

2023年07月22日

从价格形成机制看人民币汇率决定因素及后续走势

宏观研究团队

——宏观经济专题

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

2023年初以来，美元兑人民币汇率从6.7左右较快上行至7.2以上，引发市场关注，并对相关资产价格造成一定扰动。在以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度下，人民币汇率如何决定，后续又将如何变动？

● 从定价机制看人民币汇率的影响因素

1. 国内经济基本面及预期变动是人民币外汇市场供求变动的基础。对我国而言，经济基本面的变化对汇率的影响途径比较多样，一方面贸易差额以及我国对外投资的波动会影响到人民币供需；另一方面，随着我国对外开放逐渐扩大，特别是资本账户的逐渐开放以及人民币强制结汇的取消，经济基本面的预期也会对资金的波动产生重要影响。因此，具体看，包括贸易差额、企业结汇意愿、外资流动、银行自身外汇交易等因素。

2. 美元指数的波动是影响人民币汇率的关键外部因素。人民币汇率中有参考一篮子汇率的因素，考虑到美元在全世界货币体系中的主导地位，综合的美元指数对人民币汇率一篮子货币变动的参考意义相对较大。从历史经验来看，美元指数的波动对人民币汇率的影响较为明显。

3. 央行的态度和操作对人民币汇率走势有重要影响。当前我国央行虽然已经基本退出外汇市场的常态化干预，但在我国实行有管理的浮动汇率制度下，央行汇率管理政策工具箱丰富多样，例如市场沟通、逆周期因子、外汇存款准备金、外汇风险准备金、离岸央行票据、全口径跨境融资宏观审慎管理等，可以对汇率进行有效管理和引导。

● 人民币汇率后续难有持续贬值的动力

1. 国内经济或已在底部，市场预期下行空间有限。从当前的汇率水平来看，大概率已充分反映市场对经济复苏进程较缓的悲观预期。结合近期的经济数据、金融数据以及政策表态，我们认为国内经济或已在底部，市场预期下行的空间有限，对人民币汇率抑制作用或也将逐渐减轻。此外，从5月份的结售汇数据来看，当前企业结汇的意愿相较于售汇更高，反映出外汇市场的预期相对较为稳定。不过我们需要看到，当前经济内生动能仍较弱，下半年国内经济修复过程可能并非一帆风顺，短期内人民币汇率或将承压。

2. 美联储加息已近尾声，美元指数继续上升空间有限。从当前美国的各项经济数据来看，美联储虽然大概率会在7月份再次加息25bp，但随着劳动力市场的更加均衡、通胀动能的逐渐减弱以及经济下行压力的加大，美联储要做的可能更多是等待货币紧缩政策逐渐发挥作用，货币政策操作会更加谨慎，整体来看加息已近尾声，后续其对美元指数的支撑逐渐减弱。在没有重大地缘政治风险以及其他风险事件的情况下，美元指数也难以获得外部支撑。

3. 央行政策工具箱充足，人民币难以形成单边贬值趋势。从过去的经验来看，若人民币汇率出现单边波动预期，央行将会综合使用一系列政策工具。7月20日，央行将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，从而增加外汇供给，减轻人民币贬值预期和压力。这充分体现央行稳定汇率的态度，离岸人民币和在岸人民币汇率均出现一定幅度的升值。

● **风险提示：**国内经济复苏不及预期，美联储紧缩超预期。

相关研究报告

《民企东风将至——兼评《关于促进民营经济发展壮大的意见》——宏观经济点评》-2023.7.20

《财政收支下滑，关注增量政策——宏观经济点评》-2023.7.20

《Q2 GDP 不及预期的两点思考和新一轮修复的确认——兼评6月经济数据——宏观经济点评》-2023.7.18

目 录

1、 从价格形成机制看人民币汇率的决定因素.....	3
1.1、 人民币汇率定价机制沿革	3
1.2、 从定价机制看人民币汇率的影响因素.....	4
1.2.1、 国内经济基本面及预期变动是人民币外汇市场供求变动的基础	4
1.2.2、 美元指数的波动是影响人民币汇率的关键外部因素	7
1.2.3、 央行的态度和操作对人民币汇率走势有重要影响.....	7
2、 人民币汇率后续难有持续贬值的动力	9
2.1、 国内经济或已在底部，市场预期下行空间有限.....	9
2.2、 美联储加息已近尾声，美元指数继续上升空间有限.....	12
2.3、 央行政策工具箱充足，人民币难以形成单边贬值趋势.....	13
3、 风险提示.....	14

图表目录

图 1： 经常账户是我国国际收支的最重要部分.....	4
图 2： 贸易差额与人民币汇率走势大体相关.....	5
图 3： 银行代客涉外收入与人民币汇率联系较为紧密.....	5
图 4： 结汇率与国内制造业 PMI 相关度比较高	5
图 5： 中美 10 年期国债利差与人民币汇率相关度较高.....	6
图 6： 银行自身结售汇差额金额相对较少	6
图 7： 美元指数与人民币汇率走势相关度较高.....	7
图 8： 人民币汇率分析框架图	8
图 9： 6 月制造业 PMI 企稳.....	9
图 10： 5 月结汇率环比下降较售汇率慢	10
图 11： 我国贸易顺差仍保持相对高位.....	10
图 12： 中美 10 年期国债收益率利差近期有所收窄.....	11
图 13： 外资持对中国债券投资出现回升	11
图 14： 外资对中国股市投资有所回升	11
图 15： CFETS 等人民币汇率指数持续承压.....	12
图 16： 5 月美国劳动力缺口再度下降	13
图 17： 美国核心通胀出现较大幅度下行	13
图 18： 近期美元指数与美债收益率均出现下行.....	13
图 19： 人民币离岸与在岸汇率近期均出现上行.....	14
表 1： 改革开放后人民币汇率制度演进与改革进程一览.....	3
表 2： 央行汇率管理工具及对汇率影响机制简析.....	8

汇率及其价格机制的变动，对任何经济体而言都是非常重要的议题。2023 年初以来，美元对人民币汇率从 6.7 左右较快上行至 7.2 以上，引发市场关注，并对相关资产价格造成一定扰动。本篇报告从人民币汇率的价格形成机制出发，一探人民币汇率的影响因素与后续变化。

1、从价格形成机制看人民币汇率的决定因素

1.1、人民币汇率定价机制沿革

自 2005 年以来，我国人民币汇率实施的是以**市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，有管理的浮动汇率制度**。该制度包括三个方面的内容：一是以市场供求为基础的汇率浮动，发挥汇率的价格信号作用；二是根据经常项目主要是贸易平衡状况动态调节汇率浮动幅度，发挥“有管理”的优势；三是参考一篮子货币，即从一篮子货币的角度看汇率，不片面地关注人民币与某个单一货币的双边汇率¹。

