

南京银行资金运营中心金融市场研究部，印文 刘怡庆

**摘要：**6 月下旬以来，全球需求底部反弹，但短期仍面临压力，能源价格同比下降令美欧终端通胀明显降温。美国信贷条件维持稳定，内需下滑中有韧性，就业市场维持偏紧，核心通胀超预期降温，市场弱化对美联储“鹰”派程度的预期，长期美债收益率上冲至高点后大幅回落，美元指数大幅走贬。后续美国部分经济数据可能仍有较好表现，进而可能驱动美元稍反弹。欧元区经济维持一定下滑，核心通胀高位盘整，欧央行维持十分“鹰”派态度，美欧利差从高点大幅回落，欧元受提振大幅升值。短期欧元区经济数据可能进一步下滑，进而令欧元兑美元稍走贬。日本经济维持较好，核心通胀继续处于偏高水平，同时近三十年来最大幅度加薪令名义薪资增速明显上涨，这存在强化核心通胀韧性的趋向，日本央行维持大幅宽松，但部分官员呼吁考虑放宽 YCC 调控，日元受提振大幅升值。日央行 7 月会议预计难以做出超预期决策，日元兑美元短期可能震荡为主。随着美元走贬，人民币兑美元有所升值。由于中美利差倒挂仍维持在较高水平，国内经济恢复仍偏弱，人民币兑美元短期预计偏弱。

**关键词：**薪资增速；通胀压力；收益率曲线控制；中美利差；汇率

## 目 录

一、全球底部反弹不改美欧终端通胀降温趋势.....	- 2 -
(一) 全球需求底部反弹.....	- 2 -
(二) 国际能源价格有所反弹.....	- 2 -
(三) 美国欧元区含能源终端通胀降温明显.....	- 3 -
二、美国核心通胀降温加快.....	- 4 -
(一) 美国信贷条件维持稳定.....	- 4 -
(二) 美国内需下滑中有韧性.....	- 5 -
(三) 美国就业市场偏紧，核心通胀降温加快.....	- 7 -
三、市场确信加息基本见顶令美元大幅下跌.....	- 10 -
(一) 美联储加息趋于见顶.....	- 10 -
(二) 美债收益率短期预计延续震荡行情.....	- 11 -
(三) 美元指数短期可能稍有反弹.....	- 12 -
四、主要非美货币走势.....	- 13 -
(一) 欧元兑美元短期预计稍回落.....	- 13 -
(二) 英镑兑美元短期预计偏强.....	- 16 -
(三) 日元兑美元短期预计震荡.....	- 19 -

## 一、全球底部反弹不改美欧终端通胀降温趋势

### (一) 全球需求底部反弹

6月，对全球需求有前瞻指示作用的韩国出口同比增速为-6%，较5月的-15.2%大幅回升，显示全球需求从底部有所好转。美国经济的韧性和日本经济向好，以及中国经济在降息驱动下行弱修复对全球需求带来了支撑。韩国出口底部明显反弹可能显示全球需求基本触底，难以进一步下滑，但同时美欧高利率持续仍对其需求抑制在增强，全球需求仍面临一定压力，明显回暖仍有待时间。

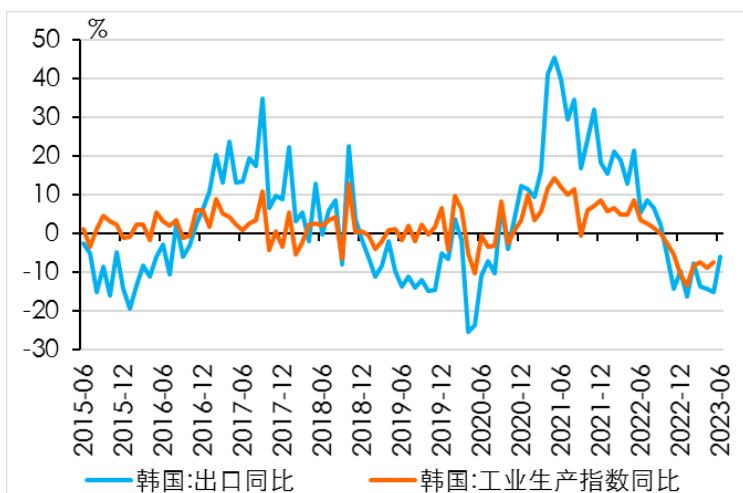


图 1 韩国出口和工业生产同比增速

资料来源: Wind。

### (二) 国际能源价格有所反弹

6月下旬以来，国际油价震荡走升。7月初，沙特宣布额外100万桶/日的减产延长1个月至8月底，俄罗斯也宣布在8月每天减少50万桶石油出口，同时全球需求底部反弹，美元短期走弱，国际油价因此震荡走升。至7月11日，布伦特油价上行至79.4美元/桶，较6月底上涨6%。夏季高温提升欧洲天然气发电需求，全球天然气期货也从底部有所反弹。在全球需求底部震荡和OPEC+推动额外减产共同作用下，全球能源价格预计维持当前水平震荡。与去年同期比，当前能源价格已大幅下降，预计

继续令全球生产端通胀降温。

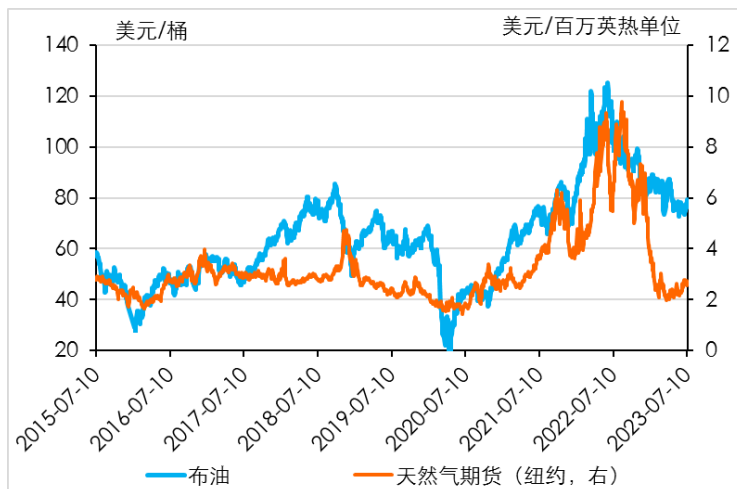


图 2 布油和纽约天然气期货价格

资料来源：Wind。

### （三）美国欧元区含能源终端通胀降温明显

美欧生产端通胀降至正常水平。6月，美国PPI同比增速0.2%，低于前值1%。5月，欧元区PPI同比增速-1.5%，低于前值0.9%；英国工业品输出PPI同比增速3%，大幅低于前值5.2%。日本生产端通胀也有所降温，但增速水平稍偏高。6月，日本PPI同比增速4.1%，低于前值5.2%。

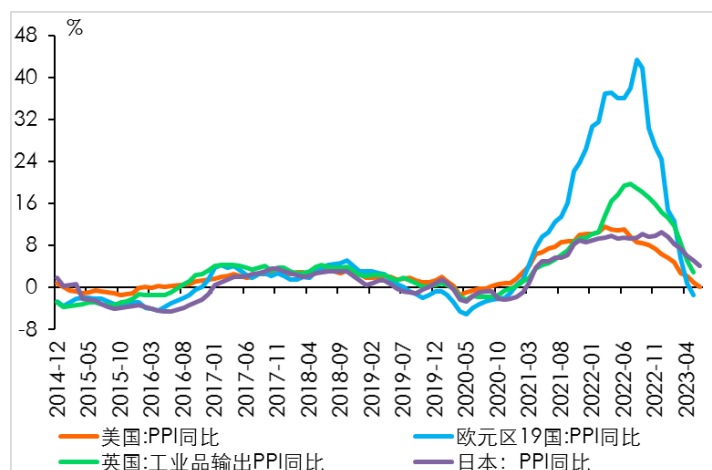


图 3 美欧日 PPI 同比增速

资料来源：Wind。

主要发达经济体终端通胀降温速度出现分化，美国和欧元区受能源价格驱动降温较快。6月，美国CPI同比增速3%，略低于预期3.1%，明显低于前值4%；欧元区CPI同比增速5.5%，低于预期5.6%和前值6.1%，能源价格低位是驱动欧元区整体终端通胀降温较快的原因。6月，日本东京CPI同比增速3.1%，不及预期3.4%，略低于前值3.2%，降温并不明显。5月，英国CPI同比增速8.7%，持平前值，高于预期8.5%，整体终端通胀降温放缓。

