民币贬值预期中包含有较大的投机性成分，需要重启“逆周期因子”或实施非常态化操作进行一定的汇率预期管理。6月28日召开的人民银行货币政策委员会二季度例会指出，要“综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

图5: CFETS人民币汇率指数近期下行过快，显示市场已经进入非理性贬值预期阶段



资料来源: Wind, 华金证券研究所

对汇率多点信心、耐心和平常心，预计下半年在7.2附近企稳

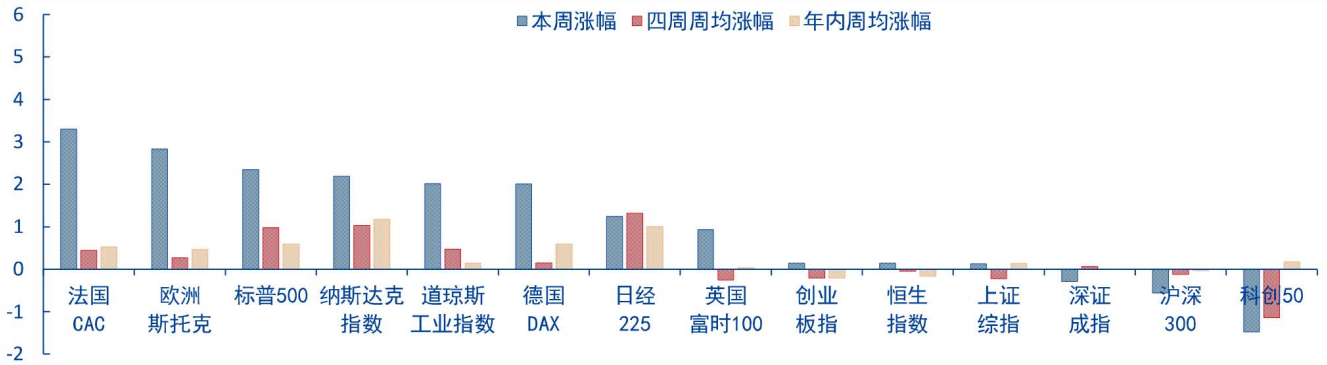
汇率既是最具综合性的宏观价格，也是市场预期最敏感、波动最大的宏观变量之一。我们建议分析人民币汇率问题时，对建设现代产业体系、以制造业高端化保持全球出口的优势地位保持长期的信心，对外部货币环境的改善保持中期的耐心，对短期的投机性汇率预期单边演绎、以及央行可能实施的非常态化干预行为保持平常心。综合我国下半年经济结构、政策走向、以

及海外市场的上述分析展望,我们预计下半年人民币兑美元汇率大概率在 **7.2** 附近窄幅震荡并逐步企稳。

风险提示: 美联储加息超预期。

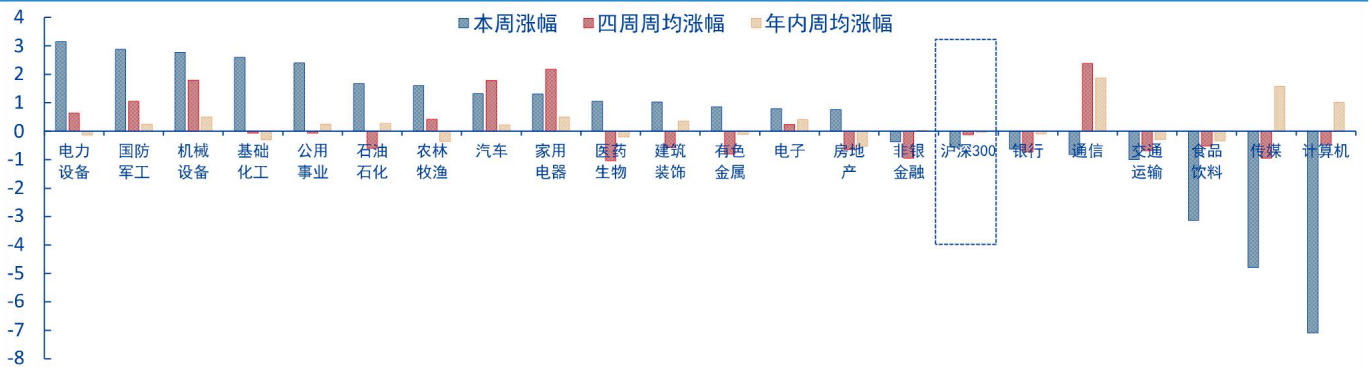
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 6: 全球股市: 全球主要股指普遍上涨, 欧洲领涨, A 股普跌