不过在具体的实践过程中，人民币汇率机制仍在不停的进行改革。2005 年“7.21”汇改后，人民币汇率机制仍然围绕着扩大人民币汇率波动幅度进行了持续改革，并完善了相关的配套性措施，逐渐开放了资本账户。2015 年的“8.11”汇改针对人民币中间价报价机制进行了完善，虽然初期遭遇人民币较快贬值的逆风，但是随着 CFETS 人民币汇率指数的发布以及引进逆周期因子，人民币汇率开始企稳，并成为当前人民币汇率的主要形成机制。从近期来看，人民币的弹性在不停提升，人民币兑美元汇率的双向波动态势益发明显。

表1：改革开放后人民币汇率制度演进与改革进程一览

时间	汇率形成机制演进与改革
1978-1993 年	外汇管理体制改革的起步阶段，改革主要为增强企业外汇自主权，并实行汇率双轨制。
1994 年	实行了人民币市场汇率与官方汇率的并轨，取消外汇留成制度，实行银行结售汇制度，实行 以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度 ，建立统一规范的外汇市场。
1996 年	取消所有经常性国际支付和转移的限制，实现人民币经常项目可兑换。
2002 年	建立合格境外机构投资者制度（QFII），跨境证券投资开放取得重大进展。
2005 年	7 月 21 日，实行 以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制 。并改革人民币汇率中间价报价机制，由“参考上一日银行间市场加权价确定”变更为“参考上一日收盘价确定”。
2005-2014 年	人民币兑美元汇率每日波动幅度由 0.3% 逐渐上升至 2%，并逐渐开放资本账户。
2015 年	8 月 11 日，做市商在每日银行间外汇市场开盘前， 参考上一日银行间外汇市场收盘汇率 ，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。12 月 11 日，中国外汇交易中心推出 CFETS 人民币汇率指数 ，引导市场关注人民币有效汇率。
2017 年	5 月 26 日，外汇市场自律机制核心成员基于市场化原则将人民币对美元汇率中间价报价模型由原来的“收盘价+一篮子货币汇率变化”调整为“ 收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子 ”，缓解市场的顺周期行为。

资料来源：中国人民银行、国家外汇管理局、开源证券研究所

¹ <http://www.pbc.gov.cn/huobizhengceersi/214481/214545/214769/3871699/index.html>

1.2、从定价机制看人民币汇率的影响因素

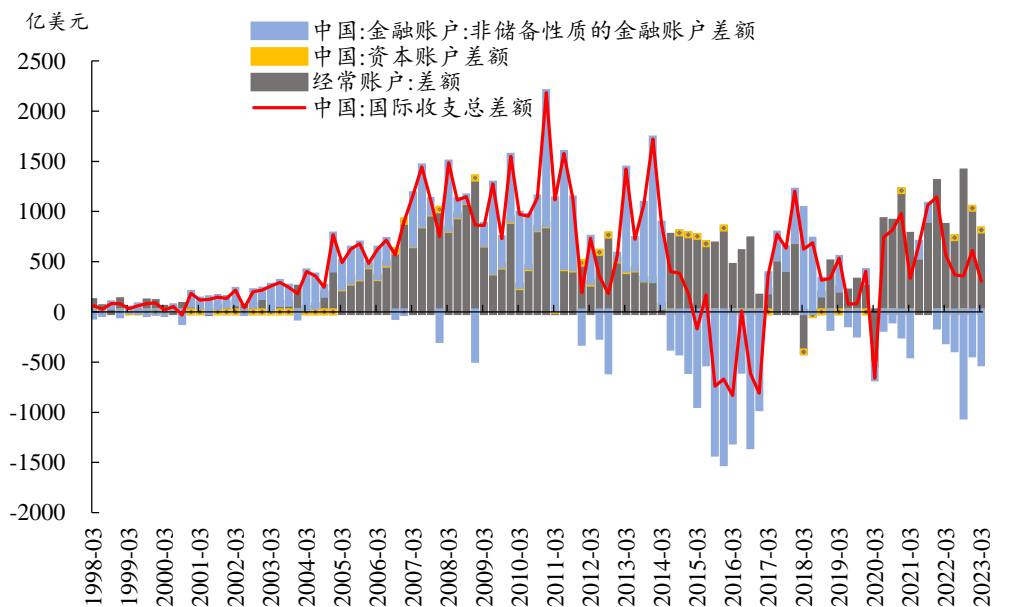
由上述分析可知，随着我国汇率制度改革不断推进，人民币汇率的市场化程度以及弹性都在不断增强。在当前的定价机制下，我国人民币主要是由三个因素共同决定，即外汇市场（主要是银行间外汇市场）的人民币供求、参考的主要国家货币汇率变动情况、央行的引导管理。具体到价格形成上，当前每日人民币汇率不能超过中间价的上下 2%，根据中国外汇交易中心规定，中间价的报价机制为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”，我们以此为出发点，探究如何通过这三个因素对人民币汇率走势进行分析与判断。

1.2.1、国内经济基本面及预期变动是人民币外汇市场供求变动的基础

理论上，当一国经济快速增长时，其实际汇率应该升值²。因此一国经济情况的变化，应该会较为充分的体现在汇率的变动上。不过在通过经济基本面对人民币汇率的变动进行分析时，我们认为实际情况会更加的复杂多样。一则我国虽然是贸易大国（经常账户可兑换），但资本账户还没有完全放开，因此国际收支中货物贸易占比较高；二则经济基本面的变化对汇率的影响途径也比较多样，一方面贸易差额以及我国对外投资的波动会影响到人民币供需；另一方面，随着我国对外开放逐渐扩大，特别是资本账户的逐渐开放以及人民币强制结汇的取消，经济基本面的预期也会对资金的波动产生重要影响。具体而言：

从经济基本面变化导致的人民币汇率变化来看，在 2001 年我国加入 WTO 之后，货物贸易便成为我国国际收支中的最重要构成部分，因此货物贸易差额代表的经常账户的相对变化应该是人民币汇率变动的基础。

图1：经常账户是我国国际收支的最重要部分



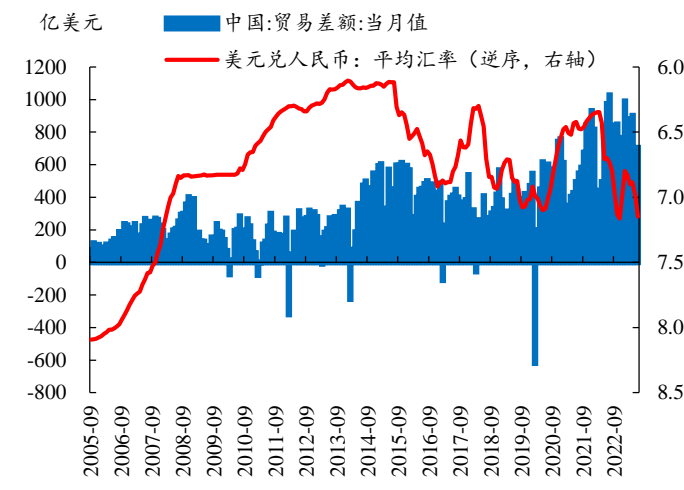
数据来源：Wind、开源证券研究所

但如果将每月的贸易差额同美元对人民币的汇率走势放在一起看，自 2005 年“7.21”汇改之后，虽然人民币汇率整体同货物贸易差额的变动较为一致，即贸易顺差积累较多，人民币大概率会随之出现升值，但这样的关系在短期内却经常出现

