

2023年07月15日

美元跌破 100 人民币 7.13, 是趋势逆转么?

定期报告

华金宏观·双循环周报(第17期)

投资要点

- ◆ **美元指数 15 个月来首度跌破 100, CNY 回升至 7.15, 趋势扭转了?** 受 CPI 低于预期的冲击, 美元指数本周大跌 2.4%, 时隔 15 个月首次跌破 100, 人民币离岸、在岸兑美元汇率应声小幅上涨至 7.15 附近, 是否意味着近两个月美元维持高位、人民币连续贬值的趋势均将迎来扭转? **美元指数**疫情以来已经经历了四个升贬周期, 在当前的第四个周期中也已经有过三轮小周期波动, 并非单边趋势行情, 凸显出全球市场自 22Q4 以来对美国经济供需、劳动力市场、以及通胀预期的分歧之大和变动之剧烈。我们需要更加深入的结构性分析框架来对下半年美元指数和人民币汇率进行更为合理的分析和预测。
- ◆ **汽车供给增加, 而非商品需求走弱导致的通胀偏低。** 美国 6 月 CPI 低于市场预期, 其中核心 CPI 同比涨幅下滑 0.5 个百分点, 明显弱于市场预期, 是引发本周美元指数大幅下行的主要原因。核心通胀超预期走低的最主要原因是汽车价格的大幅下滑, 但结合已经公布的 5 月消费数据来看, 供给增加而非需求下降可能是本月汽车价格再度下滑的最主要因素, 这意味着未来几个月内汽车价格可能再度迎来反转。事实上美国汽车市场当前的供给过剩和去年二季度的供给紧张, 也与我国去年二季度时上海封控导致的汽车产业链供给瓶颈、以及今年以来汽车出口的爆发性高增直接相关, 随着后续出口基数逐步上行, 汽车出口同比增速即将迎来合理回落, 全球汽车供给也有望逐步趋于均衡。
- ◆ **薪资超预期走高、房地产市场回暖, 美国 CPI 中期上行压力加大。** 市场情绪对短期的 CPI 偏低给予了过高的权重, 稍早前公布的 6 月美国薪资增速超预期走高显示美国薪资通胀螺旋仍在持续, 加之房地产市场二季度以来的边际回暖, 美国 CPI 中的非耐用消费品、服务价格可能恰恰面临更大的中期上行压力。我们应该对美国本轮通胀下行的黏性和复杂性给予充分的重视。当前我们不建议将美元指数近期的迅速下行简单化的趋势外推, 下半年美元指数很大概率重回 100-103 区间, 可能因此重新对人民币造成被动贬值压力。
- ◆ **对出口可稍微乐观些, 传导至汇率预计 CNY 下半年围绕 7.15 波动。** 略晚于美国 CPI 公布的中国 6 月出口增速(美元计价) -12.4% 小幅高于市场预期, CNY 本轮跌破 7.2 已包含市场对出口较为谨慎的展望, 进出口数据公布后, CNY 主动升贬值部分实际上出现了小幅的修复。但与出口最为强劲的阶段、也是上一轮美元指数位于 100 以下时相对比, 当时的 CNY 高达 6.37, 这其中因出口偏弱而导致的贬值幅度仍有一定的修复空间。面对当前较为严峻的出口形势和国际环境, 我们仍需以中长期的视角看待汇率问题, 在全国统一大市场和国内国外双循环尚未完全建立起来之前 CNY 预计不会大幅升值。
- ◆ **华金宏观-全球宏观资产价格综合面板(GMAPP):** 本周全球主要股市普遍上涨, 港股涨幅最大, A 股 TMT 行业涨幅较大, 房地产板块跌幅最深。美债收益率普遍下行, 1Y 国债收益率上行 2BP。美元指数大幅下跌, 人民币升值。
- ◆ **风险提示:** 外需超预期降温风险。

分析师

张仲杰

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

相关报告

- 进出口数据点评(2023.6)-出口环比企稳同比见底, 结构变化更加积极 2023.7.13
- 金融数据速评(2023.6)-货币投资热, 财政步调稳 2023.7.11
- CPI、PPI 简析(2023.6)-大众消费也由集中释放转为平稳增长 2023.7.10
- 华金宏观·双循环周报(第16期)-辨析美国劳动力市场, 时薪是关键 2023.7.8
- 华金宏观·双循环周报(第15期)-对汇率多点信心、耐心和平常心 2023.7.2



内容目录

美元指数 15 个月来首度跌破 100, CNY 回升至 7.15, 趋势扭转了?	3
汽车供给增加, 而非商品需求走弱导致的通胀偏低	4
薪资超预期走高、房地产市场回暖, 美国 CPI 中期上行压力加大	6
对出口可稍微乐观些, 传导至汇率预计 CNY 下半年围绕 7.15 波动	7
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)	9