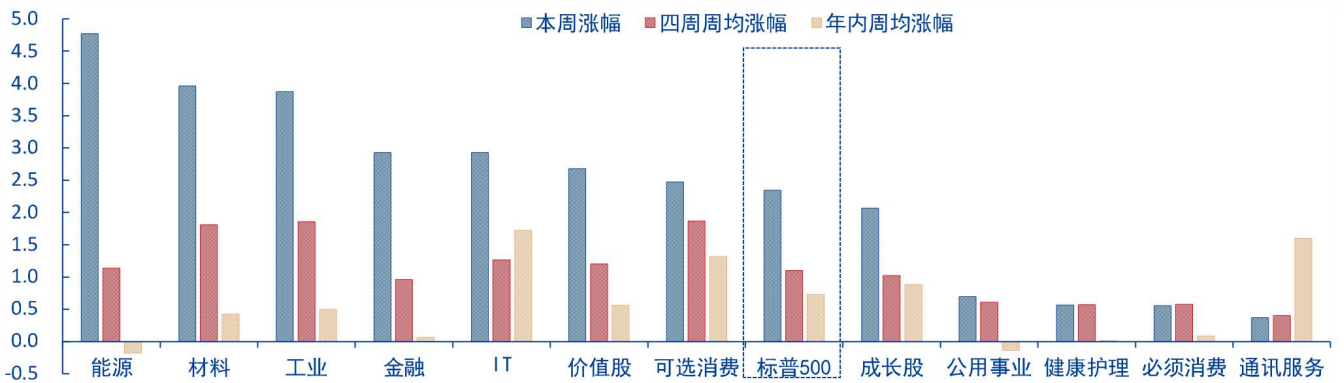
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 7: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 电力、国防领涨, 传媒、计算机板块大幅下滑



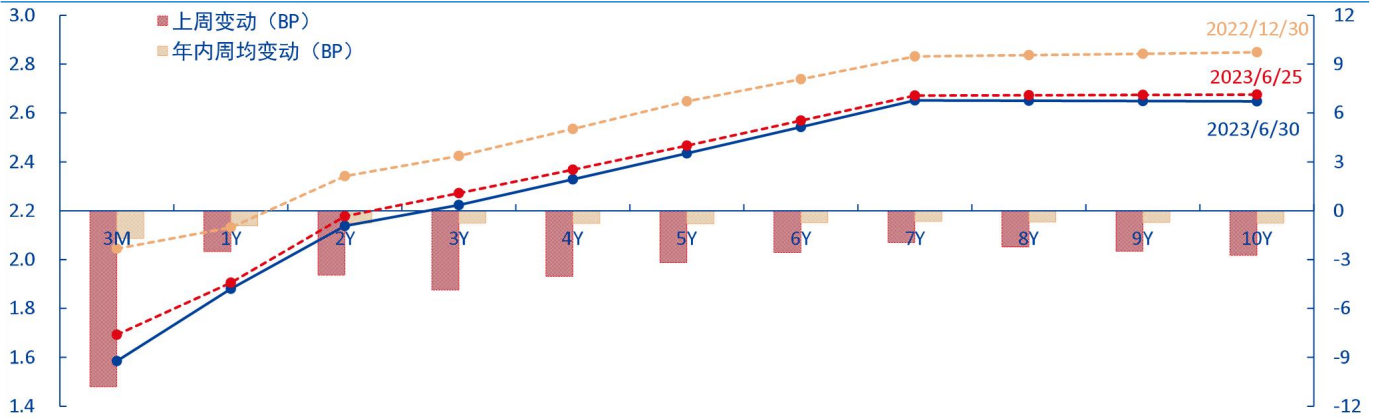
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 8: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周能源涨幅最大, 材料、工业、金融、IT 涨幅靠前