² 最广为人知的是购买力平价理论，以及“巴拉萨—萨缪尔森效应”（指在经济增长率越高的国家，工资实际增长率也越高，实际汇率的上升也越快的现象。）

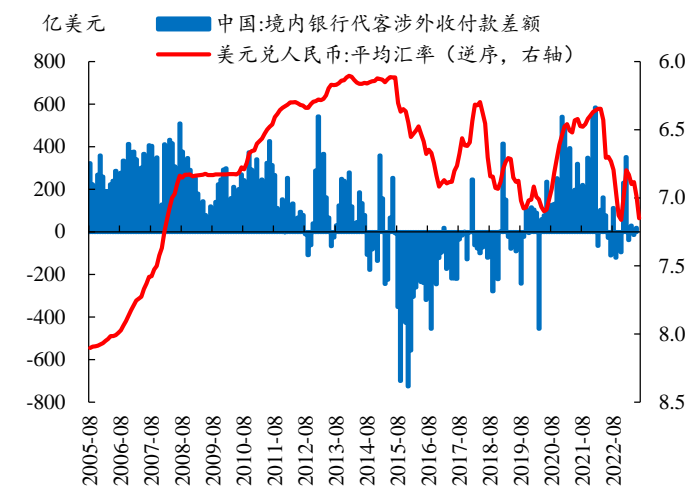
背离。考虑到我国近年来对外开放扩大，有可能会有对外投资的金额扩大，因此我们从更为直接的银行代客涉外首付款差额来看，其与人民币汇率变动的关系要更为紧密一些，但短期内背离的情况仍然经常出现。

图2：贸易差额与人民币汇率走势大体相关



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：银行代客涉外收入与人民币汇率联系较为紧密

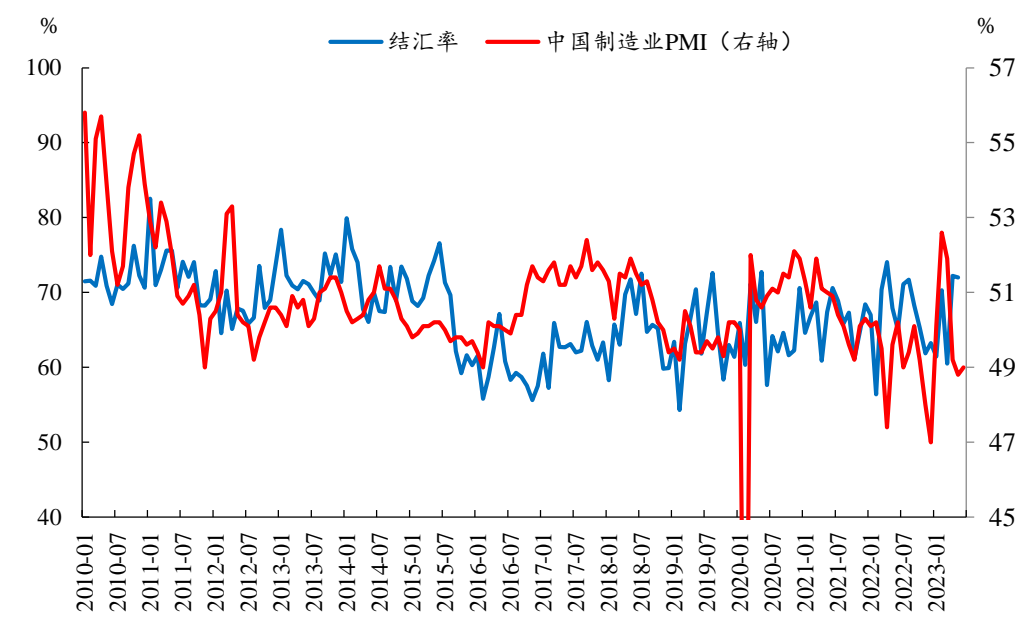


数据来源：Wind、开源证券研究所

由此可见，经济基本面的变动，以及由此带来的人民币供需的变化，确实是人民币汇率中长期走势的基础，但短期内与人民币的汇率走势经常存在背离的情况，我们认为这或因外汇市场参与主体对中国经济基本面的预期发生变化，从而带动人民币汇率发生波动。具体而言：

对企业来说，若国内需求相对较弱，考虑到人民币可能会面临后续的贬值压力，在不强制结汇的政策背景下，其可能会选择持有外汇，以最大化兑汇收益，结汇意愿会相对较低，制造业 PMI 与结汇率³也存在着较为明显的正向联系。

图4：结汇率与国内制造业 PMI 相关度比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

³ 结汇率计算方式为：银行代客结汇金额/银行代客涉外外币收入。

此外对企业而言，其在面临汇率波动时的选择也很重要。对新兴市场国家而言，当本国货币贬值时，经常会触发资金流出，形成“贬值—资本流出—进一步贬值”的恶性循环。对我国而言，相关的压力也存在。若人民币汇率贬值时，企业选择进行结汇，卖出美元，此时人民币进一步贬值的压力将会降低，央行干预的动力将会减少，反之则有可能触发央行外汇政策变动。

从外资流动的角度来看，随着我国资本市场对外开放的幅度越来越大，外资在人民币汇率中的地位也越来越重要。而中美经济周期所处位置、货币政策变动会使得外资的资产配置发生变化，进而对人民币汇率产生影响。我们可以观察到，近年来10年期中美国债收益率利差与美元兑人民币汇率相关度非常高。

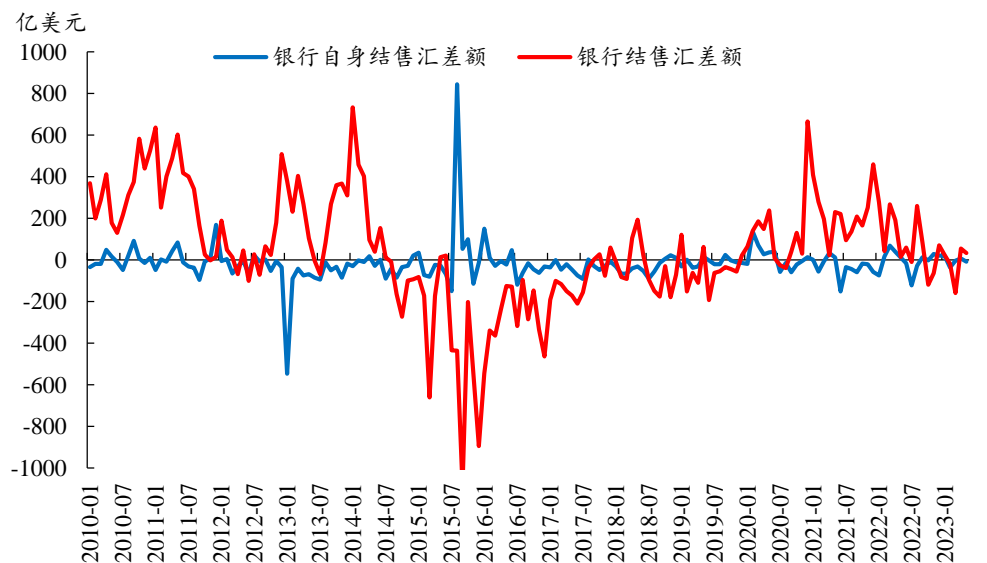
图5：中美10年期国债利差与人民币汇率相关度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