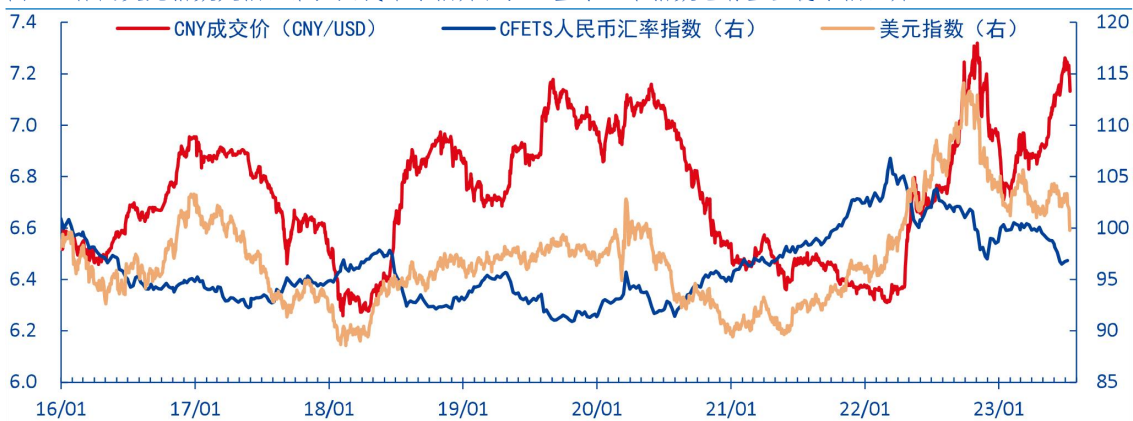
图表目录

图 1: 伴随美元指数大幅回落, 人民币小幅升值, 一篮子汇率指数也有望企稳小幅回升	3
图 2: 美元指数、美债收益率: 大流行以来的四个阶段	4
图 3: 美国核心 CPI 同比与贡献结构 (%)	4
图 4: 美国居民消费支出 (PCE)、商品消费、耐用品、汽车及零部件实际同比 (%)	5
图 5: 美国 CPI、核心 CPI、新车和二手车 CPI 同比 (%)	5
图 6: 出口重点商品同比 (春节调整) 及贡献结构 (%)	6
图 7: 美国 CPI 非耐用品和除房租外的核心服务直接受时薪增速驱动	7
图 8: CNY 汇率 (CNY/USD) 与主动贬值幅度 (BP)	7
图 9: 全球股市: 全球主要股市普遍上涨, 港股涨幅最大	9
图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 TMT 行业涨幅较大, 房地产板块跌幅最深	9
图 11: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股各板块普涨, 通讯服务、可选消费领涨	9
图 12: 美国国债收益率变动幅度: 曲线熊平, 除 3M 外其他期限收益率均下行	10
图 13: 中国国债收益率变动幅度: 1Y 国债收益率上行 2BP	10
图 14: 本周 1Y 国债收益率上行 2BP (%)	10
图 15: 中美 10Y 利差缩小 (%)	10
图 16: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)	11
图 17: 1Y 与 3Y 信用利差小幅缩小	11
图 18: 美联储本周资产规模小幅减少 (USD bn)	11
图 19: 主要央行政策利率 (%)	11
图 20: 全球汇率: 美元指数大幅下滑	11
图 21: 人民币本周大幅升值	11
图 22: 金价本周继续上涨	12
图 23: 本周油价小幅上行	12
图 24: 7 月初无烟煤价格反弹, 山西优混继续上行	12
图 25: 本周铜价大幅上涨	12

美元指数 15 个月来首度跌破 100, CNY 回升至 7.15, 趋势扭转了？

受 CPI 低于预期的冲击，美元指数本周大跌 2.4%，时隔 15 个月首次跌破 100，人民币离岸、在岸兑美元汇率应声小幅上涨至 7.15 附近，是否意味着近两个月美元维持高位、人民币连续贬值的趋势均将迎来扭转？美元指数本周经历大幅下跌，至北京时间 7 月 13 日晚十时许，时隔 15 个月首次跌破 100，当日收于 99.770，周五（7 月 14 日）小幅反弹至 99.91，但仍处于 100 关键位置以下，当周跌幅高达 2.4%，基本上是 2020 年以来下跌最快的一周。此前一日公布的美国 6 月 CPI 罕见低于预期构成本轮美元指数速跌的导火索。当周人民币兑美元在岸（CNY）、离岸（CNH）汇率分别升 1.4% 和 1.5%，周五收盘报 7.1325 和 7.1439，7 月以来已经较前期低点升回 1000 点左右。当前是否可以认为美元指数已经进入下行通道？人民币是否将从此前两个月的连续贬值过程扭转为新一轮升值？

图 1：伴随美元指数大幅回落，人民币小幅升值，一篮子汇率指数也有望企稳小幅回升



资料来源：CEIC，华金证券研究所

美元指数疫情以来已经经历了四个升贬周期，在当前的第四个周期中也已经有过三轮小周期波动，并非单边趋势行情，凸显出全球市场自 22Q4 以来对美国经济供需、劳动力市场、以及通胀预期的分歧之大和变动之剧烈。我们需要更加深入的结构分析框架来对下半年美元指数和人民币汇率进行更为合理的分析和预测。简要梳理这四个阶段以更好地呈现美国经济和美元指数大流行以来的复杂性：第一阶段（2020.2-2020.6）大流行导致全球包括美国经济供需两侧的剧烈收缩，经济不确定性骤然提升，全球资金首先向美国本土回流推升美元指数，之后又因重启 QE+零利率宽松而随利率大幅下行。第二阶段（2020.7-2021.9）美国量化宽松与财政赤字货币化和对居民部门的过度补贴相挂钩，居民消费需求迅速走向过热但供给恢复停滞，极度宽松的货币环境下美元指数低位徘徊。第三阶段（2021.10-2022.10）美联储开始 Taper 并自 2022 年 3 月开始加速实施加息以应对趋势性走高的核心通胀，财政补贴退出居民就业意愿有所改善，薪资通胀螺旋初步显示迹象，供给趋于改善，美元指数呈现货币紧缩周期前半段典型的持续上行趋势，一度在 2022 年 9 月底升至 114 以上的四十年高位。第四阶段（2022.11 至今）美国经济开始降温但仍维持稳定增长而非迅速进入衰退，市场预期分歧加大，银行业风险迅速爆发又快速得到处置，全球市场预期波动极大，美元指数从极高位置回落至 100-105 区间之后经历了两轮小周期震荡，当前进入第三次小周期贬值。情况复杂，我们接下来进行详细分析。