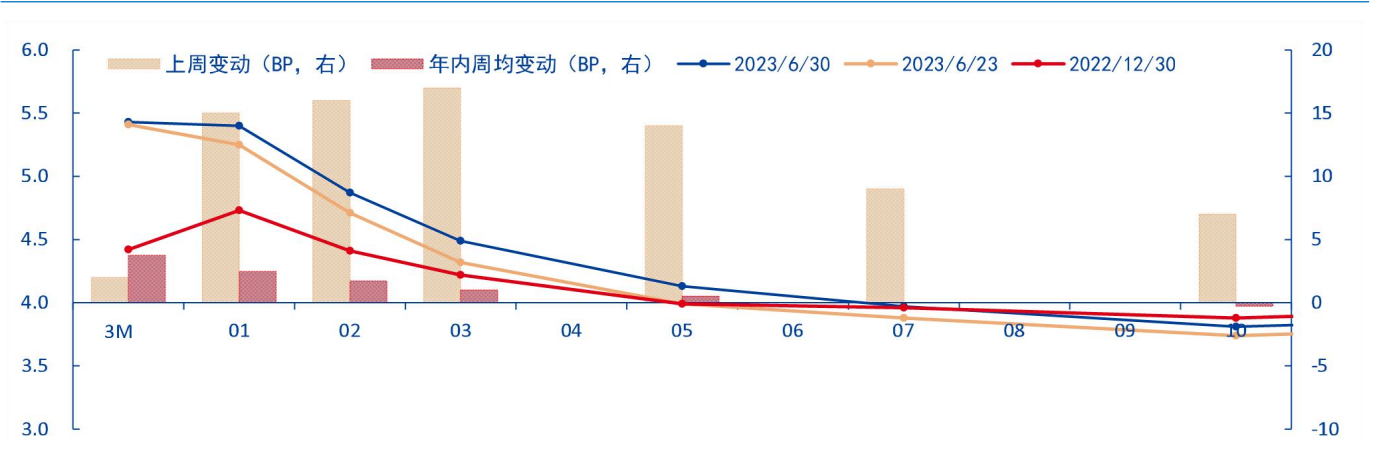
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 9：中国国债收益率变动幅度：1Y 国债收益率下行 3BP



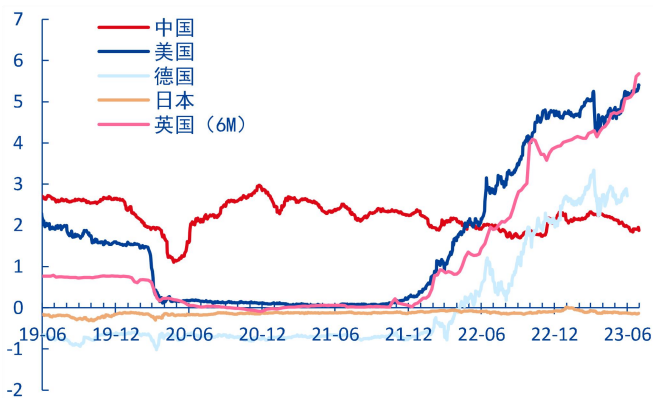
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 10：美国国债收益率变动幅度：本周短期美债收益率上行幅度较大



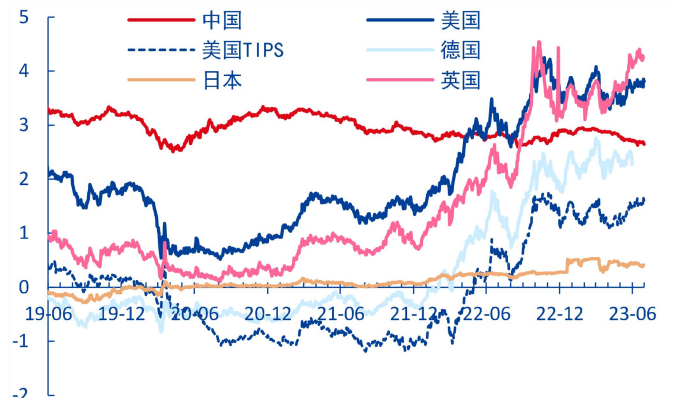
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 11：本周 1Y 国债收益率下行 3BP（%）