最后，银行自身外汇交易也会对人民币汇率形成一些影响。除代客结售汇外，银行自身也有外汇交易需求，因此其自身的结售汇差额也会对人民币汇率形成一定影响。在某些时间节点由于金额较大，甚至会对人民币汇率起到比较重要的影响。

图6：银行自身结售汇差额金额相对较少



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、美元指数的波动是影响人民币汇率的关键外部因素

人民币汇率中有参考一篮子汇率的因素，这也是中间价形成机制中的重要环节。中国外汇交易中心在 2015 年发布了 CFETS 人民币汇率指数，并公布了人民币参考的货币篮子构成，当前共包含 24 种货币，其中美元、欧元等占比较高⁴。在具体的分析过程中，作为影响人民币汇率的外部因素，考虑到美元在全世界货币体系中的主导地位，综合的美元指数对人民币汇率一篮子货币变动的参考意义相对比较大。

图7：美元指数与人民币汇率走势相关度较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

如上图所示，美元指数的波动对人民币汇率的影响较为明显。在对美元指数进行分析时，由于其构成中最主要的货币是欧元⁵（57.6%），因此可以观察（1）美欧经济的相对强弱（两者 PMI 走势）；（2）美联储与欧央行的货币政策走向，以及可能引发的资金之间的流动。此外，由于美元具有一定的避险功能，因此还需要观察是否有全球性的风险事件发生（地缘政治、经济金融危机等）。

1.2.3、央行的态度和操作对人民币汇率走势有重要影响

当前我国央行虽然已经基本上退出外汇市场的常态化干预，但是在我国实行有管理的浮动汇率制度下，央行对于人民币汇率的影响力是非常大的。目前来看，有以下几种政策工具：（1）市场沟通，窗口指导，扭转相关的预期；（2）逆周期因子，可以直接对中间价进行干预；（3）外汇存款准备金，在人民币贬值的时候，可以降低外汇存款准备金，增加外汇供给；（4）外汇风险准备金，上调外汇风险准备金，会增加银行的即期购汇成本（准备金不付息），减少即期的外汇需求，有助于缓解人民币贬值压力；（5）离岸央行票据，人民币贬值压力大的时候，央行可以发行票据，回收人民币流动性；（6）全口径跨境融资宏观审慎管理，如果上调相关参数，可以让企业和金融机构去境外多融资，从而缓解人民币贬值压力；（7）动用外汇储备直接干预，进行外汇买卖。

⁴ 中国货币网还同步更新公布 BIS 货币篮子人民币汇率指数和 SDR 货币篮子人民币汇率指数，可以作为人民币综合汇率的参考指标，其区别在于货币篮子的权重有所不同。具体参见：<https://www.chinamoney.com.cn/chinese/bkrmbidx/>

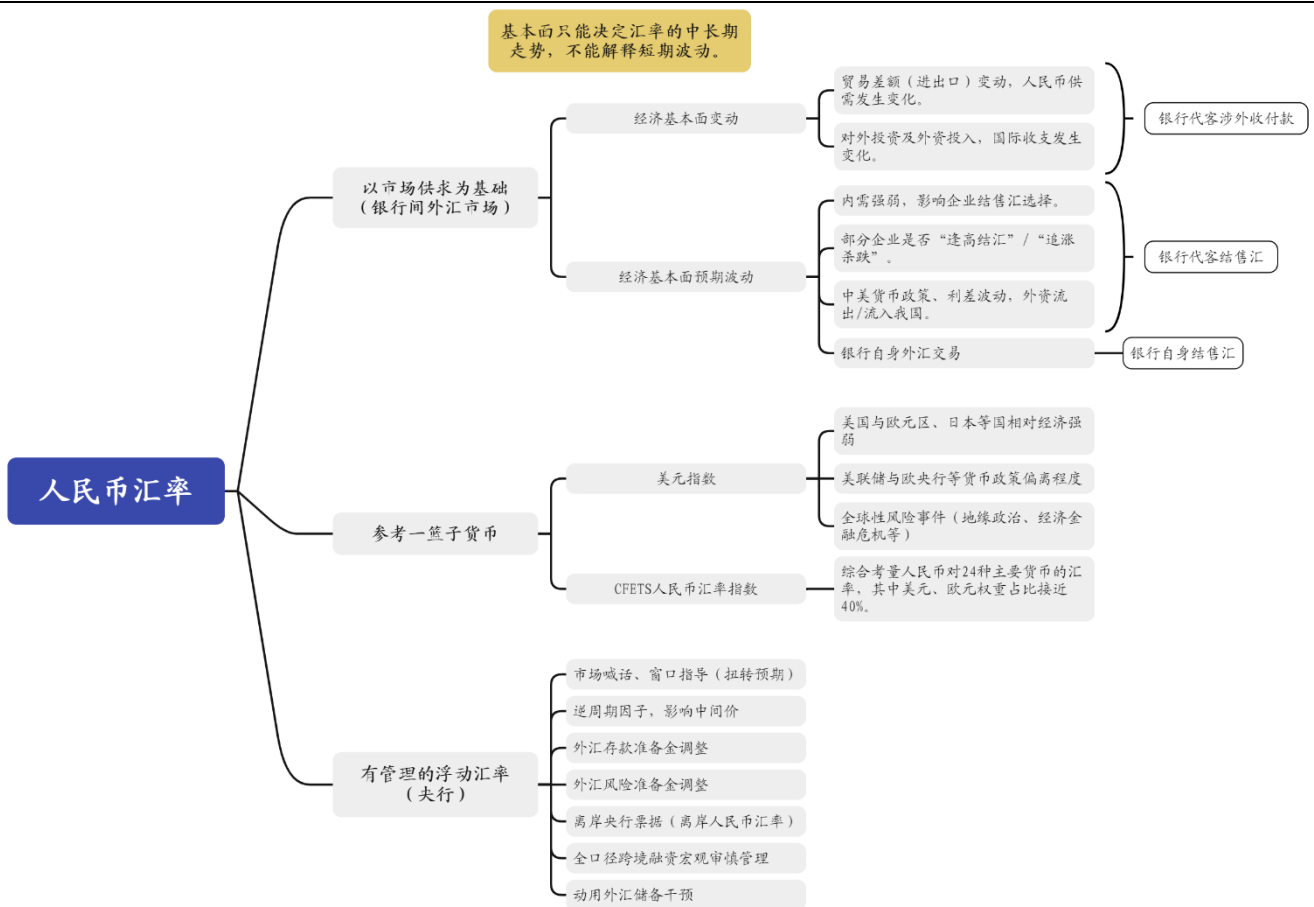
⁵ https://www.theice.com/publicdocs/futures_us/ICE_Dollar_Index_FAQ.pdf