图 2：美元指数、美债收益率：大流行以来的四个阶段

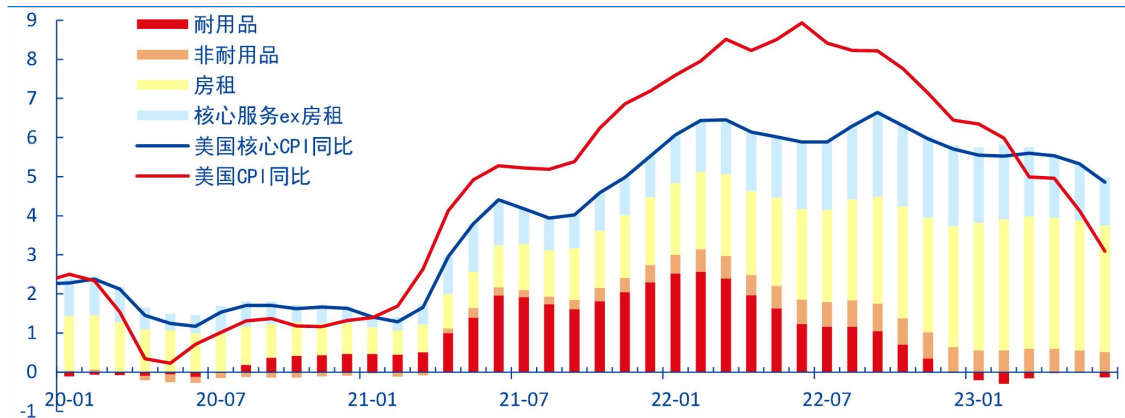


资料来源：CEIC，华金证券研究所

汽车供给增加，而非商品需求走弱导致的通胀偏低

美国 6 月 CPI 低于市场预期，其中核心 CPI 同比涨幅下滑 0.5 个百分点，明显弱于市场预期，是引发本周美元指数大幅下行的主要原因。据当地时间 7 月 12 日美国劳工统计局公布的数据，美国 6 月 CPI 同比 3.0%，时隔 27 个月重回“3 时代”，低于市场预期 0.1 个百分点；核心 CPI 同比 4.9%，亦较市场预期和我们此前的预期分别偏低 0.1 和 0.2 个百分点。由于核心通胀是美联储加息的重要参考指标之一，数据公布后，美元指数迅速回落，10Y 美债收益率也下行 0.1 个百分点至 3.76%。

图 3：美国核心 CPI 同比与贡献结构 (%)

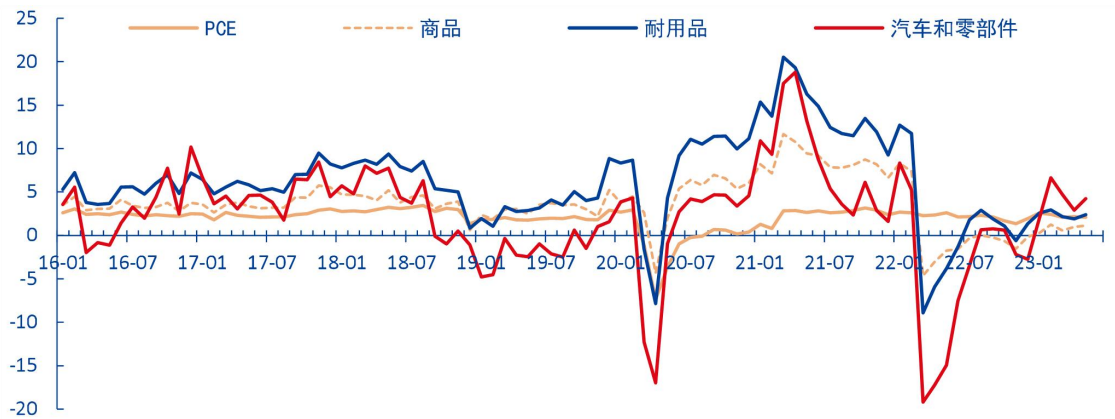


资料来源：CEIC，华金证券研究所

核心通胀超预期走低的最主要原因是汽车价格的大幅下滑，但结合已经公布的 5 月消费数据来看，供给增加而非需求下降可能是本月汽车价格再度下滑的最主要因素，这意味着未来几个月内汽车价格可能再度迎来反转。6 月美国耐用消费品环比大跌 0.3%，低于我们预期达 0.4 个百分点，是核心 CPI 同比低于预期的最主要原因。前者的跌幅主要归咎于 6 月新车和二手车价格的同步明显下跌。从同比来看，美国 CPI 中新车、二手车 6 月同比分别为 4.1%和-5.2%，分别较 5 月进一步下行 0.6 和 1.0 个百分点，而汽车是耐用消费品中的最大分项，汽车价格的迅速回落直接导致了耐用消费品 CPI 同比下滑 0.8 个百分点至-0.8%。在此基础上我们需要判定 6

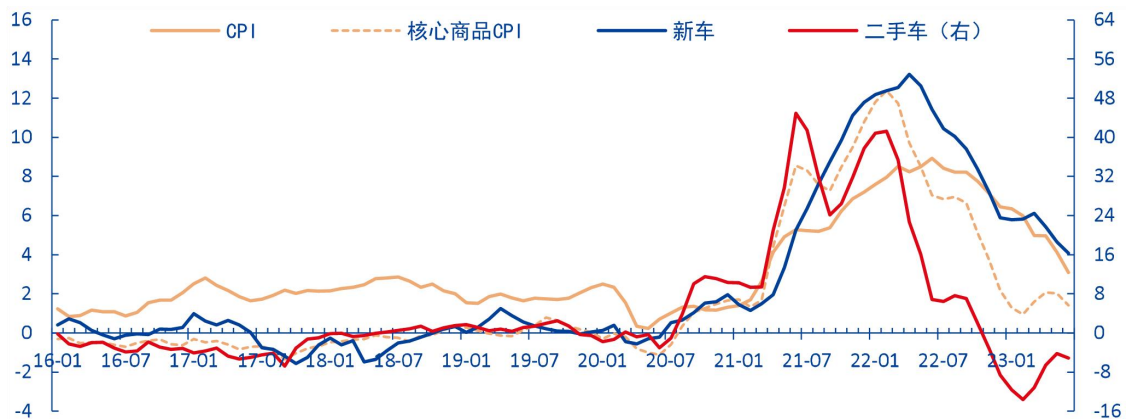
月汽车价格的走弱是源于需求的大幅回落还是供给的明显增加，前者导致的价格下降的可持续是更强的。我们从已经公布的 5 月美国居民实际消费支出（实际 PCE）结构中可以看到，汽车和零部件分项的实际消费同比延续了去年 4 月以来的波动恢复趋势，当前增速高于耐用消费品、总体商品和总体的实际 PCE 同比，也就是说，6 月美国新车和二手车价格的加速回落更多的原因在于供给的迅速增加，以至于将去年年中美国汽车市场的库存短缺全部补充之后，已经形成了新的库存过剩，而从需求侧来看，美国实际上仍处于因前期过度财政补贴、居民超额储蓄和薪资通胀螺旋叠加而导致的商品消费过热区间内。需求仍较好、而供给短期过热，未来的走向更大的概率是往供给增速有所降温、高库存逐步消化，三几个月后价格或有望止跌企稳，并且后续可能逐步小幅回升，从这个角度我们倾向于认为当前美国通胀的走弱是暂时性的。