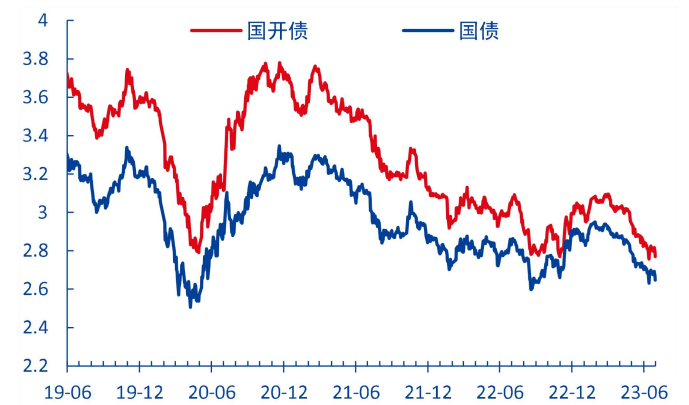
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 12：中美 10Y 国债利差扩大（%）



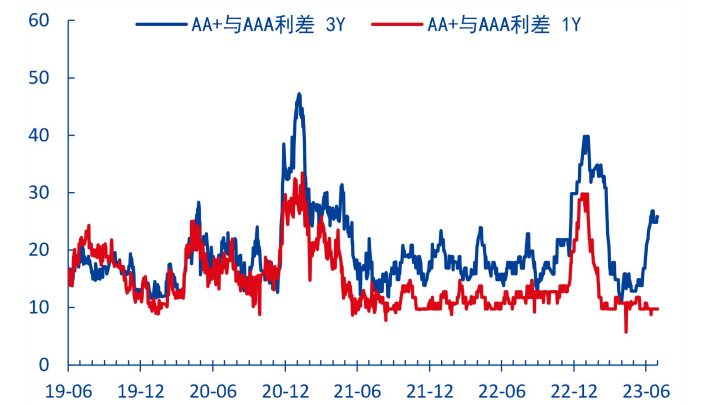
资料来源：Wind，华金证券研究所

图 13: 10Y 国开债与国债利差波动较小 (%)



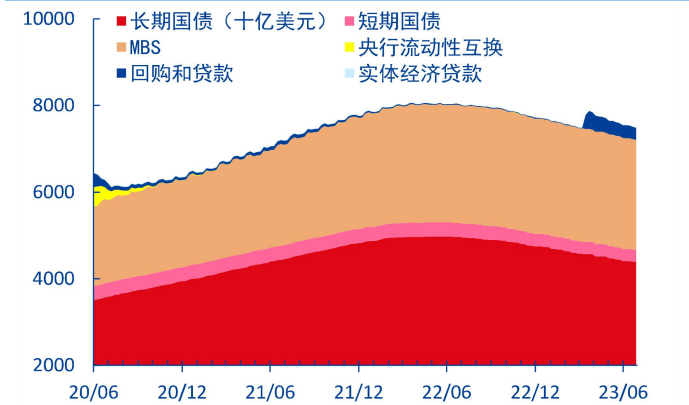
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 3Y 信用利差基本持平前周 (BP)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 美联储本周资产规模小幅减少 (USD bn)



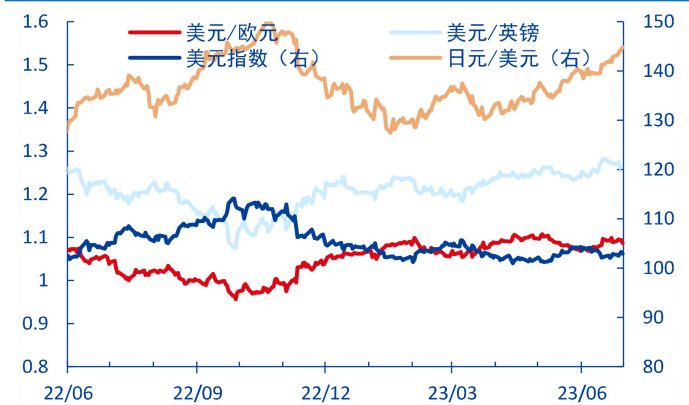
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 主要央行政策利率 (%)