表2: 央行汇率管理工具及对汇率影响机制简析

央行汇率管理政策工具	对汇率影响机制
市场沟通、窗口指导	扭转市场对汇率的预期，从而对人民币汇率走势发挥影响作用。
逆周期因子	一是有助于中间价更好地反映宏观经济基本面；二是有助于对冲外汇市场的顺周期波动，使中间价更加充分地反映市场供求的合理变化。在中间价报价模型中引入“逆周期因子”，可通过 校正外汇市场的顺周期性 ，在一定程度上将市场供求还原至与经济基本面相符的合理水平，从而更加充分地发挥市场供求在汇率形成中的决定性作用，防止人民币汇率单方面出现超调。
外汇存款准备金	央行于2004年10月29日设立，当人民币 贬值 压力较大时，央行可以降低外汇存款准备金率，从而释放银行体系内的外汇流动性，减轻人民币贬值压力，反之亦然。
外汇风险准备金	央行于2015年8月31日设立，主要通过影响汇率远期价格，调节远期购汇行为。当人民币 贬值 的预期比较强时，通过上调外汇风险准备金率，可以增加企业远期购汇成本，从而减少外汇需求，反之亦然。
全口径跨境融资宏观审慎管理	央行于2016年4月29日发布《中国人民银行关于在全国范围内实施全口径跨境融资宏观审慎管理的通知》，正式在全国范围内实行全口径跨境融资宏观审慎管理，当人民币 贬值 预期较强时，央行可以调升相关参数，从而扩大境内机构境外融资的规模，从而改善外币供给，减轻人民币贬值压力，反之亦然。 该举措主要影响人民币离岸汇率。
离岸央行票据	央行于2018年9月20日与香港特别行政区金融管理局签署《关于使用债务工具中央结算系统发行中国人民银行票据（“央行票据”）的合作备忘录》，旨在便利中国人民银行在香港发行央行票据。当离岸人民币汇率 贬值 预期较强时，央行可以通过增发央行票据，收回人民币流动性，从而缓解人民币贬值压力，反之亦然。
动用外汇储备干预	央行直接通过外汇储备对人民币汇率进行干预，不过当前已经基本退出。

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

图8: 人民币汇率分析框架图



资料来源：开源证券研究所

2、人民币汇率后续难有持续贬值的动力

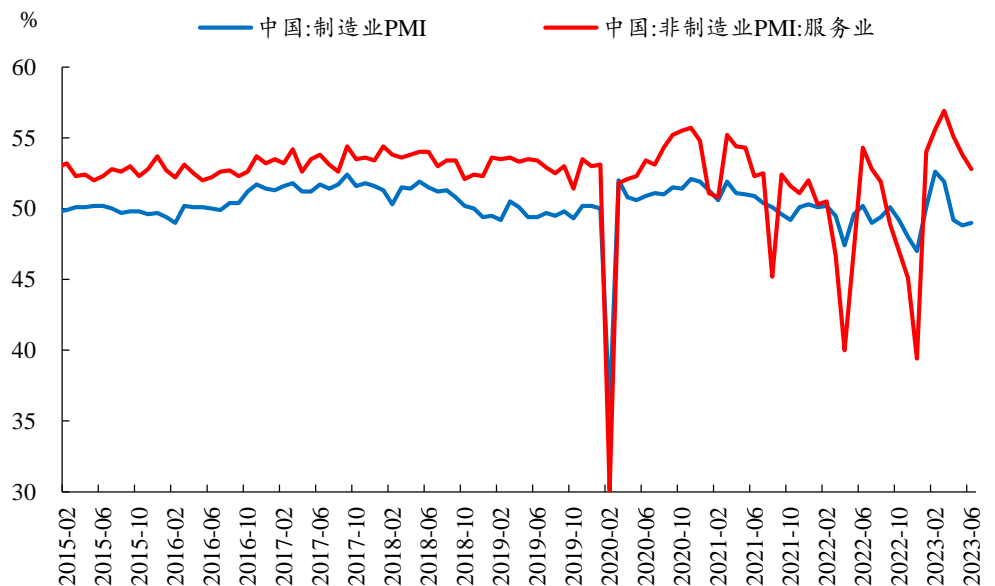
在前期的报告中，我们认为人民币大概率会维持双向波动（详见报告《人民币汇率并不存在中长期贬值基础》），彼时美国通胀预期提升，美联储鹰派表态，带动美元指数接连上涨，人民币汇率面临较为严峻的外部压力。同时国内经济非典型复苏，市场预期相对低迷，人民币迎来一轮贬值。立足当下，根据前述分析框架，我们认为人民币后续难有继续贬值动力，不过短期内承压或在所难免。

2.1、国内经济或已在底部，市场预期下行空间有限

如前文分析框架所示，国内经济基本面可以决定人民币汇率长期走势，但市场参与者对国内经济的预期对短期汇率的影响更大。从当前的汇率水平来看，大概率已充分反映市场对经济复苏进程较缓的悲观预期。结合近期的经济数据以及政策表态，我们认为国内经济或已在底部，市场预期下行的空间有限，对人民币汇率抑制作用或也将逐渐减轻。

从经济数据上来看，2023年二季度我国实际GDP同比增长6.3%，虽低于市场预期，但这一方面可能是市场忽略了第二轮疫情的冲击；另一方面则是支出法预测可能高估了二季度GDP。分项上看，消费出现回升迹象，固定资产投资企稳。伴随着第二轮疫情退场，6月经济数据和7月高频数据均指向经济筑底回升，第二轮经济内生修复已然启程。（详见报告《Q2 GDP不及预期的两点思考和新一轮修复的确认——6月经济数据点评》）