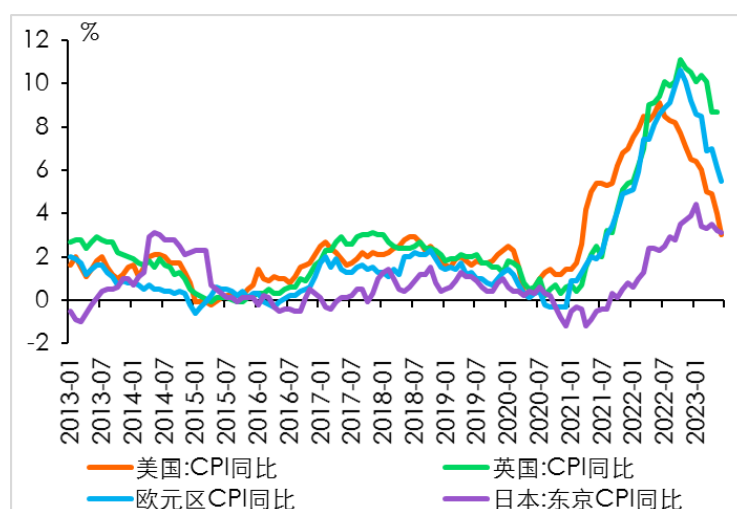


图 4 美欧日 CPI 同比增速

资料来源：Wind。

## 二、美国核心通胀降温加快

### (一) 美国信贷条件维持稳定

6月下旬以来，美国银行业存贷款规模保持稳定，信贷条件较平稳。至6月28日，美国银行体系存款规模为17.34万亿美元，基本持平前两周；美国银行体系贷款规模为17.31万亿美元，同样基本持平前两周。

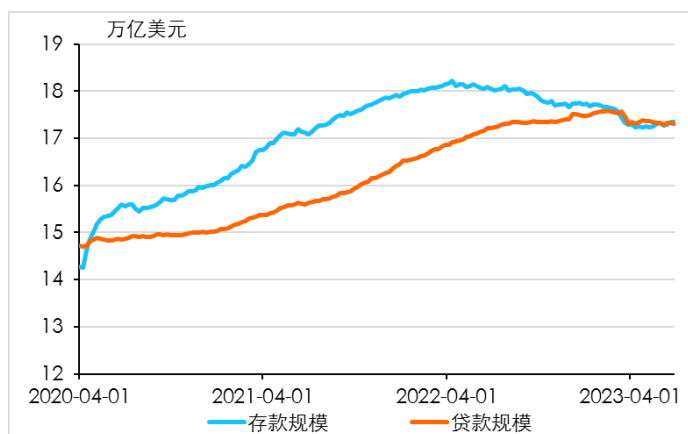


图 5 美国银行业存贷款规模

资料来源：Wind。

6月下旬以来，美国各类型贷款规模保持稳定，基本持平6月上旬水平。至6月30日，工商业贷款规模2.75万亿美元，住房抵押贷款规模2.52万亿美元，商业不动产抵押贷款规模2.92万亿美元，消费贷款1.89万亿美元。自4月下旬开始，美国信贷条件持续平稳近3个月，这令美联储暂停收紧维稳市场的诉求降低。

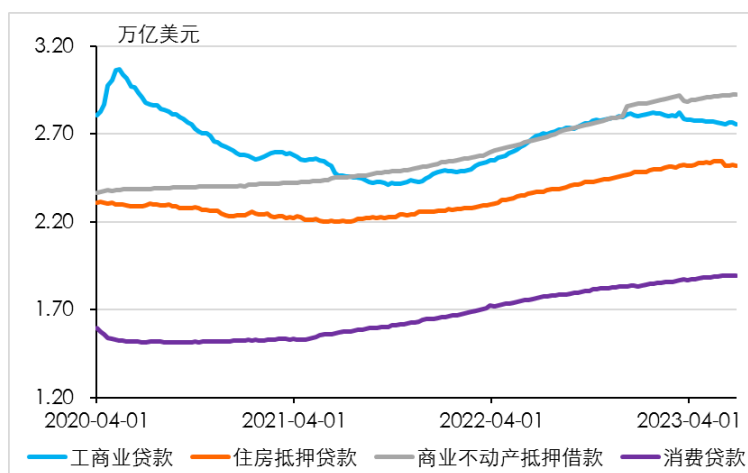


图 6 美国银行业各类型贷款规模

资料来源：Wind。

## (二) 美国内需下滑中有韧性

美国内需受高利率高通胀制约维持偏弱。5月，美国进口同比增速-6.8%，低于前月-4.5%，下滑幅度有所扩大。

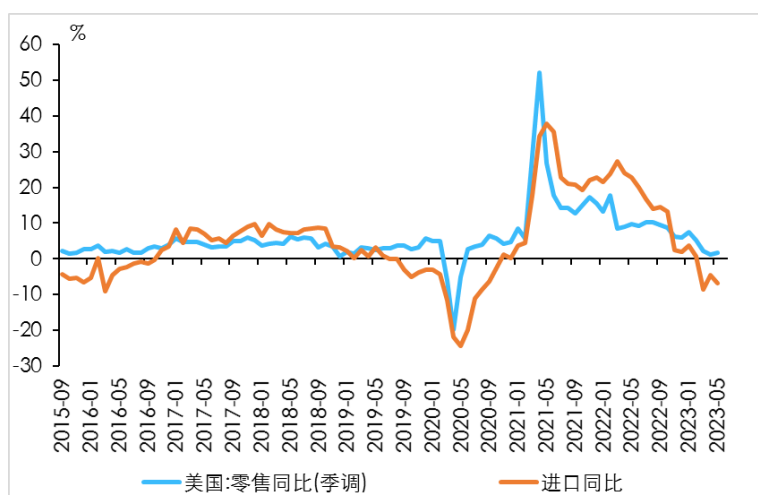


图 7 美国零售和进口同比增速

资料来源: Wind。

5月下旬以来,随着美联储态度维持较“鹰”,美联储后续进一步加息预期增强,美国各市场利率水平有所上升,30年期抵押贷款利率也随之上行。至7月6日,30年期抵押贷款利率上行至6.81%。利率的再次上行令美国房价承压稍下行,5月美国新建住房均价48.7万美元,低于4月的49.6万美元。同时新房价格的下行对美国新房市场带来一定提振。