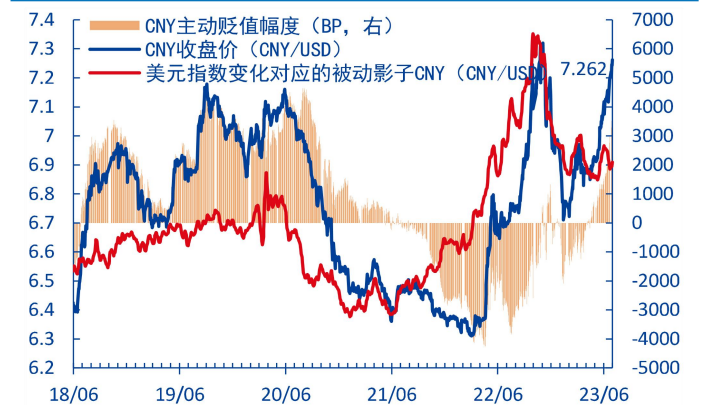
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 全球汇率: 美元指数持平



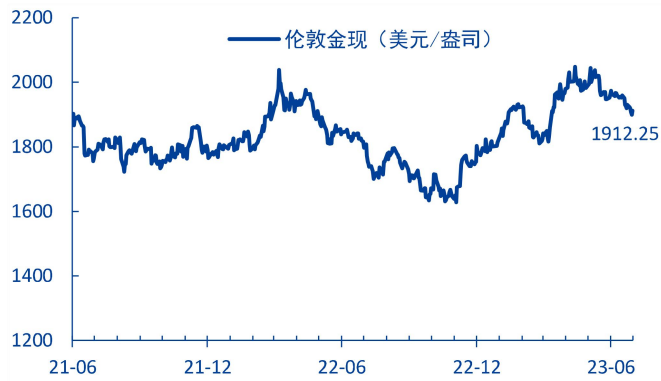
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 人民币本周大幅贬值



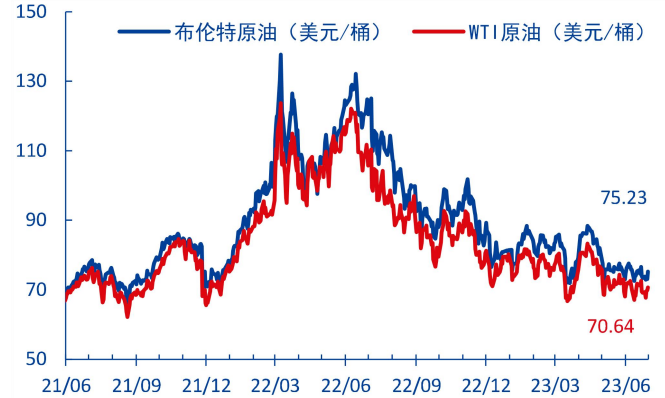
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 金价本周小幅下行



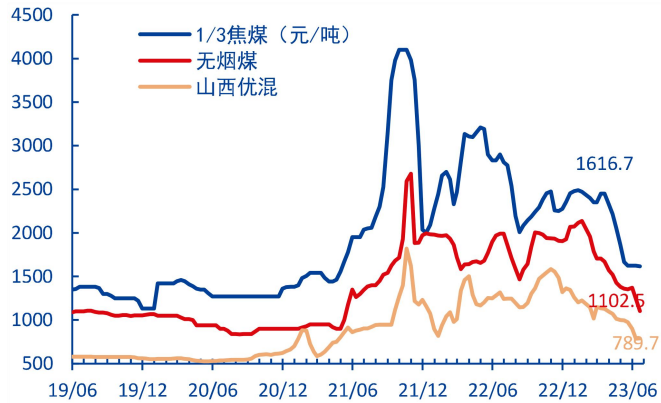
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 本周油价波动收涨



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 无烟煤月中大幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 铜价本周小幅下跌



资料来源: Wind, 华金证券研究所

分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com