图9：6月制造业PMI企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

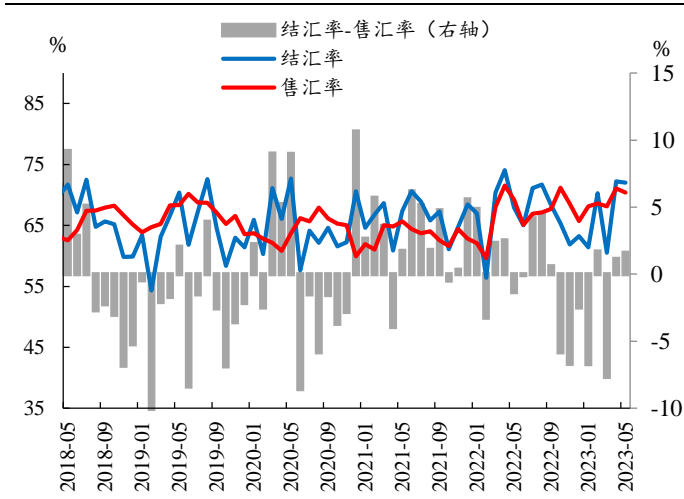
从金融数据上来看，6月新增社融中人民币信贷规模超预期，居民端信贷显著好转，企业贷款维持韧性。作为2023年宽信用的关键变量，我们认为居民端贷款需求正逐渐回暖，随着后续地产需求端进一步放松和其他扩内需政策出台，居民消费有望恢复企稳，可以对居民信心的实质改善密切关注。（详见报告《6月金融数据喜忧参半》）

从政策表态上来看，2023年6月16日国常会指出“研究推动经济持续回升向好

的一批政策措施。针对经济形势的变化，必须采取更加有力的措施，增强发展动能，优化经济结构，推动经济持续回升向好”⁶。2023年7月19日，中共中央、国务院发布《关于促进民营经济发展壮大的意见》，包括持续优化民营经济发展环境、加大对民营经济政策支持力度、强化民营经济发展法治保障等8个方面共31条细则⁷。这反映了中央决策层对短期经济问题和长期发展动能的深刻认识，有利于稳定市场主体预期、激发市场活力、实现转型升级和高质量发展。结合7月7日平台金融业务从集中整改转为常态化监管、7月12日召开平台企业座谈会，后续来看民企支持和稳增长政策有望进一步发力。（详见报告《民企东风将至——兼评《关于促进民营经济发展壮大的意见》》）

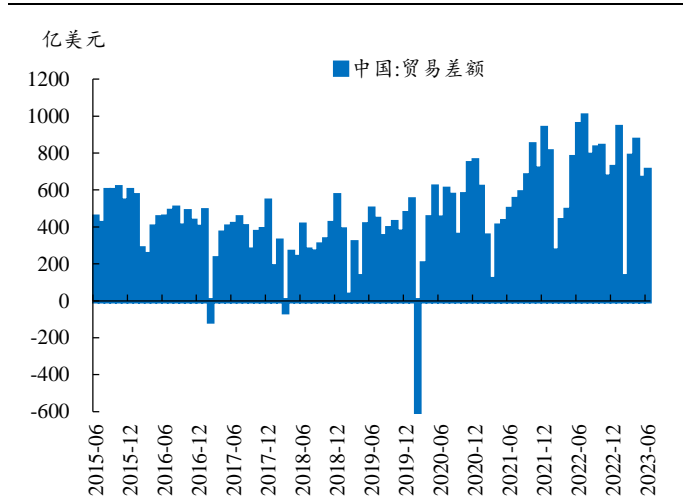
总的来看，随着国内经济底部区间的基本确认，市场预期也将难有更多的下行空间。事实上，从5月份的结售汇数据来看，当前企业端对人民币汇率的预期并没有转向单边贬值。5月银行结汇率为72%，相较4月份下降0.23个百分点，但同期售汇率为70.4%，较4月下降0.67个百分点。结汇率环比降幅较售汇率更小，表示企业等外汇市场参与主体在人民币贬值的背景下，结汇的意愿相较于售汇更高，反映出外汇市场的预期相对较为稳定，外汇市场的价格调节功能还在正常发挥作用。而6月份我国贸易顺差录得706亿美元，整体仍处于高位，在结汇率意愿仍较高的情况下，人民币汇率将会获得较为坚实的支撑。

图10：5月结汇率环比下降较售汇率慢



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：我国贸易顺差仍保持相对高位



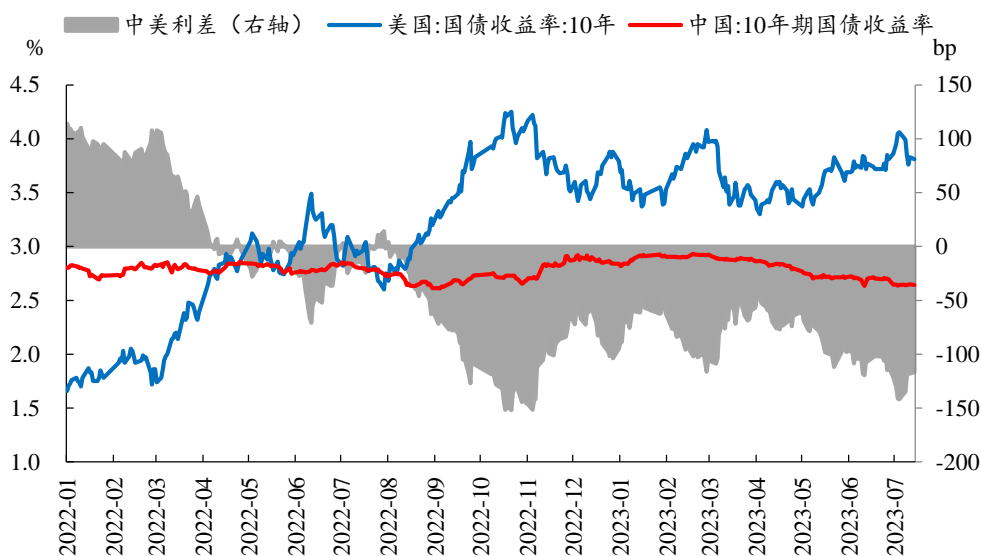
数据来源：Wind、开源证券研究所

从外资流动来看，预期后续也将企稳好转。近期随着10年期美债收益率的走弱，10年期中美国债收益率利差已经出现了一定程度的缩减，这将有助于外资对中国权益及债券市场的投资。事实上，从债券通项下境外持有中国债券的环比变动来看，5月份境外持有中国债券金额环比增加194亿。股票市场亦有相同情况，6月北上资金累计净流入140亿元，扭转了4-5月份净流出趋势，或显示当前外资预期已经止跌企稳。后续随着经济开启新一轮修复，相关资金的预期也有望随之缓慢回升。

⁶ http://www.xinhuanet.com/mrdx/2023-06/17/c_1310728162.htm

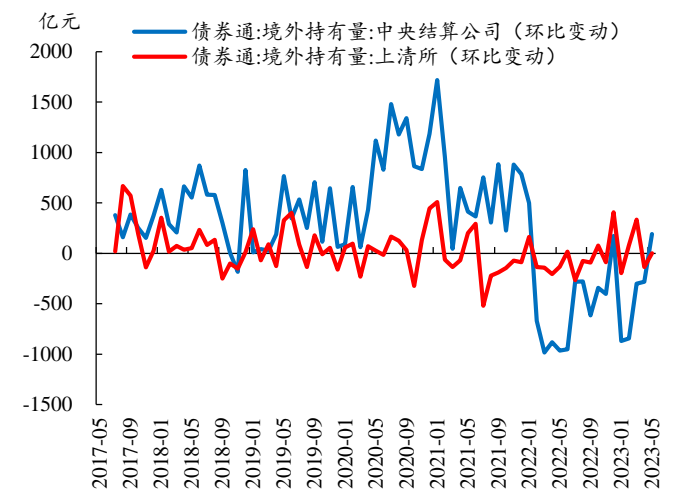
⁷ <http://news.cctv.com/2023/07/19/ARTIsd1WRc0XXVozQdEVw2lJ230719.shtml>