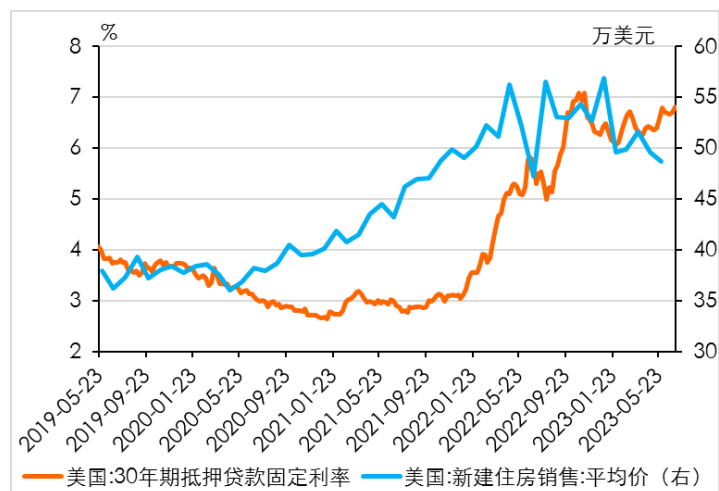


图 8 美国 30 年期抵押贷款利率和房价走势

资料来源: Wind。

美国新房市场景气状况持续回升。伴随着美国 NAHB 住房指数的走升,美国新屋销售持续上行,美国成屋销售则维持底部震荡。5月,美国新屋销售76.3万套,明显

高于前值 68 万套，明显高于前期阶段底部的 54.3 万套。新房销售的回暖对美国企业资本扩张仍形成一定支撑。

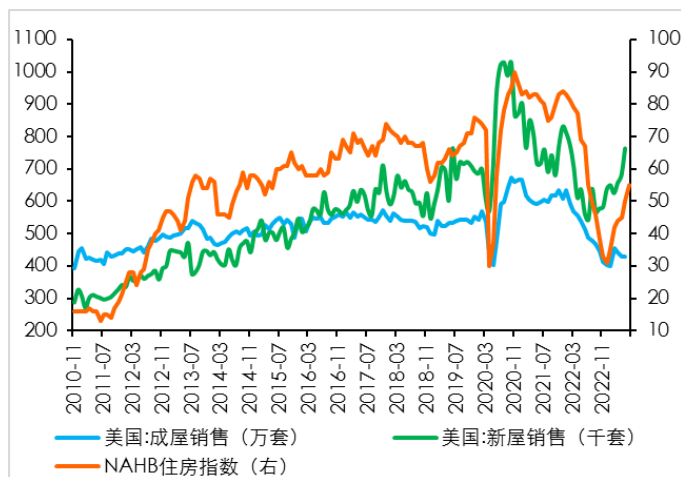


图 9 美国房地产市场主要指标

资料来源：Wind。

5 月，美国核心资本品同比增速 2.1%，高于前值 1.8%，维持一定扩张，显示企业预期仍偏好，有意愿进行一定资本扩张。

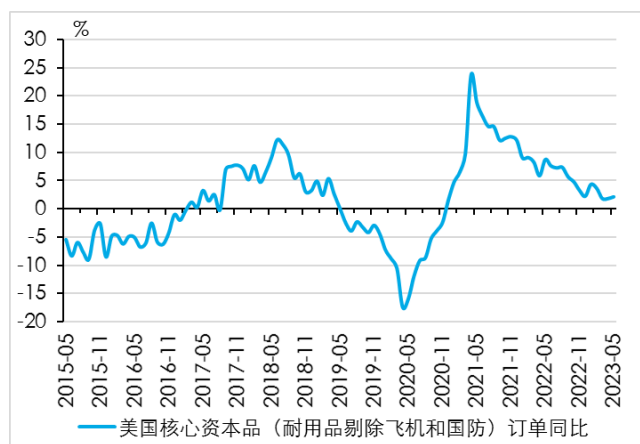


图 10 美国核心资本品订单同比增速

资料来源：Wind。

### （三）美国就业市场偏紧，核心通胀降温加快

6 月下旬以来，美国就业市场总体仍紧张，边际有走弱。6 月，美国 ADP 就业人数 49.7 万人，远高于预期 22.8 万人和前值 27.8 万人，反映美国私营部门就业强劲；

非农就业新增 20.9 万人，不及预期 22.5 万人和前值 30.6 万人，服务业就业的下降是主要拖累。

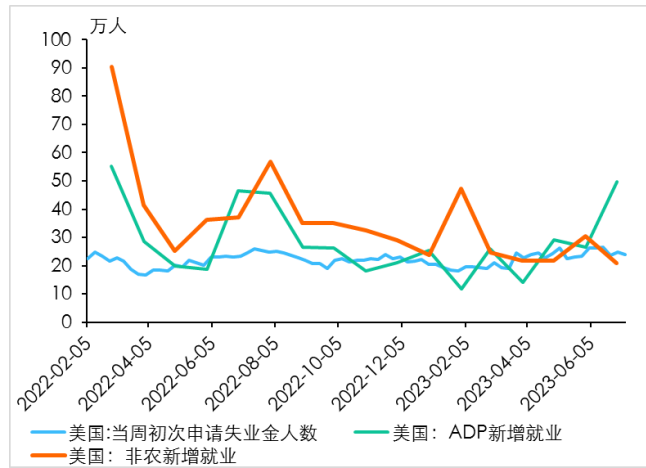


图 11 美国周申失业金人数、非农新增就业和 ADP 新增就业人数

资料来源: Wind。

6 月，美国劳动力参与率 62.6%，持平前值，维持略低于疫情前水平状态，短期看劳动力供给的恢复基本达到瓶颈处；美国职位空缺数 982 万人，略低于前值 1032 万人，延续缓慢下降趋势，整体仍明显高于疫情前 700 万人左右的正常水平。美国劳动力供需总体仍较紧张，边际继续稍缓解。

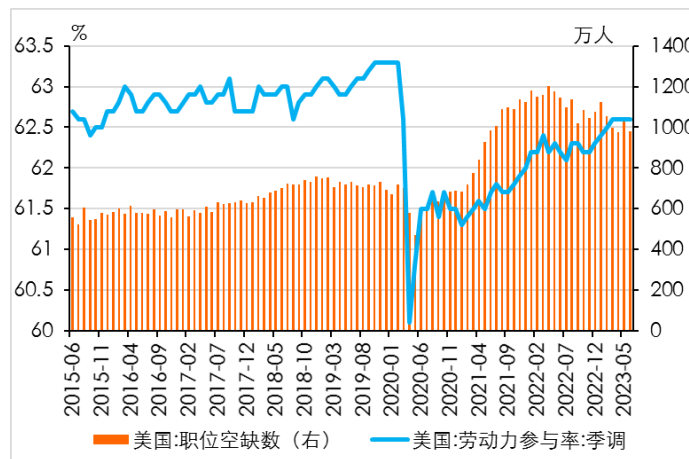


图 12 美国劳动力参与率与职位空缺数

资料来源: Wind。

6 月，美国失业率 3.6%，低于前值 3.7%，继续处于历史低位，同样反映美国就业



总体仍好。美国 6 月非农时薪同比增速 4.4%，持平前值，就业偏紧令薪资增速仍然保持在较高水平，这对通胀形成一定支撑。

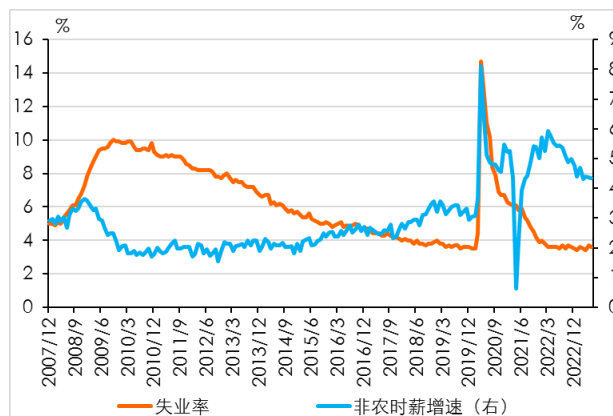


图 13 美国失业率和非农时薪增速

资料来源：Wind。

**美国核心通胀总体仍高，但显示出明显降温迹象。**6 月，美国核心 CPI 同比 4.8%，低于预期 5% 和前值 5.3%，机票、家具用品、通讯、二手车和卡车等价格的回落，以及去年高基数是令核心通胀明显降温的驱动因素。5 月，美国核心 PCE 同比增速 4.6%，略低于前值 4.7%。6 月核心 PCE 同比增速是否跟核心 CPI 增速一样明显下降是观察美国核心通胀是否真开始明显降温的重要参考，同时在高基数因素消除后美国核心 CPI 后续降温速度可能再次有一定放缓。

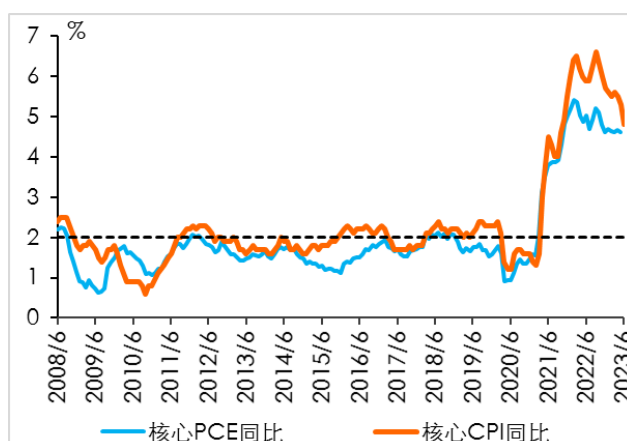


图 14 美国核心 CPI 和核心 PCE 同比增速

资料来源：Wind。

### 三、市场确信加息基本见顶令美元大幅下跌

#### (一) 美联储加息趋于见顶

7月13日，美联储发布年内第五份褐皮书。褐皮书显示，未来几个月美国经济增长或放缓；受访地区价格总体小幅上涨，多个地区价格增速放缓，总体预期在未来几个月价格将企稳或下跌。褐皮书对通胀的调查与最新美国CPI增速走势基本一致，美国通胀降温趋势基本形成。因此市场普遍预期美联储在7月实施一次加息25BP后将结束加息，并不会如6月会议预测的那样再加息2次。

美联储缩表进度偏慢。至7月12日，美联储总资产规模8.35万亿美元，较四周前减少913亿美元。其中，国债总规模5.1万亿美元，较四周前减少559亿元；MBS总规模2.54万亿美元，较四周前减少200亿美元。MBS的缩减量明显低于美联储此前计划的每月350亿美元的规模，美联储可能基于对中小银行风险事件后市场具有一定脆弱性的考量，避免住房抵押贷款市场过度紧缩。美联储总资产缩减规模超过国债和MBS缩减之和部分可能主要是3月临时流动性支持措施自动到期量。

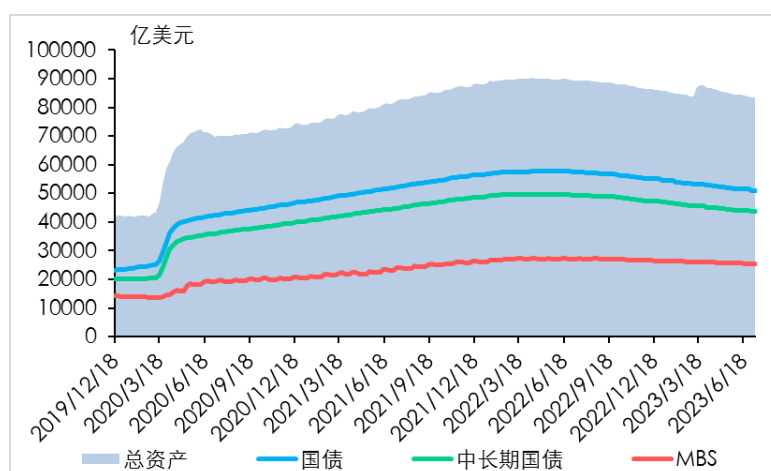


图 15 美联储主要资产持有

资料来源：Wind。

美国境内美元流动性总体充裕，边际有所收敛。随着美国政府达成最新债务上限协议，美国国债融资发行恢复政策，美国财政存款明显回升。至7月12日，美国财政存款规模为5174亿美元，较四周前增加3826亿美元，这同时对美国境内市场美元流动性形成一定吸收，美联储逆回购和准备金规模均有所下降。至7月12日，美联

储逆回购规模为 2.15 万亿美元，保持较大规模，但较四周前大幅减少 2892 亿美元；准备金规模 3.16 万亿美元，较四周前减少 1442 亿美元。

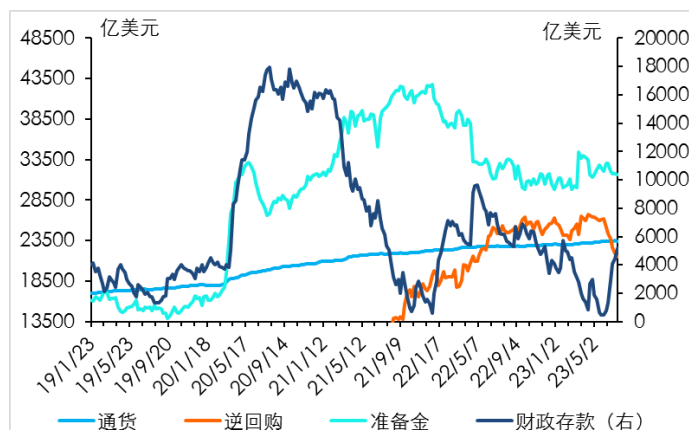


图 16 美联储主要负债规模

资料来源：Wind。

6 月下旬以来，在离岸美元市场 3 个月 SOFR 和美债收益率利差维持 18BP 左右的倒挂，显示离岸美元市场流动性较充裕。

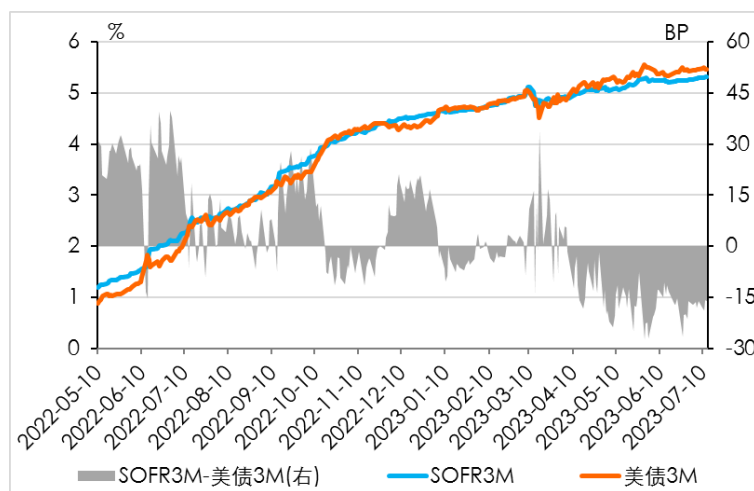


图 17 3 个月 SOFR 和美债收益率及其利差

资料来源：Wind。

## （二）美债收益率短期预计延续震荡行情

6 月下旬以来，随着美国通胀出现明显降温，美债中间期限收益率明显下行。7 月初，美联储态度持续偏“鹰”，美国 ADP 就业十分强劲，中长期美债收益率大幅上

行。但随着美国非农就业不及预期，以及美国 CPI 增速和 PPI 增速明显下降，市场弱化了美联储后续两次加息的预期，中长期美债收益率均大幅下行，中间期限收益率下行更大，明显低于 6 月底数据，长期收益率基本回到 6 月底时水平。

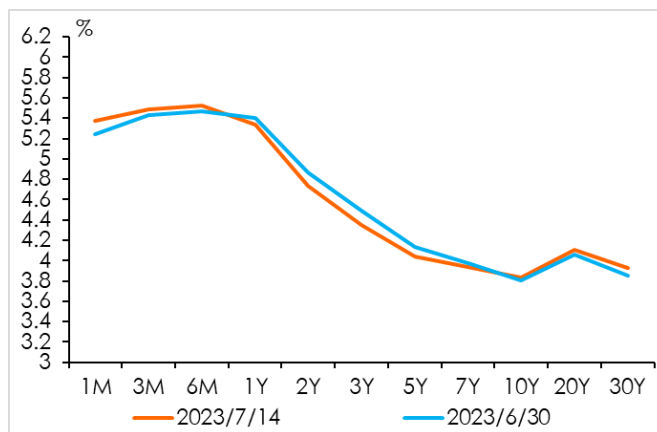


图 18 美债期限结构

资料来源：Wind。

短期看，短期美债收益率预计维持当前高位，中长期美债收益率预计继续区间震荡。美联储加息基本见顶，并可能维持高利率一段时间，短期美债收益率预计维持在当前的高位水平。美国的经济下滑和通胀降温开始明显化，这对中长期美债收益率形成下行压力，但美国就业仍然偏紧，新房市场仍在向好，通胀整体水平仍高，美联储短期预计仍会展现“鹰”派态度，这将会阶段提振中长期美债收益率，因而中长期美债收益率短期预计仍以区间震荡为主。10 年美债收益率短期震荡区间预计为 3.7%-3.9%。