图 4：美国居民消费支出（PCE）、商品消费、耐用品、汽车及零部件实际同比（%）



资料来源：CEIC，华金证券研究所 注：大流行前两年为两年平均增速

图 5：美国 CPI、核心 CPI、新车和二手车 CPI 同比（%）

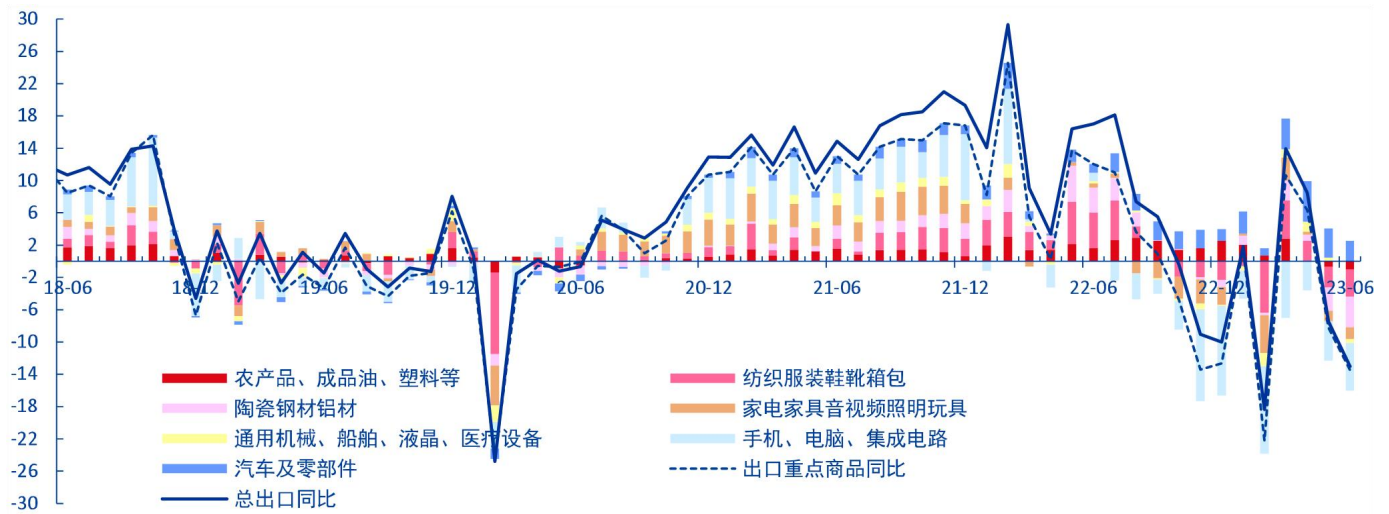


资料来源：CEIC，华金证券研究所

事实上美国汽车市场当前的供给过剩和去年二季度的供给紧张，也与我国去年二季度时上海封控导致的汽车产业链供给瓶颈、以及今年以来汽车出口的爆发性高增直接相关，随着后续出口基数逐步上行，汽车出口同比增速即将迎来合理回落，全球汽车供给也有望逐步趋于均衡。中国整车出口连续保持四个月的同比翻倍以上增速。据乘联会数据，前四个月中国出口汽车数量已超过 200 万辆，即将超过日本成为全球第一大汽车出口国。全球汽车供给瓶颈随着我国汽车

特别是新能源汽车产能的加速释放而明显改观，新车供给一定程度的过剩正在造成美国二手车市场批发价格的大幅下行，传导至美国 CPI 中则体现为耐用消费品同比增速大幅下跌。