图12：中美10年期国债收益率利差近期有所收窄



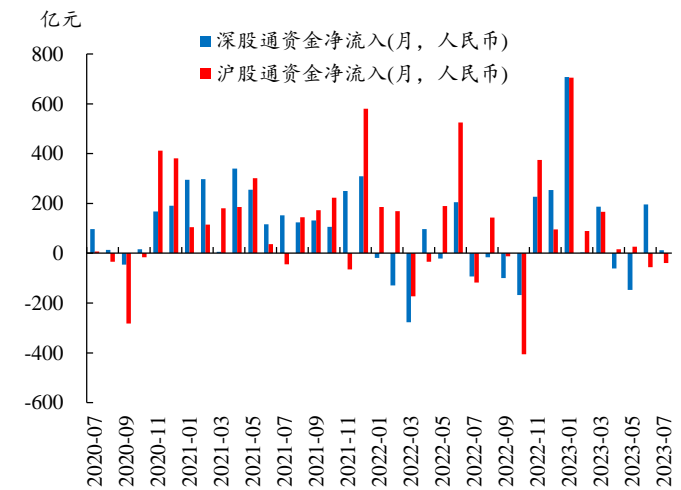
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：外资持对中国债券投资出现回升



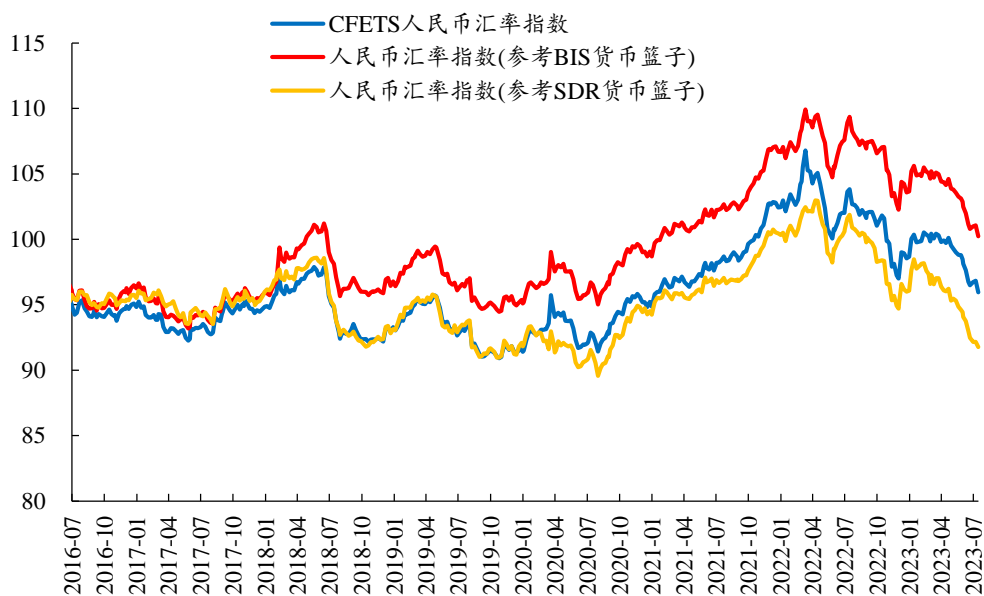
数据来源：Wind、开源证券研究所

图14：外资对中国股市投资有所回升



数据来源：Wind、开源证券研究所，7月数据截至7月20日。

不过仍需看到，当前我们面临长期增长动能转换和短期经济动能偏弱的双重压力，青年失业率仍高，下半年国内经济修复过程可能并非一帆风顺，还需要政策发力呵护。因此虽然国内经济即将开启新一轮修复，但向上斜率还存在诸多不确定性，市场参与主体可能保持观望，从这个角度来看，之前驱动人民币汇率贬值的悲观预期或难快速转变，因此短期内人民币汇率或将承压。这也是我们看到较为综合的CFETS人民币汇率指数以及SDR、BIS篮子人民币汇率指数等相对承压的重要原因。

图15：CFETS 等人民币汇率指数持续承压


数据来源：Wind、开源证券研究所

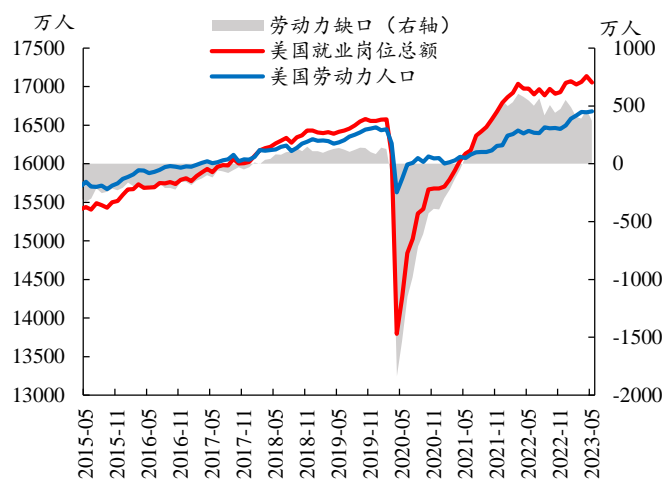
2.2、美联储加息已近尾声，美元指数继续上升空间有限

在6月FOMC会议上，美联储宣布暂停加息，为本轮加息周期开始以来首次。而最新的点阵图显示2023年将加息至5.5%-5.75%，较3月份提升50bp，超出市场预期。发布会上美联储主席鲍威尔表态也较鹰派，并认为2023年降息是不合适的，受此影响，美元指数和美债收益率均有所上行。（详见报告《鹰派表态或将是美联储后续主基调——6月FOMC会议点评》）