### （三）美元指数短期可能稍有反弹

6 月下旬以来，随着美国通胀数据出现明显降温，市场预期美联储“鹰”派基调难以持续，长期美债收益率也明显下跌，美元因此大幅走贬。至 7 月 14 日，美元指数收于 100，较 6 月底大幅贬值 3.3%，对欧元、英镑和日元分别贬值 2.8%、3.1%和 3.8%。

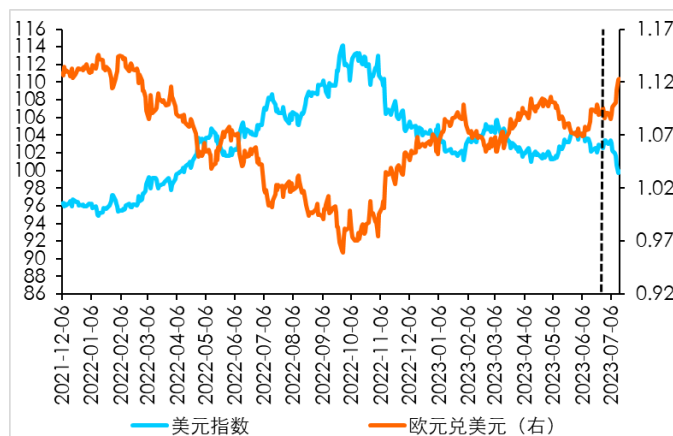


图 19 美元和欧元兑美元走势

资料来源：Wind

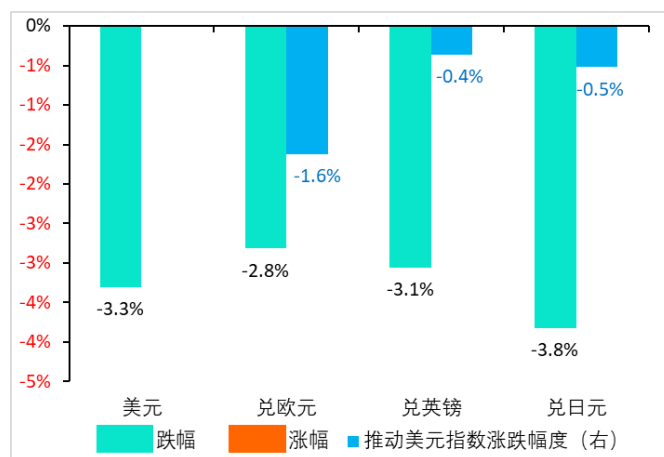


图 20 3月底以来美元及相对主要非美货币涨跌幅

资料来源：Wind

预计美元短期稍有反弹。美国新房市场仍在回暖，就业仍然偏紧，经济仍有一定韧性，短期美元迅速走贬存在情绪过度扰动，美国部分经济数据可能仍有较好表现，美联储态度仍较“鹰”，市场可能对美元短期过度下跌有所修正，因而预计美元短期可能稍反弹。

## 四、主要非美货币走势

### (一) 欧元兑美元短期预计稍回落

## 1. 欧元区经济继续显示滞胀迹象

### (1) 欧元区内需收缩程度维持平稳

5月，欧元区零售同比增速-2.9%，高利率高通胀继续抑制欧元区消费需求，但受工资增长支撑，消费受抑制并未进一步加大；德国进口同比增速-7.8%，高于前值-10%，同样受工资增长支撑，德国进口收缩稍有缓解；欧元区工业生产同比增速-2.2%，大幅低于预期，且低于前值0.2%。总体看，在工资增长支持下，欧元区内需收缩程度维持较稳定，但随着加息推进，欧元区内需下滑存在加大可能。

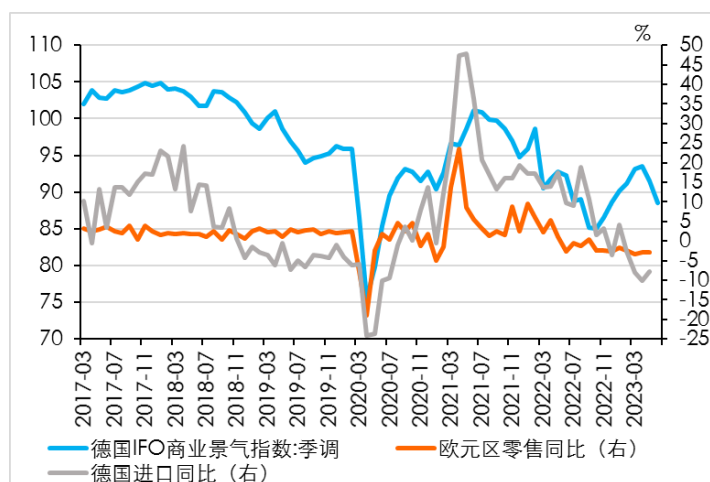


图 21 欧元区零售和进口同比增速

资料来源：Wind。

### (2) 欧元区核心通胀压力仍很大

6月，欧元区核心CPI同比增速5.4%，略低于预期5.5%，高于前值5.3%，大幅高于欧央行2%目标水平。在工资上涨驱动下，欧元区核心通胀表现出很强韧性，继续在高位盘整，仍未显示出降温趋向，欧央行控通胀压力仍很大。

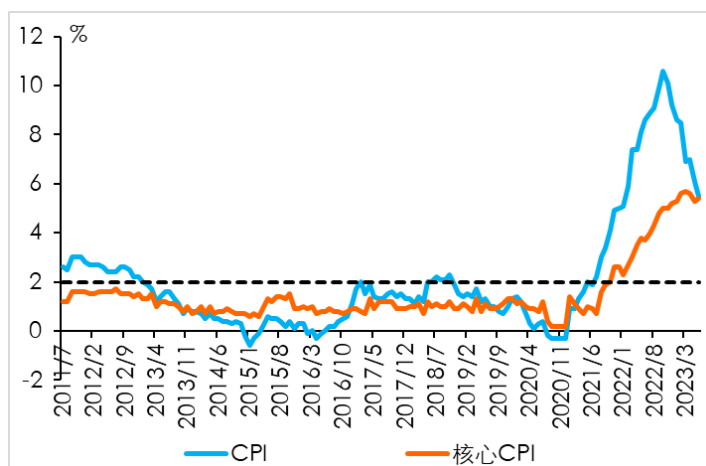


图 22 欧元区 CPI 和核心 CPI 同比增速

资料来源：Wind。

## 2. 欧央行态度仍很“鹰”派

由于控通胀压力仍很大，欧央行目前仍维持十分“鹰”派的态度。欧央行 6 月会议纪要表示，还没有足够的证据确认核心通胀已经出现拐点，货币政策还有更多工作要做。高通胀具有更强的持久性，工资压力日益成为通胀的重要来源。会议纪要还显示，鉴于高通胀风险变得更加持久，委员们起初倾向于加息 50 基点。拉加德最新也表示，除非通胀前景发生重大变化，否则欧洲央行将在 7 月份继续加息。预计欧央行大概率 7 月加息 25 个基点，并且态度可能仍很“鹰”派。

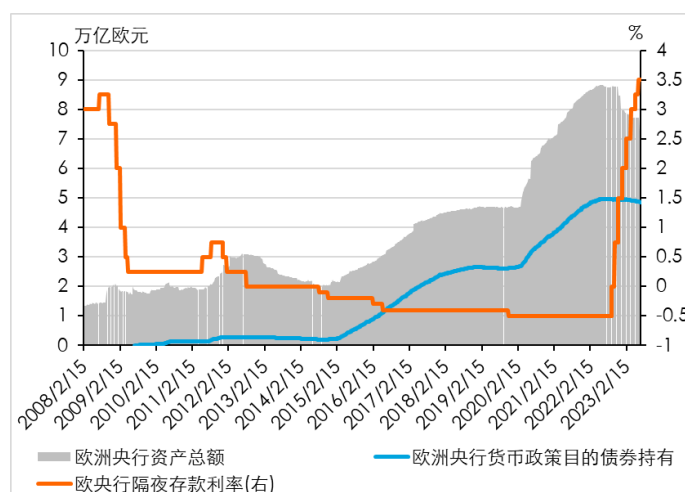


图 23 欧元区基准利率和总资产规模

资料来源：Wind。

欧央行整体缩表进度有所加快。至 7 月 7 日，欧央行总资产规模 7.21 万亿欧元，

较四周前大幅减少 5075 亿欧元。

### 3. 欧元兑美元回顾与短期展望

6 月下旬以来，欧元区经济收缩幅度维持平稳，核心通胀高位盘整，通胀压力进一步强于美国，欧央行维持十分“鹰”派表态，美德利差冲高后大幅回落，欧元受提振大幅上涨。至 7 月 14 日，欧元兑美元收于 1.12，较上月底大幅升值 2.8%。

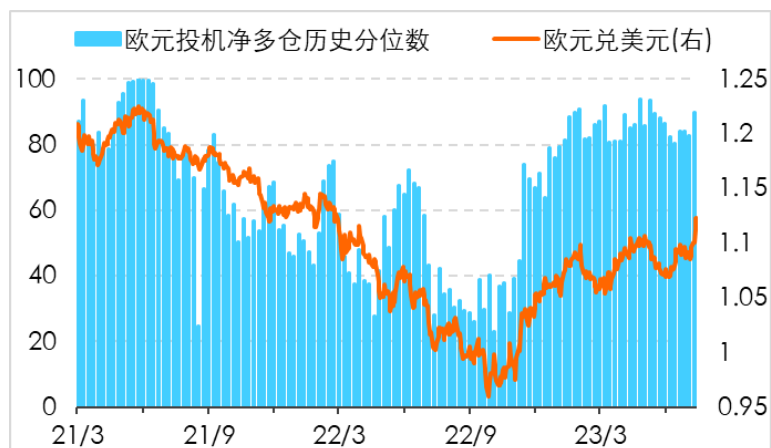


图 24 欧元投机净多仓指数和欧元兑美元走势

资料来源：Wind。

**欧元兑美元短期预计稍走贬。**欧元区经济动能相对偏弱，欧元兑美元走强有一定情绪驱动，上行速度过快。后续欧元区经济数据可能进一步走弱，进而可能对情绪形成一定修正。但短期看欧央行“鹰”派态度较美联储更强，欧元兑美元也难以大幅下跌，因而预计整体稍走贬。

### （二）英镑兑美元短期预计偏强

6 月下旬以来，英镑大幅走升。由于英国核心通胀再次上冲，同时经济仍然较好，英国央行态度很“鹰”，市场预期英国央行仍会有较大幅度加息，英镑大幅走升。至 7 月 14 日，英镑兑美元收于 1.31，较上月底大幅升值 3.1%。



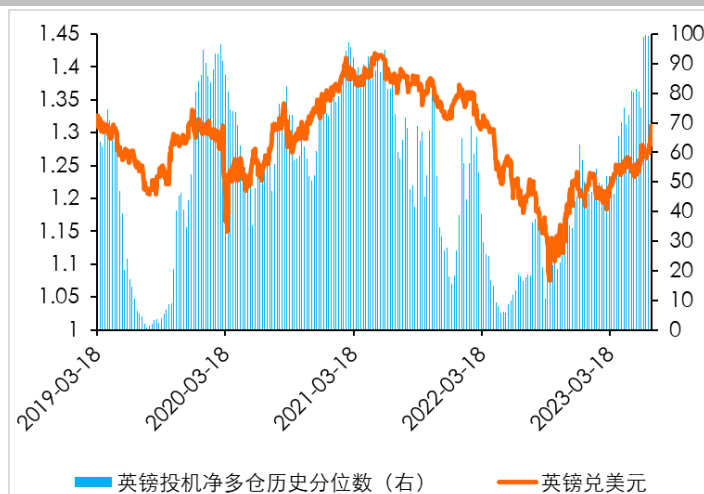


图 25 英镑兑美元和英镑投机净多仓历史分位数

资料来源：Wind。

6月下旬以来，英国新出经济数据仍较好。5月，英国零售同比增速4.8%，高于前值4.4%，维持较好增长；月度GDP同比增速预测值-0.4%，好于预期的-0.7%，同比负增长主要受英国国王加冕假期影响。总体看，英国经济保持了较好态势。

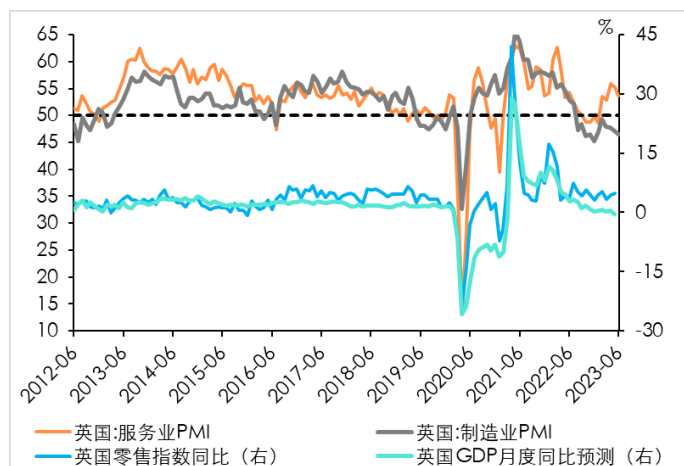


图 26 英国主要经济指标

资料来源：Wind。

5月，英国周薪同比增速7.4%，维持在很高的水平。经济较好和薪资增长驱动英国核心通胀继续上冲。5月，英国核心CPI同比7.1%，高于前值6.8%，连续第4个月走升，创下了1992年3月以来的新高，远高于2%目标水平。英国“工资-通胀”螺旋上升趋势已形成，英国央行控通胀压力进一步加大。

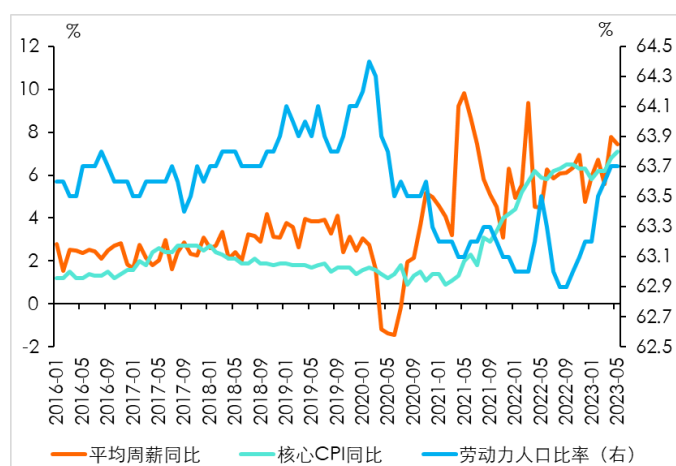


图 27 英国核心 CPI 和薪资增速

资料来源：Wind。

英国央行再次较大幅度加息，态度十分“鹰”派。由于核心通胀再次上冲，英国央行 6 月再次较大幅度加息 50 个基点，基准利率提升至 5%。英国央行行长贝利表示，通胀仍然处于不可接受的高位，薪资与物价仍然上涨过快，必须坚决完成抗击通胀的工作。预计英国央行 8 月会议仍可能再次加息 50 个基点，此后仍会加息几次，最终基准利率可能抬升至 6% 以上。

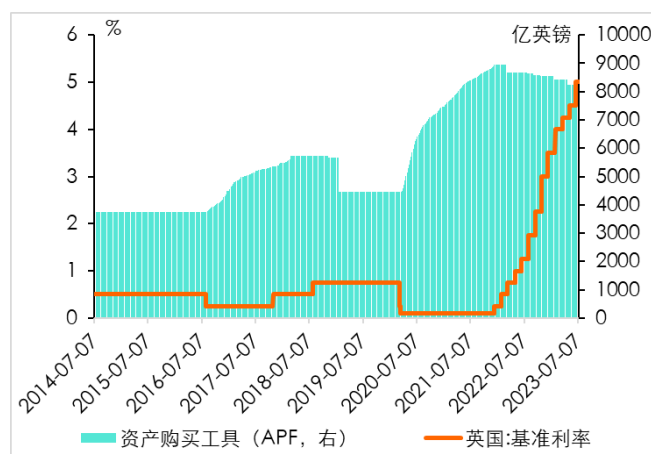


图 28 英国央行基准利率和资产规模

资料来源：Wind。

英镑兑美元短期预计偏强。英国经济较好，核心通胀短期难以降温，英国央行“鹰”派态度预计维持时间较长，这对英镑有支撑。但预期和情绪已令英镑短时间大涨，英镑投机净多仓已达历史高点，做多交易已很拥挤，短期大幅上升动能减弱。综合看，

英镑兑美元短期预计呈现偏强态势。

### （三）日元兑美元短期预计震荡

6月下旬以来，日本国债收益率有所上行，而长期美债收益率回落，10年美日利差缩窄，同时市场预期日本央行将边际收敛宽松政策，日元因此大幅升值。至6月14日，美元兑日元收于138.8，较上月底升值3.8%。

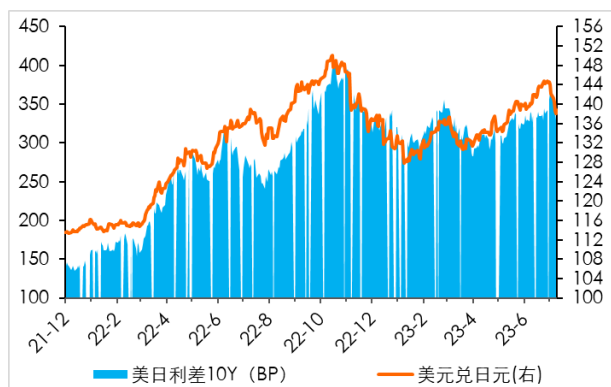


图 29 美日利差和日元走势

资料来源：Wind。

**日本经济维持较好态势。**5月，日本零售同比增速5.7%，高于前值5.1%，保持较高增长，显示日本内需较好。但日本外需有所下滑，5月出口同比增速0.6%，低于前值2.6%，主要受美欧经济放缓影响。在日本央行维持大幅宽松背景下，日本内需向好是主要趋势，同时服务业仍维持较大扩张，外需走弱对日本经济的不利影响短期有限。

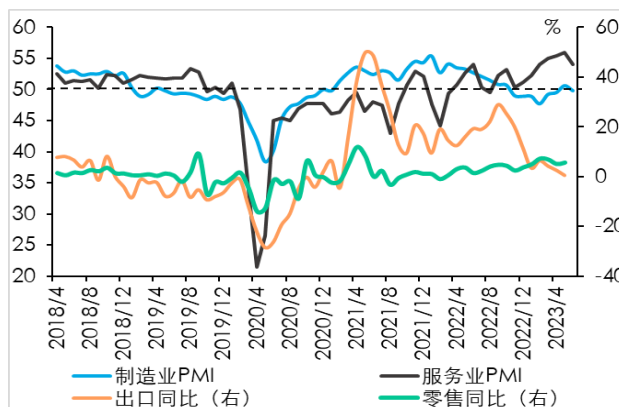


图 30 日本主要经济数据

资料来源：Wind。

经济较好背景下，日本核心通胀维持较高水平，涨薪则可能加大日本高通胀的韧性。6月，日本东京核心CPI同比增速3.2%，高于前值3.1%，继续明显高于日央行2%目标水平，在去年6月通胀已起来的情况下，本次核心通胀保持较高水平显示出日本核心通胀已具有一定韧性。同时，由于今年3月日本工会薪资谈判推动大幅加薪，这使得日本名义工资增速开始迎来较大上涨，日本政府对涨薪也给予了积极支持。据日本最大工会组织披露，今年其成员工会的工资涨幅达到了三十年来最高水平，平均涨幅3.58%。5月，日本名义薪资增速2.5%，明显高于前值0.8%，已趋近日央行名义工资增速3%目标水平。随着日本薪资明显上涨，日本通胀韧性预计得到强化，日央行边际收敛宽松的意愿预计逐步增强。

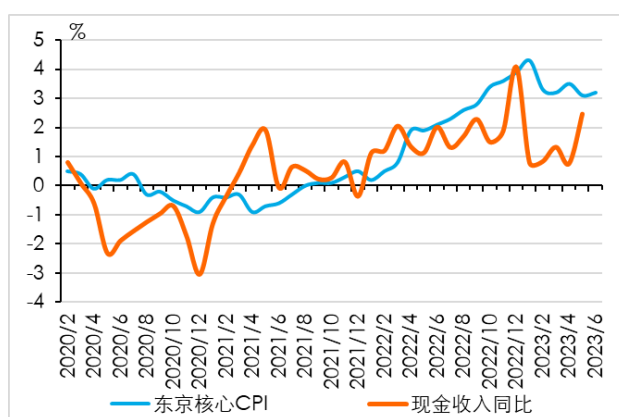


图 31 日本东京核心 CPI 和名义工资增速

资料来源：Wind。

日本央行6月会议决定，将基准利率维持在-0.1%，将10年期国债收益率目标维持在0%附近，10年期国债收益率波动范围维持在正负0.5%。会议纪要显示，有一位委员表示日本央行应初步讨论调整其收益率曲线控制(YCC)政策，这是首次出现这一情况。对于通胀预期，日本央行预计CPI增速将在今年年中下降，但在此之后是否会再次上升的不确定性仍然很大，有必要确定今后工资上涨的可持续性等。日本央行认为虽然物价前景的不确定性增加，但中期下行风险仍较大，继续宽松货币政策是适当的，同时要注意其他影响。随着5月日本名义薪资增速明显上涨，日本央行开始对边际收敛宽松有所考虑。7月初，日本央行副行长内田真一表示，敦促在收益率曲线控制方面做出“平衡决策”。市场对日央行7月会议上放宽YCC调控区间预期很强。

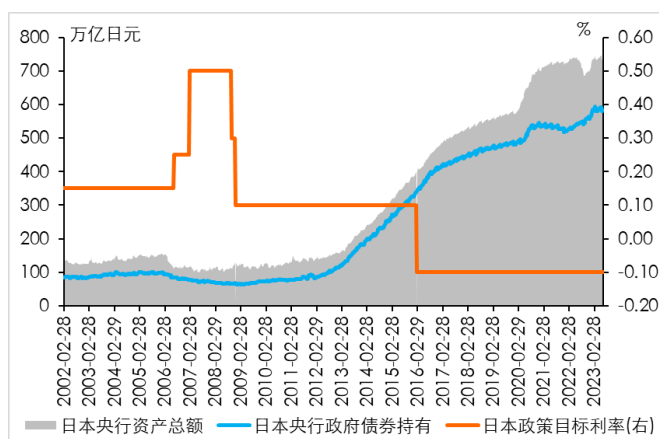


图 32 日本央行基准利率和资产规模

资料来源：Wind。

至7月13日，日本国债收益率曲线较6月底整体上移，10年日债收益率趋近0.5%的上限，在市场预期行为驱动下，日本国债收益率曲线长端稍有扭曲。7月日本央行会议有一定可能放宽收益率曲线控制上限，也可能在表态上表示对此加以考虑，为后续放宽收益率曲线调控做铺垫。

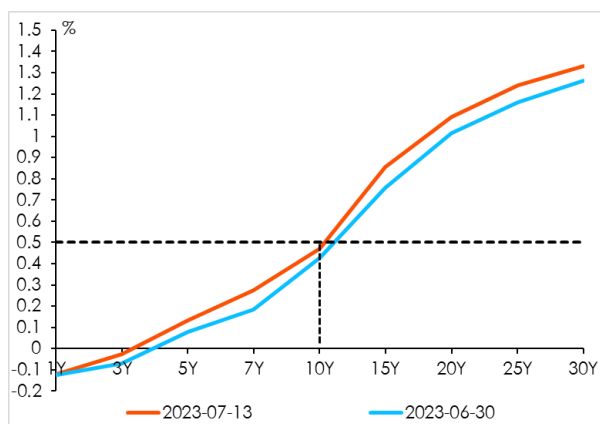


图 33 日本国债收益率曲线

资料来源：Wind。

**日元兑美元短期预计震荡。**日本薪资增速加快和通胀韧性增强预计会令日央行考虑边际收敛宽松政策，但同时这个过程预计是渐进的，当前市场对日央行放宽收益率曲线控制也已有较多预期，日元已有大幅升值，短期看日央行难以有超预期措施，日元兑美元预计震荡为主。

## 五、人民币短期预计偏弱

6月下旬以来，由于美元大幅走贬，中美国债利差倒挂随美债收益率冲高回落而有所缩小，人民币兑美元有所走升。至7月14日，美元兑人民币收于7.13，较上月底升值1.8%。



图 34 人民币汇率和美元指数走势

资料来源：Wind。

6月下旬以来，国内经济支持政策渐进式推出，经济恢复仍偏弱，长期国债收益低位徘徊。长期美债收益率先大幅上冲后大幅回落，中美利差倒挂程度先扩大至140BP附近，后缩小至120BP附近。短期看国内经济恢复预计仍相对较缓慢，国债收益率难以明显上行，而在美联储推进加息背景下，美债收益率预计继续保持在当前较高水平，中美利差倒挂仍偏高，人民币汇率有所承压。

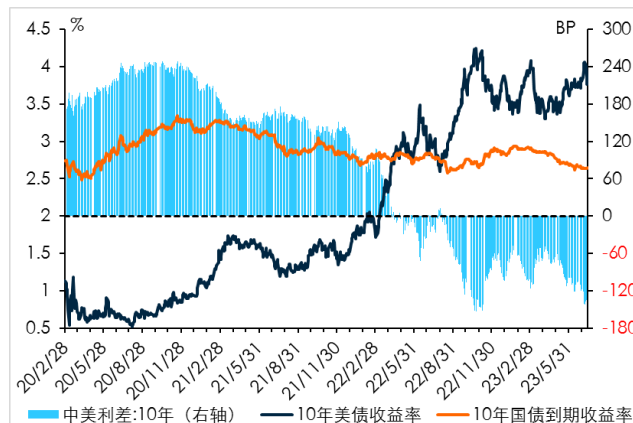


图 35 中美 10 年国债收益率及利差

资料来源：Wind。

6月，出口同比增速下滑加大，进口同比维持一定收缩，贸易顺差仍较好。随着美欧央行高利率持续，外需预计仍有下行趋向，出口预计继续走弱，在国内各项政策支持发力驱动下，进口预计保持稳定，贸易顺差预计趋于降低。由于海外高利率，积累的贸易顺差短期没有动力结汇，经常账户短期难以有效提振人民币汇率。

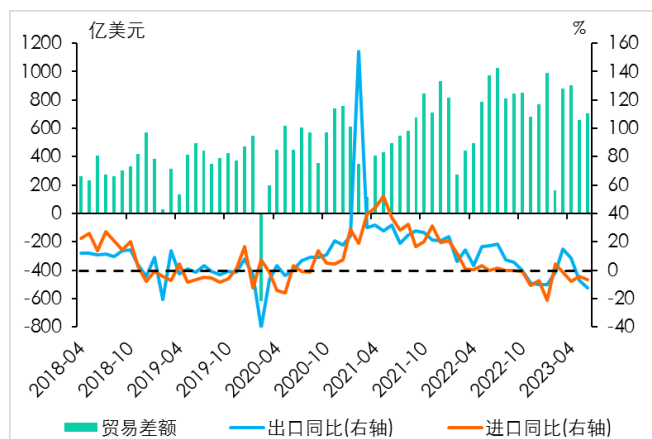


图 36 中国进出口增速和贸易顺差额

资料来源：Wind。

6月下旬以来，沪深港通外资进出较为平稳，资金未出现明显净流入。外资对国内经济恢复前景总体呈观望态势，短期可能难以出现趋势性流动，资本市场对人民币汇率影响中性。

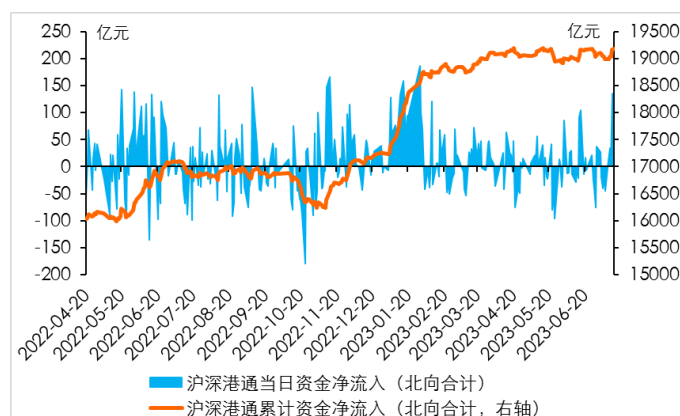


图 37 沪深港通资金净流入

资料来源：Wind。

6月下旬以来，随着美元兑人民币汇率跌破7.2，央行明显进行了一定逆周期因子调节，显示汇率7.2是央行关注的人民币币值重要底线。随着央行进行逆周期因子

调节，人民币贬值空间将有限。

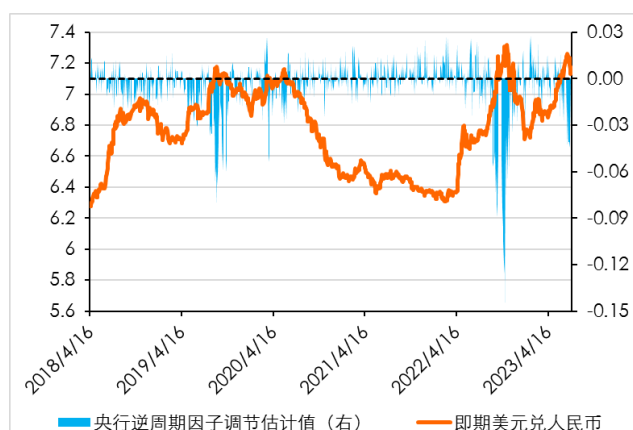


图 38 人民币汇率与央行逆周期因子调节估计

资料来源：Wind。

**人民币兑美元短期可能偏弱。**短期看美元在大幅贬值后有所稳定，国内经济的恢复仍较缓慢，中美利差倒挂预计维持在当前较高水平，利差层面对人民币稍构成压力，因而人民币兑美元可能呈现偏弱态势。

## 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为南京银行资金运营中心金融市场研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。