图 6：出口重点商品同比（春节调整）及贡献结构（%）

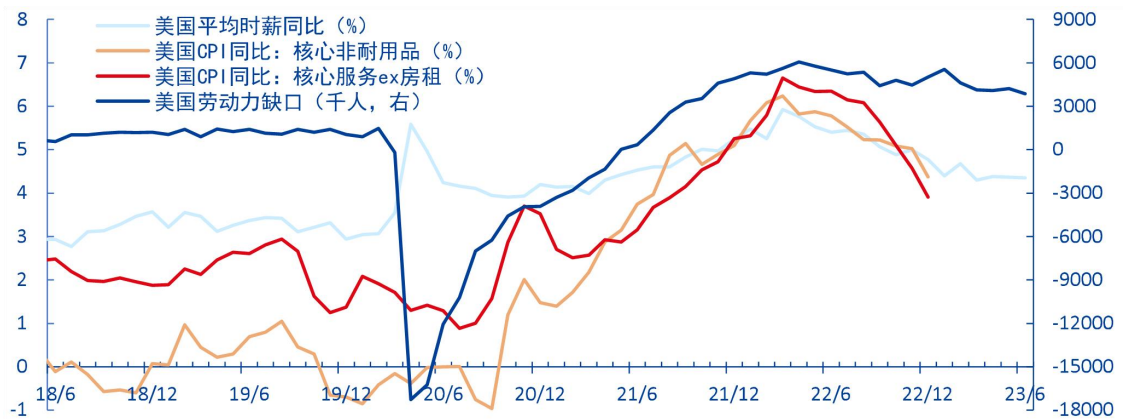


资料来源：Wind，华金证券研究所 注：疫情前两年为两年平均增速

薪资超预期走高、房地产市场回暖，美国 CPI 中期上行压力加大

市场情绪对短期的 CPI 偏低给予了过高的权重，稍早前公布的 6 月美国薪资增速超预期走高显示美国薪资通胀螺旋仍在持续，加之房地产市场二季度以来的边际回暖，美国 CPI 中的非耐用消费品、服务价格可能恰恰面临更大的中期上行压力。不可忽视当前仍处于因美国政府前期巨额财政补贴而导致的居民消费过热阶段，居民就业意愿改善缓慢、薪资增速久久难以下行，收入端得到薪资支撑的美国居民部门以更慢的速度消耗超额储蓄，薪资通胀螺旋事实上正在强化。大约两个季度之后，美国 CPI 中的非耐用消费品、以及除房租外的服务项价格，都可能再度出现下行黏性甚至不排除再度迎来反弹。此外，二季度之后美国短端利率向长端传导失效，长端利率较此前高位下行近 50BP 有效缓解了房地产市场的调整压力，房价二季度止跌，可能令美国 2024 年下半年房租 CPI 再度走高。综合上述三项因素，我们应该对美国本轮通胀下行的黏性和复杂性给予充分的重视。当前我们不建议将美元指数近期的迅速下行简单化的趋势外推，下半年美元指数很大概率重回 100-103 区间，可能因此重新对人民币造成被动贬值压力。

图 7：美国 CPI 非耐用品和除房租外的核心服务直接受时薪增速驱动

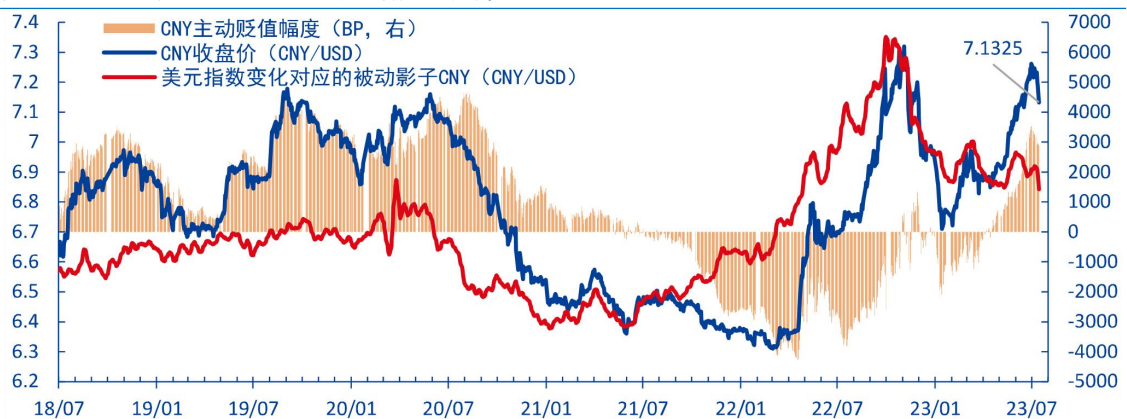


资料来源：CEIC，华金证券研究所

对出口可稍微乐观些，传导至汇率预计 CNY 下半年围绕 7.15 波动

略晚于美国 CPI 公布的中国 6 月出口增速（美元计价）-12.4% 小幅高于市场预期，CNY 本轮跌破 7.2 已包含市场对出口较为谨慎的展望，进出口数据公布后，CNY 主动升贬值部分实际上出现了小幅的修复。但与出口最为强劲的阶段、也是上一轮美元指数位于 100 以下时相对比，当时的 CNY 高达 6.37，这其中因出口偏弱而导致的贬值幅度仍有一定的修复空间。我们在此前的报告《出口环比企稳同比见底，结构变化更加积极——进出口数据点评（2023.6）》中曾指出，6 月因为基数效应，预计出口增速为全年最低，7 月后有望迎来一轮逐步的同比改善。市场对全年出口的展望目前仍比较谨慎，但 6 月出口结构实际上已经出现一定的优化，目前的人民币汇率中尚未完全定价出口下半年改善的可能性，由此我们认为下半年即便美元指数重新上至 100-103 区间，人民币汇率仍有望维持在 7.15 左右而非再度趋贬。

图 8：CNY 汇率（CNY/USD）与主动贬值幅度（BP）



资料来源：Wind，华金证券研究所

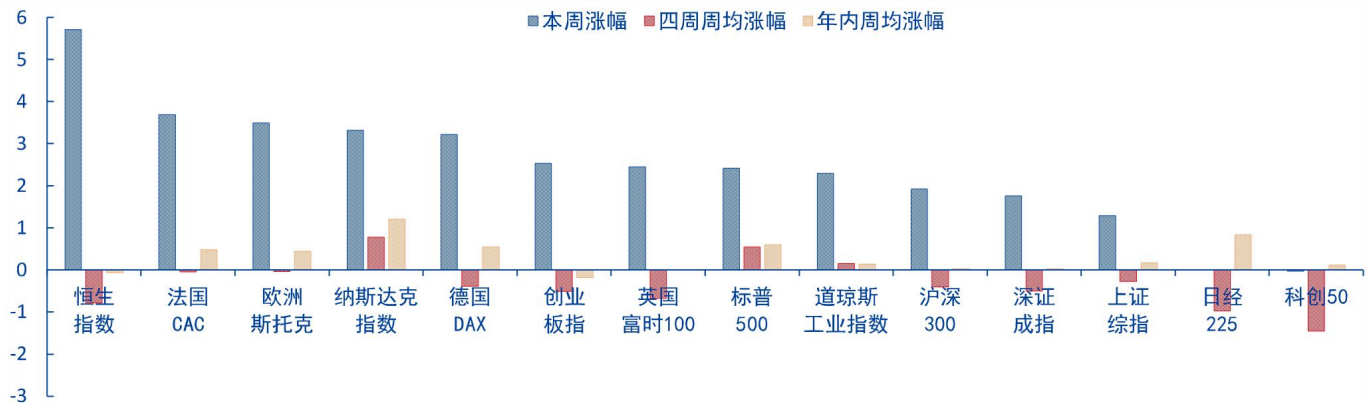
面对当前较为严峻的出口形势和国际环境，我们仍需以中长期的视角看待汇率问题，在全国统一大市场和国内国外双循环尚未完全建立起来之前 CNY 预计不会大幅升值。目前，国内正在进行工业化再布局以及全国统一大市场的建立，只有发展先进制造业，将东部沿海地区现有成熟产能逐步转移至广大的中西部地区，以期再次促进全国范围内的工业化加速，并优化人口区域布局。但这将是一项长期的战略进程，我们需保持足够的耐心。此外，自加入 WTO 以来，我国

经济结构迅速走向出口拉动型，在当前较为严峻的国际竞争环境下，经济政策也强调改善内需、加快建立双循环新发展格局。加之全球经济增速变缓，各国包括发达国家都在积极争夺国内产业链的全球主导性，短期内出口增速或难以恢复到 2020-2021 年的强劲趋势之中。在中美货币分化的大背景下，期待下半年人民币对美元大幅升值可能也是不太实际的。

风险提示：外需超预期降温风险。

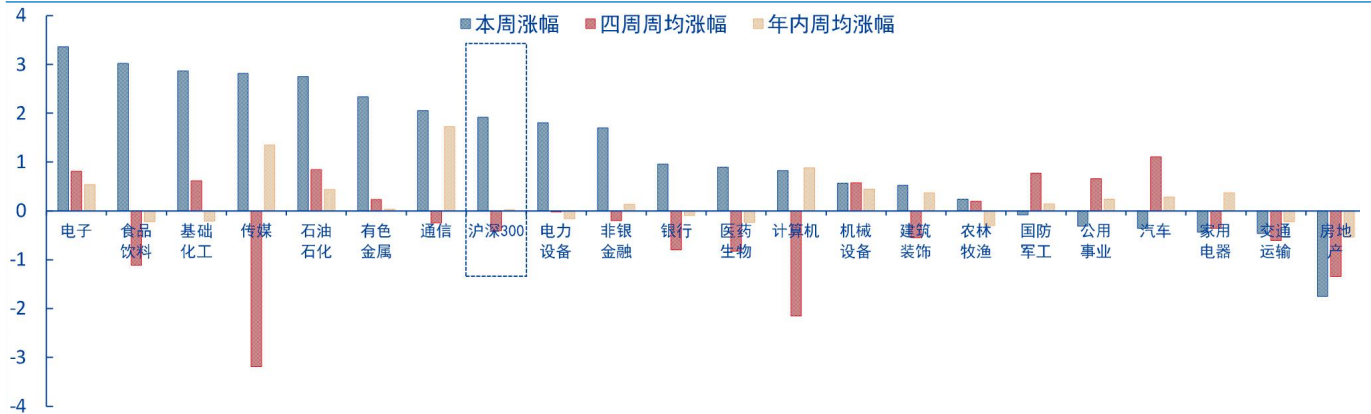
华金宏观-全球宏观资产价格综合面板 (GMAPP)

图 9: 全球股市: 全球主要股市普遍上涨, 港股涨幅最大



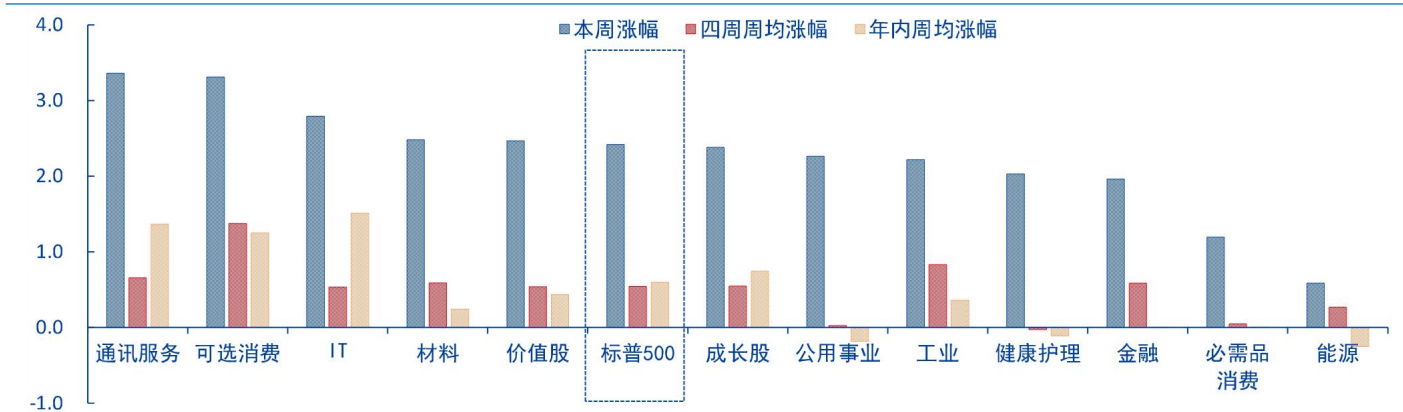
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 10: 沪深 300 及申万一级行业涨幅对比 (%): 本周 TMT 行业涨幅较大, 房地产板块跌幅最深



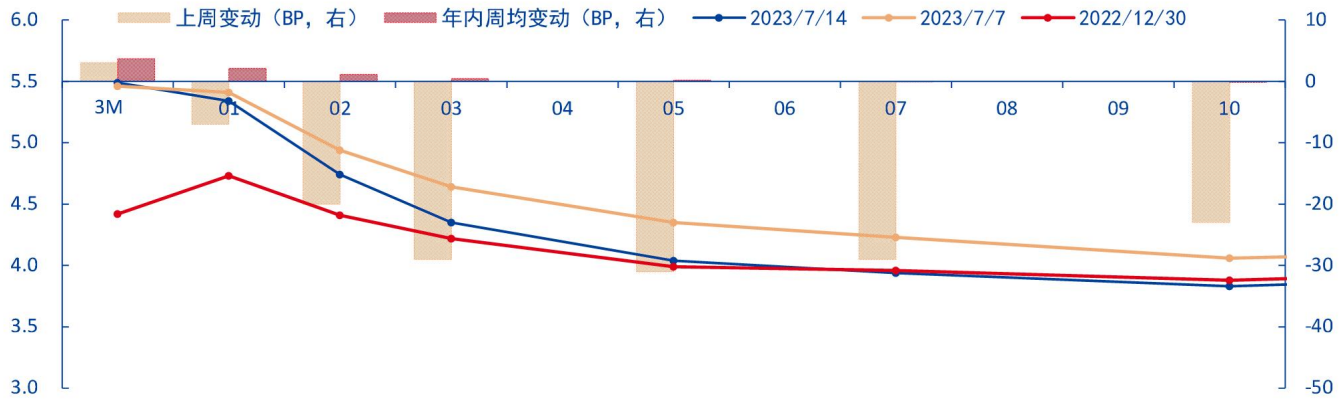
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 11: 标普 500 及行业涨幅对比 (%): 本周美股各板块普涨, 通讯服务、可选消费领涨



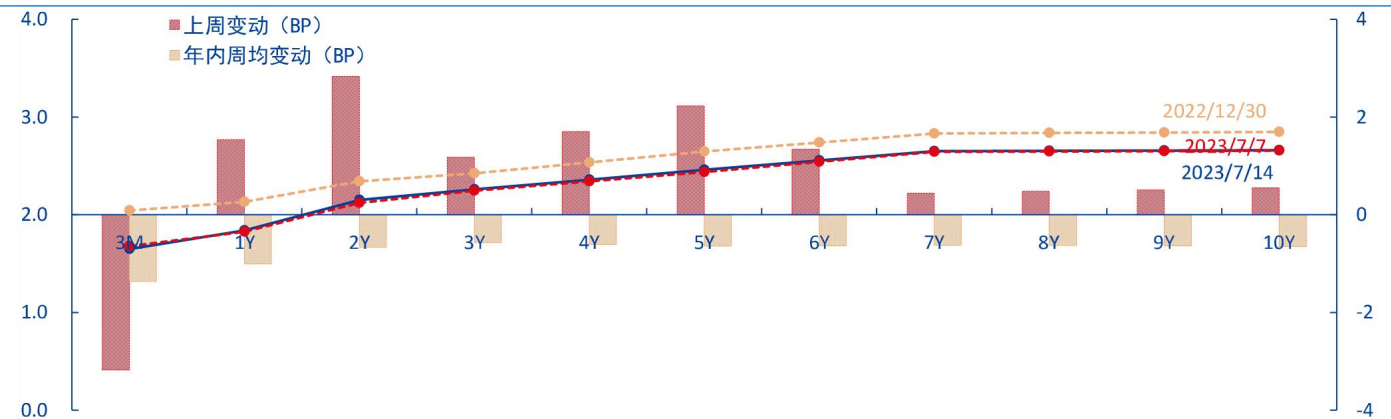
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 12: 美国国债收益率变动幅度: 曲线熊平, 除 3M 外其他期限收益率均下行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 13: 中国国债收益率变动幅度: 1Y 国债收益率上行 2BP



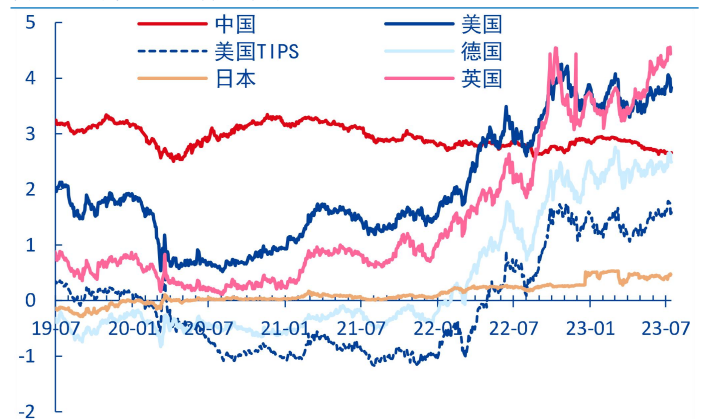
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 本周 1Y 国债收益率上行 2BP (%)



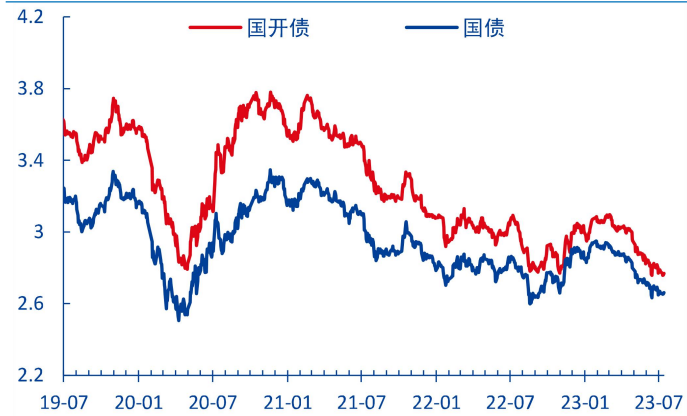
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 15: 中美 10Y 利差缩小 (%)



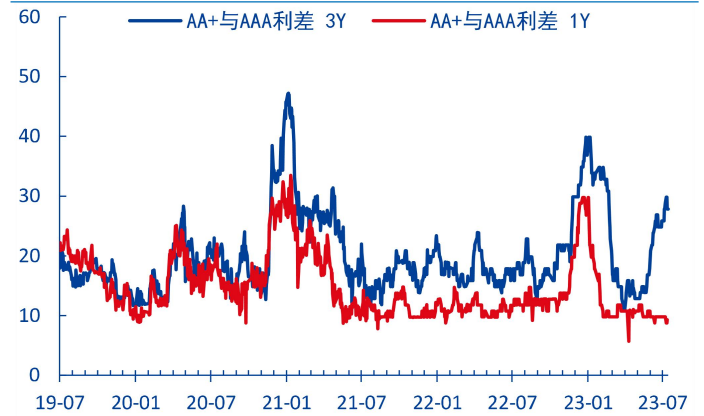
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 16: 10Y 国开债与国债利差进一步缩小 (%)



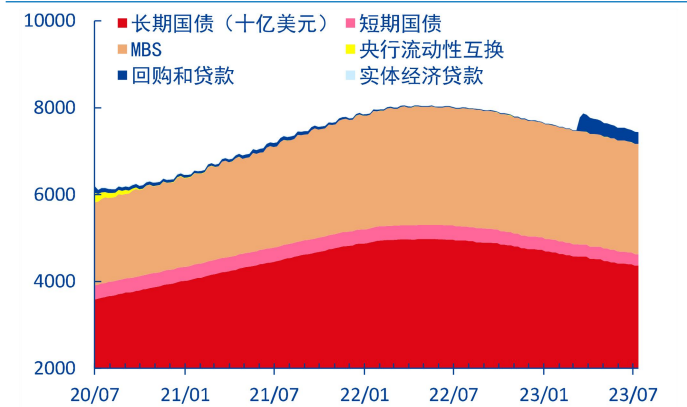
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 17: 1Y 与 3Y 信用利差小幅缩小



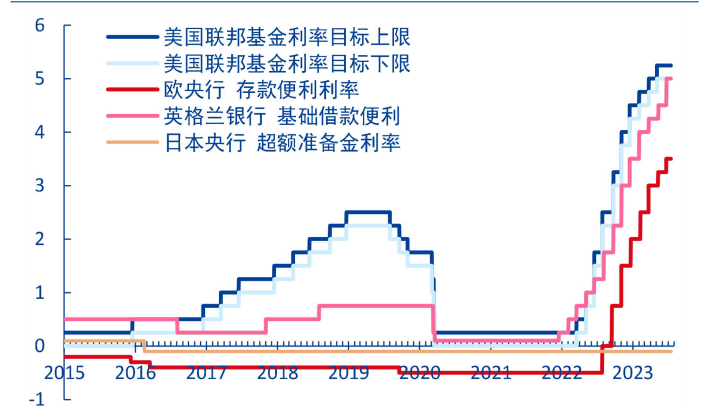
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 18: 美联储本周资产规模小幅减少 (USD bn)



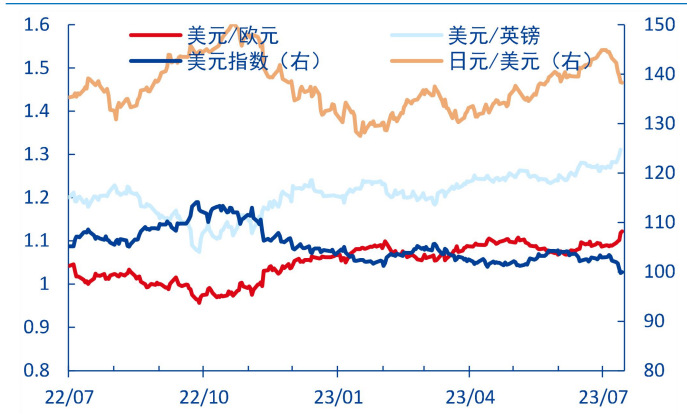
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 19: 主要央行政策利率 (%)



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 20: 全球汇率: 美元指数大幅下滑



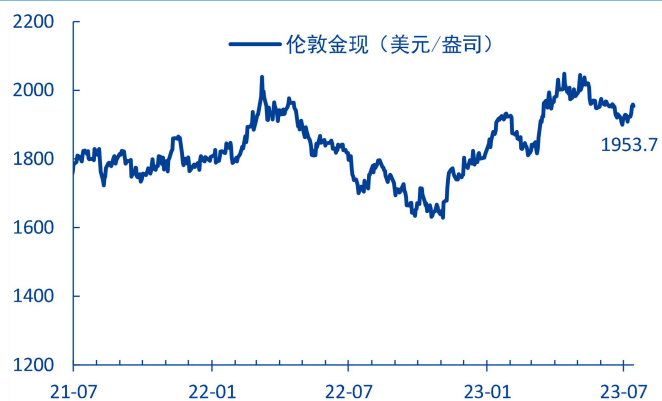
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 21: 人民币本周大幅升值



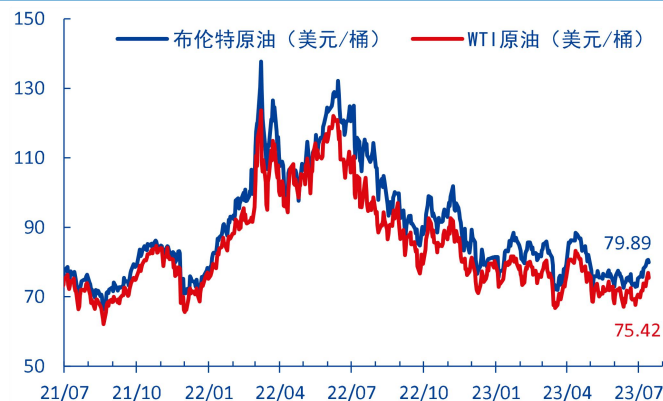
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 22: 金价本周继续上涨



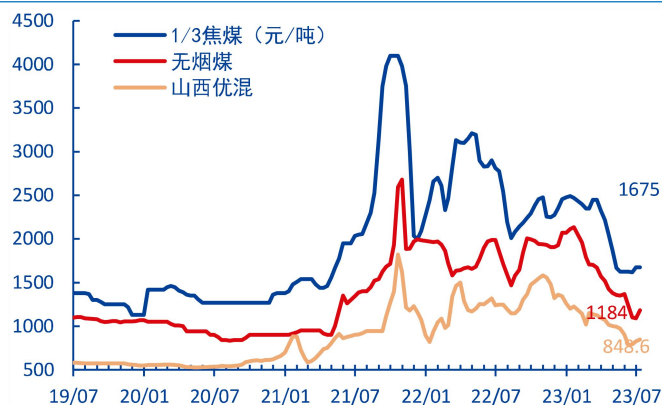
资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 23: 本周油价小幅上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 24: 7月初无烟煤价格反弹, 山西优混继续上行



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 25: 本周铜价大幅上涨



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