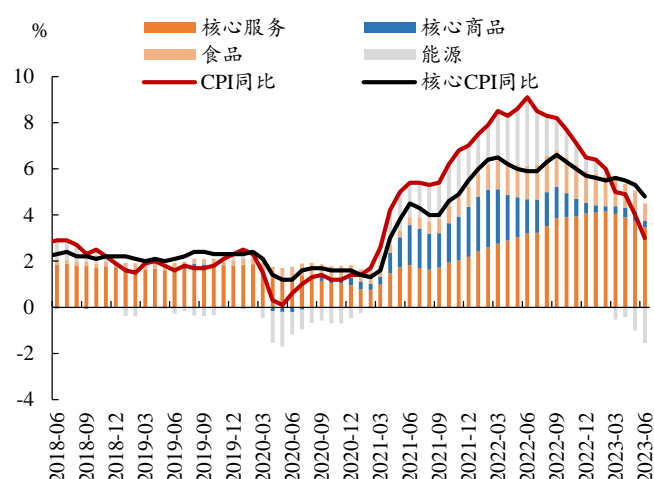
但从6月非农就业数据来看，美国新增非农就业与失业率均出现下降，其中失业率的再度走低反映的是劳动供给的改善，考虑到职位需求的下降，意味着后续劳动力市场供需会趋向更加平衡。因此当前美国就业市场虽仍略有紧张，但下行趋势未变，且可能处于拐点。若更多的劳动力回到市场，带动薪资继续下降，叠加岗位需求继续减少，失业率和新增就业数量走势有望统一，届时美国劳动力市场降温速度可能加快，对通胀的支撑力度将会减弱。从美国6月通胀数据来看，不仅是整体通胀水平出现下行，核心通胀的同比与环比均出现较大幅度的下行，且去除房租的核心通胀（超级核心服务通胀）亦呈现相同的走势，显示当前美国通胀的内生动能出现下降，美国去通胀进程取得了一定的成效。且考虑到核心商品和服务都有确定性下行趋势，美联储再往后加息的必要性或将减弱，从而带动近期10年期美债收益率以及美元指数均出现一定幅度下行。

我们认为从当前美国的各项经济数据来看，美联储虽然大概率会在7月份再次加息25bp，但随着劳动力市场的更加均衡、通胀动能的逐渐减弱以及经济下行压力的加大，美联储要做的可能更多是等待货币紧缩政策逐渐发挥作用，货币政策操作会更加谨慎，整体来看加息已近尾声。

随着美联储的加息周期进入尾声，其对美元指数的支撑逐渐减弱。考虑到欧央行目前加息进程也接近终点，美欧经济的相对强弱以及资本流动预计也将保持相对稳定，在没有重大地缘政治风险以及其他风险事件的情况下，美元指数也难以获得外部支撑。因此后续来看，美元指数短期内继续上升的空间也较为有限，因此对人民币汇率而言，其外部压力将会逐渐减弱。

图16: 5月美国劳动力缺口再度下降


数据来源: FRED、开源证券研究所

图17: 美国核心通胀出现较大幅度下行


数据来源: Bloomberg、开源证券研究所

图18: 近期美元指数与美债收益率均出现下行


数据来源: Wind、开源证券研究所

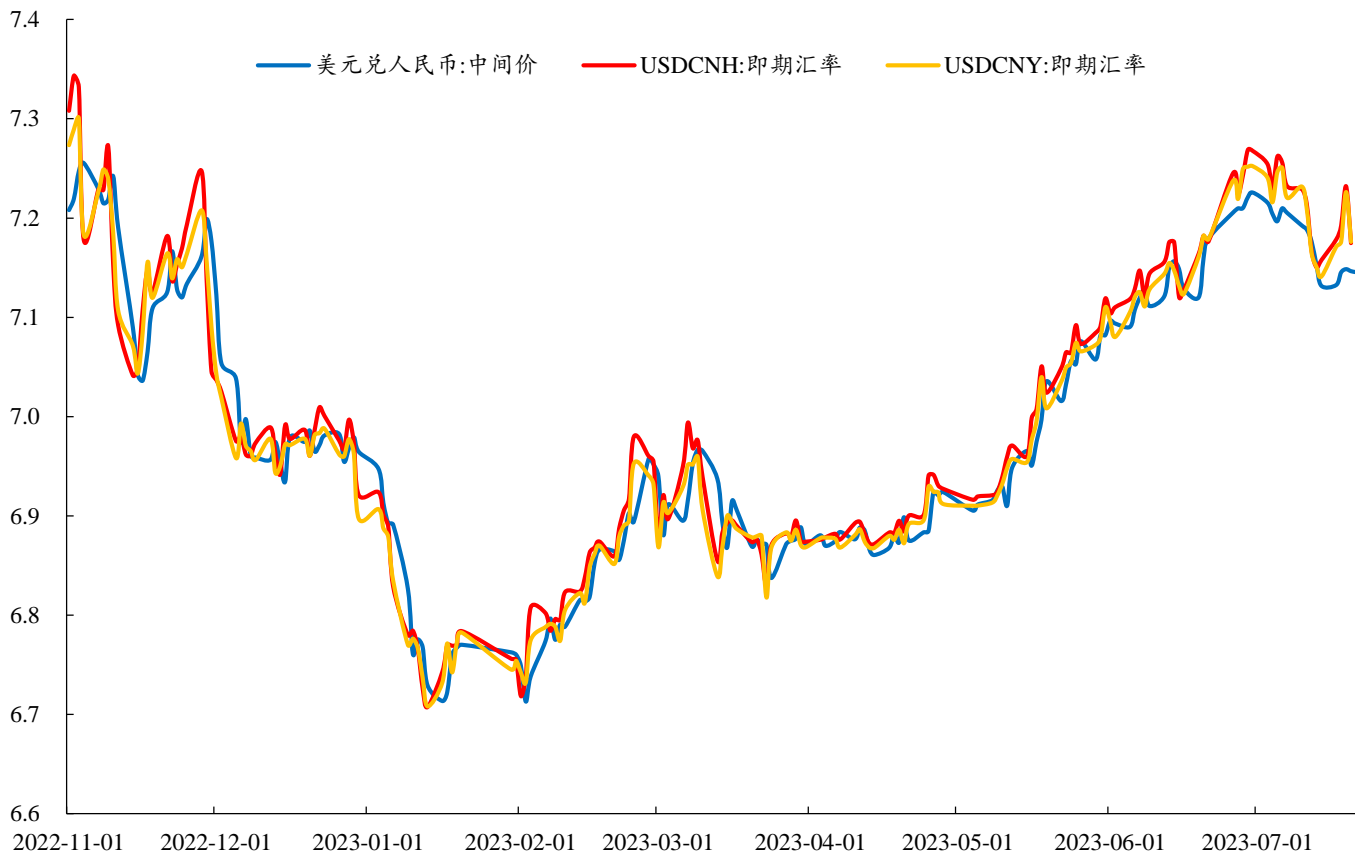
2.3、央行政策工具箱充足，人民币难以形成单边贬值趋势

从我们前文的分析可知，当前央行对外汇市场进行管理的工具储备充足。从过去的经验来看，若人民币汇率出现单边波动预期，央行将会综合使用上述政策工具对人民币汇率进行有效管理。

而当前央行也已经开始行动，7月20日，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，继续增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25

上调至 1.5⁸。该参数上调后，可以增加外汇供给，从而减轻人民币贬值预期和压力。但更为重要的是央行稳定汇率的态度，政策公布后，离岸人民币和在岸人民币汇率均出现一定幅度的升值。

图19：人民币离岸与在岸汇率近期均出现上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、风险提示

国内经济复苏不及预期，美联储紧缩超预期。

⁸ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/4994743/index.html>

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn