

如何看待近期汇率波动, 后续怎么看?

2023 年 08 月 14 日

【策略观点】

- ◆ **弱出口、宽货币、低预期共致近期人民币贬值压力加大。**短期看, 汇率波动主要受外汇市场的交易因素影响, 对我国而言, 贸易差额是外汇市场供求的决定性因素。中期看, 中美货币政策及其产生的中美利差, 将导致国际资本存在套利空间, 影响人民币汇率。长期看, 汇率围绕购买力平价上下波动, 取决于经济体的产出水平。2023 年以来, 外汇市场方面我国外贸走弱, 结售汇金额减少; 货币政策方面国内宽松、海外紧缩格局未变, 中美利差持续处于高位; 经济基本面方面国内经济复苏动能放缓, 市场预期偏悲观。影响汇率的三大因素偏弱, 造成近期人民币汇率出现波动。
- ◆ **往后看, 短期人民币汇率弹性加大, 有升有贬或成常态。**一方面, 全球外需下行叠加国内产能优势减弱, 出口增速中枢趋势性下行或难避免, 对外汇市场人民币需求的支撑减弱。另一方面, 中美利差倒挂短期难扭转, 资本流出压力仍大。我们预计短期人民币升值阻力仍较大, 预计年内汇率在 7.2 附近双向波动。
- ◆ **中长期人民币汇率趋于升值, 中枢在 4-5 左右。**一是人民币国际化持续推进, 汇率趋于向购买力收敛; 二是中美潜在增速差预示着人民币后续升值空间充足; 三是 2035 中长期远景目标隐含人民币升值预期。以日本为例, 其经济腾飞的 20 世纪 70 年代至 80 年代, 汇率升值经济增长的贡献超过六成。为实现中长期增长目标, 人民币汇率稳中有升的必要性提高。
- ◆ **看好人民币升值预期增强带来的人民币资产估值修复。**人民币汇率升值预期增强, 有望增厚人民币资产投资回报率, 提升对外资的吸引力, 推动当前处于估值低位的 A 股市场估值修复。近期估值降至低位的电气设备、国防军工、家用电器等行业, 短期反弹可期。

【风险提示】

- ◆ 外部环境恶化, 对人民币及人民币资产限制增多
- ◆ 外需回落超预期, 出口下行压力加大, 造成汇率波动

东方财富证券研究所

证券分析师: 曲一平

证书编号: S1160522060001

联系人: 陈然

电话: 18811464006

相关研究

《从超大特大城市更新出发, 对未来十年投资规模和发展模式进行展望》

2023. 08. 04

《供需趋于均衡, 去库存压力边际缓解——7 月 PMI 数据点评》

2023. 08. 01

《加息终点临近, 降息线索仍不清晰——美联储 7 月议息会议点评》

2023. 07. 28

《经济进入自然修复阶段——6 月经济增长数据点评》

2023. 07. 18

《供给端去库存叠加需求端弱复苏, 物价维持低位——6 月物价数据点评》

2023. 07. 13

正文目录

| | |
|---------------------------------------|----|
| 1. 弱出口、宽货币、低预期共致人民币贬值压力加大 | 4 |
| 1.1. 汇率定价的锚在哪? | 4 |
| 1.1.1 短期国际收支造成汇率波动 | 4 |
| 1.1.2 中期货币政策影响汇率中枢变化方向 | 5 |
| 1.1.3 长期汇率取决于经济基本面 | 6 |
| 1.2. 二季度三大因素偏弱, 形成汇率贬值一致预期 | 7 |
| 2. 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的必要性增强 | 8 |
| 2.1. 国民经济平稳运行需要人民币汇率预期稳定 | 8 |
| 2.2. 实现中长期增长目标需要人民币升值助力 | 10 |
| 2.2.1. 20世纪70年代至80年代日元升值回顾 | 11 |
| 2.2.2. 日元升值的核心动因: 日美经济实力发生变化 | 12 |
| 3. 预计汇率短期弹性加大, 中长期升值空间充足, 看好人民币资产估值修复 | 13 |
| 3.1 短期人民币汇率弹性加大, 有升有贬或成常态 | 13 |
| 3.2. 中长期人民币汇率中枢在4-5左右 | 14 |
| 3.2.1 人民币国际化持续推进, 汇率趋于向购买力收敛 | 14 |
| 3.2.2 中美潜在增速差预示着人民币后续升值空间充足 | 16 |
| 3.2.3 中长期目标指引人民币升值预期 | 16 |
| 3.3. 看好人民币升值预期增强带来的人民币资产估值修复 | 17 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 1: 汇率影响因素的主流观点 | 4 |
| 图表 2: 市场交易因素对汇率的影响 | 5 |
| 图表 3: 利差决定汇率中期走向 | 6 |
| 图表 4: 发达经济体汇率稳定在平均购买力附近 | 7 |
| 图表 5: 新兴经济体汇率逐步向购买力平价收敛 | 7 |
| 图表 6: 2023年二季度外资、外贸走弱 | 7 |
| 图表 7: 中美货币政策错位造成利差倒挂加剧, 资本套利空间扩大 | 8 |
| 图表 8: 1997年亚洲金融风暴引发东南亚各国货币贬值 | 9 |
| 图表 9: 国内外贸占GDP的比重由升转降 | 9 |
| 图表 10: 美国进口高于出口 | 9 |
| 图表 11: “达到中等发达国家水平”中长期远景目标对应人均GDP增速 | 10 |
| 图表 12: 1971-1987年间日元兑美元汇率阶段性升值 | 11 |
| 图表 13: 1971-1987年间美日直接贸易差距扩大 | 12 |
| 图表 14: 美国通胀加重, 经常项目出现逆差 | 12 |
| 图表 15: 1970-80年代初, 日本GDP增速超过美国 | 12 |
| 图表 16: WTO预测全球贸易增速下降 | 13 |
| 图表 17: 中国出口占全球的份额回落 | 13 |
| 图表 18: 美联储年内仍有加息可能, 启动降息或至2024年初 | 14 |
| 图表 19: 人民币在全球支付和贸易融资中的占比提升 | 14 |
| 图表 20: 2023年6月以人民币进行外汇即期交易的主要国家和地区 | 15 |
| 图表 21: 美元兑人民币汇率高于购买力平价 | 15 |

| | |
|-------------------------------------|----|
| 图表 22: 权威机构预计中国后续 GDP 增速仍高于美国 | 16 |
| 图表 23: 汇率升值在实现中长期发展目标中起到重要作用 | 16 |
| 图表 24: 沪深两市估值整体处于历史低位 | 17 |
| 图表 25: 2020 年以来中美两国主要指数涨跌情况 | 17 |
| 图表 26: 境外机构持有人民币资产规模增速放缓 | 18 |
| 图表 27: 北向资金净流入规模波动加大 | 18 |
| 图表 28: 境外机构持有人民币资产规模增速放缓 | 18 |
| 图表 29: 北向资金净流入规模波动加大 | 18 |
| 图表 30: 各行业 PE 所在近十年历史百分 (%) | 19 |

1. 弱出口、宽货币、低预期共致人民币贬值压力加大

1.1. 汇率定价的锚在哪？

关于汇率的影响因素，目前主流观点有购买力平价理论，利率平价理论，国际收支理论等。购买力平价理论认为货币的价值取决于它对商品的购买力，两国货币的购买力之比是决定汇率的基础；利率平价理论认为远期汇率的变动取决于两国货币利率之差，两国间利率的差距会引发投资者套汇或套利等行为，直到套利空间消失为止；国际收支理论则认为汇率在外汇市场的交易行为中达到平衡，由国际收支带来的外汇供给和需求决定。从各国历史经验看，上述理论均得到一定验证，但其时效性有所不同。

图表 1：汇率影响因素的主流观点

| 影响汇率的理论观点 | 主要内容 | 示意图 |
|-----------|--|--|
| 购买力平价理论 | 如果某种特定商品没有交易成本或贸易壁垒，在适当的汇率下，每个地方的消费者都将拥有相同的购买力。如理想情况下，纽约和香港的计算机应该具有相同的价格，如果同样的电脑在纽约的价格是500美元，而在香港的价格是2000港元，那么购买力平价理论认为，汇率应该是每1美元兑换4港元。 | <p> $\\$3.57$ $£2.29$ $\\$1.56 : £1$ PURCHASING POWER PARITY $\\$2 : £1$ ACTUAL EXCHANGE RATE </p> |
| 利率平价理论 | 利率平价是一种无套利条件，代表投资者在两国银行存款上获得利率的均衡状态。在外汇市场均衡的情况下，利率平价条件意味着预期收益国内资产的预期回报率将等于外币资产经汇率调整后的预期回报率，投资者就无法通过在利率较低的国家借款、兑换外币以及在利率较高的外国进行投资来赚取套利利润。 | <p> $\\$5,000,000$ $\xrightarrow{i_s=3.4\%}$ $\\$5,170,000 \approx (1+i_s)$ Invest @ dollar deposit rate $\\$5,170,000 = S_{t+k}/S(1+i_s)$ $S_{t+k}/S_{t/\\$} = 1.2584$ Exchange for dollars $\text{Exchange for euros } S_{t/\\$} = 1.2730$ $\text{Invest @ euro deposit rate } i_e = 4.6\%$ $\text{€}3,927,730 \xrightarrow{i_e=4.6\%} \text{€}4,108,405$ </p> |
| 国际收支理论 | 国际收支反映外汇供求关系，国际收支顺差意味着外汇供大于求，本币将面临升值压力，反之则相反。 | <p>(a) 外匯需求增加 (b) 外匯供給增加</p> |

资料来源：Wikipedia, 《国际收支逆差与人民币贬值》(CF40, 连平), 东方财富证券研究所

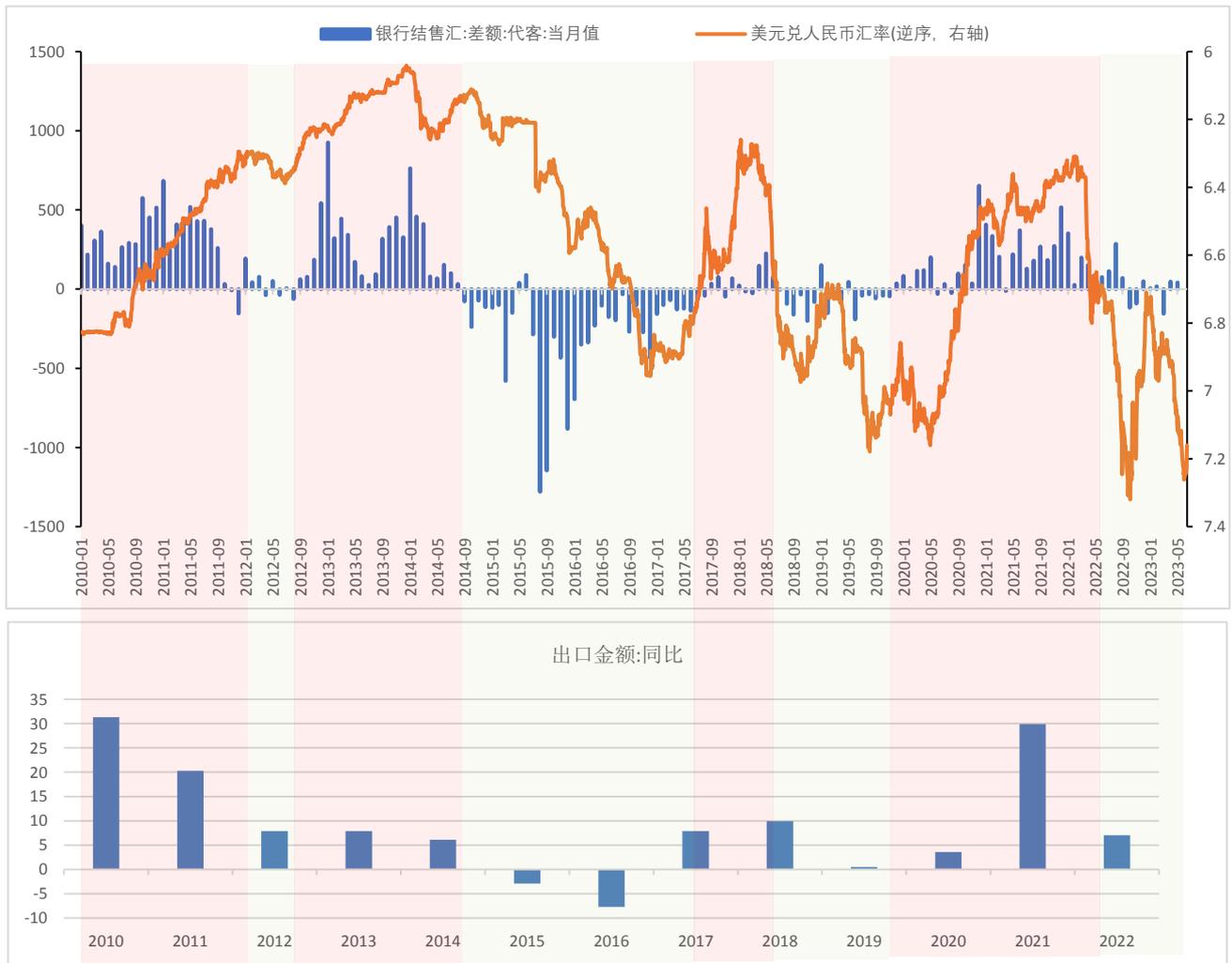
1.1.1 短期国际收支造成汇率波动

短期看，汇率波动主要受外汇市场的交易因素影响。外汇市场供求关系与国际贸易相关，在商品和服务贸易出现顺差时，该国货币需求强于供给，汇率趋于升值。特别是在我国境内禁止外币流通，并不得以外币计价结算，需要通过金融机构进行结售汇操作，外贸企业在出口创汇的同时，需要将所得的外币收入兑换成人民币，因此在出口高景气、贸易高顺差时，货币市场中外币供给增长、本币需求也有所增长，本币趋于升值。

如 2010-2014 年，我国出口增速维持高位，全球市场对中国商品需求增加，

美元兑人民币汇率由 2010 年初的 6.8 左右降至 2014 年初的 6 左右；而在外贸收缩的 2015-2016 年，银行结售汇持续逆差，美元兑人民币汇率由 2015 年初的 6.2 左右升至 2017 年初的 7 左右。

图表 2：市场交易因素对汇率的影响



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023.7

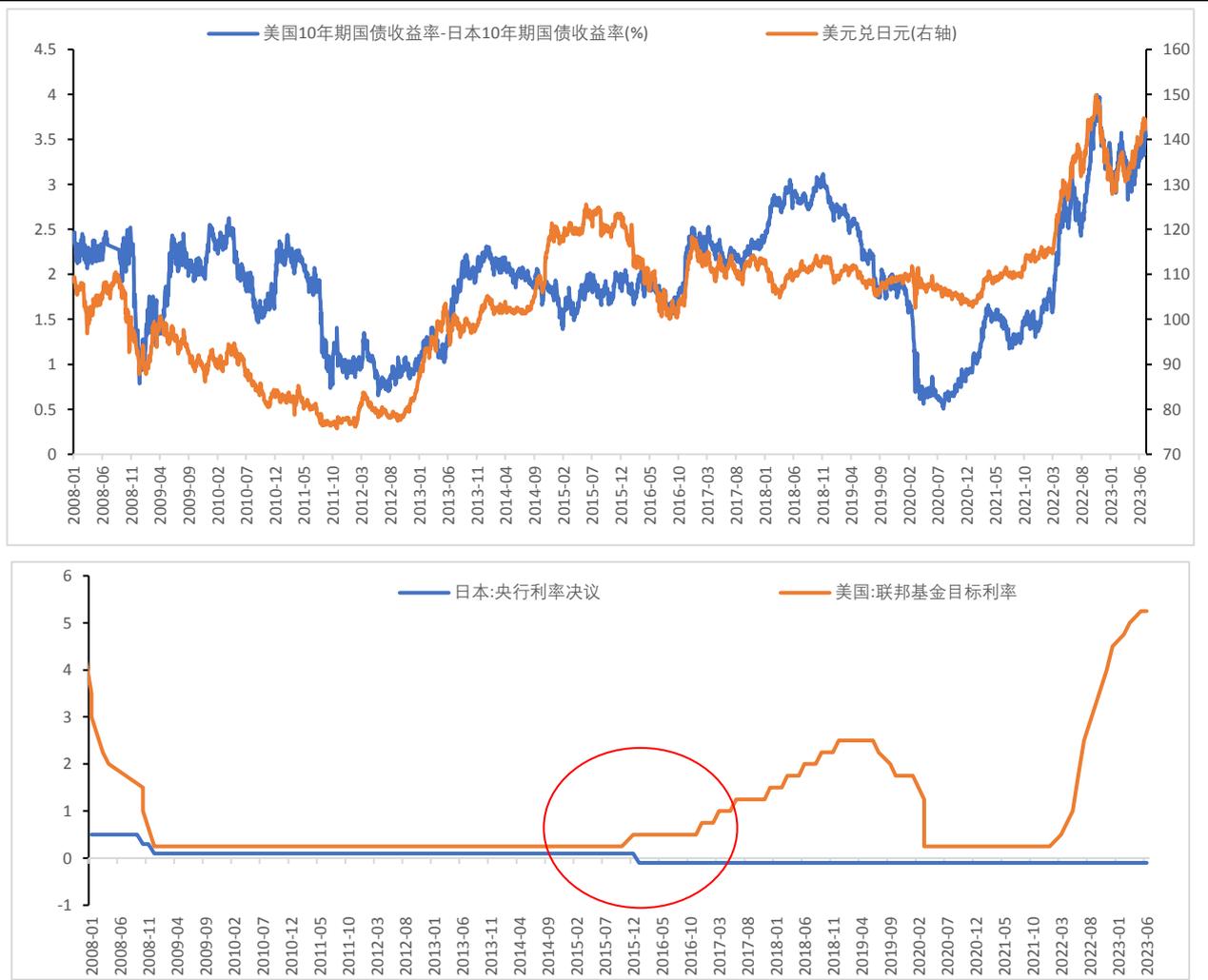
注：红色背景为外贸高增长、人民币需求上升、汇率升值时期，绿色背景为外贸回落、人民币需求下降、汇率贬值时期

1.1.2 中期货币政策影响汇率中枢变化方向

利率平价理论认为，在资本具有充分国际流动性的条件下，投资者的套利行为使得国际金融市场上以不同货币计价的相似资产的收益率趋于一致，当国内利率高于国际利率水平时，资金将流入国内套取利润，本国货币预期升值，本币预期升值的幅度等于国内与国际利率水平之间的差异。

以美日汇率为例，2013 年以后，美国加息预期持续升温，而日本继续维持低利率，造成美日国债收益率差值不断扩大，美元相对日元持续升值。在美联储启动加息、日本央行开始降息的 2015 年末，美元兑日元汇率升至阶段性高点。在此后的 2022 年初，美联储再次启动加息进程，同样导致了美国和日本利差扩大，美元相对日元升值。

图表 3：利差决定汇率中期走向



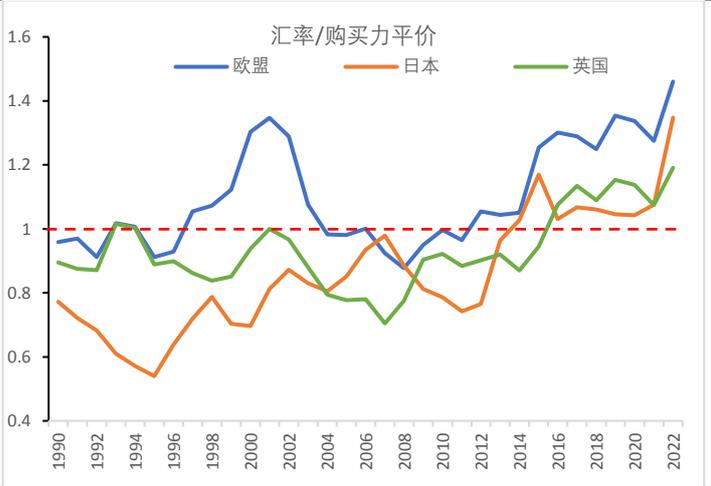
资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023.7

1.1.3 长期汇率取决于经济基本面

长期看，两国货币的汇率与购买力平价紧密相关。对于资本流动和商品贸易相对畅通、交易成本较低的发达经济体，其汇率能够根据两国的相对物价水平快速作出调整，基本围绕购买力平价上下波动；新兴经济体在 2000 年前汇率与购买力平均的相关性不明显，但在 2000 年后，随着全球化加速推进和各国开放程度不断提升，新兴经济体汇率逐步向购买力平价收敛。

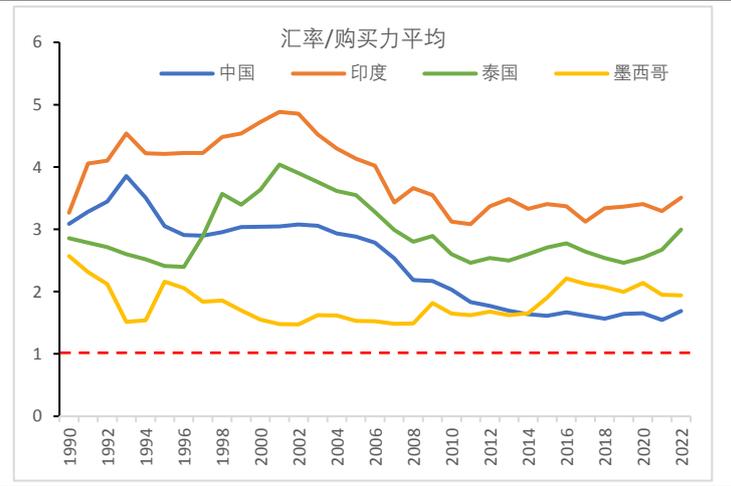
货币的购买力可进一步拆分为“国内商品和服务总量/货币的数量”，意味着当一个国家实际 GDP 增速相对较高、货币存量增长相对较慢时，其货币购买力趋于上升，汇率升值预期增强。以美元兑日元为例，从 1970 年代布雷顿森林体系瓦解到 1990 年代日本泡沫经济破裂前，日本经济增长好于美国，国内商品和服务产量快速提升，其货币保持较强的购买力，加上广场协议的推动，日元相对美元快速升值；但在日本泡沫经济破裂后，美国经济增速反超日本，日元升值趋势中断。但与此同时，日本政府采取相对紧缩的货币政策，其 M2 的增速有所放缓，对冲了部分经济下行对汇率造成的影响，因此日元对美元并未出现大幅贬值，而是保持较为稳定的汇率。

图表 4：发达经济体汇率稳定在购买力平价附近



资料来源：世界银行，东方财富证券研究所，数据截至2022年

图表 5：新兴经济体汇率逐步向购买力平价收敛

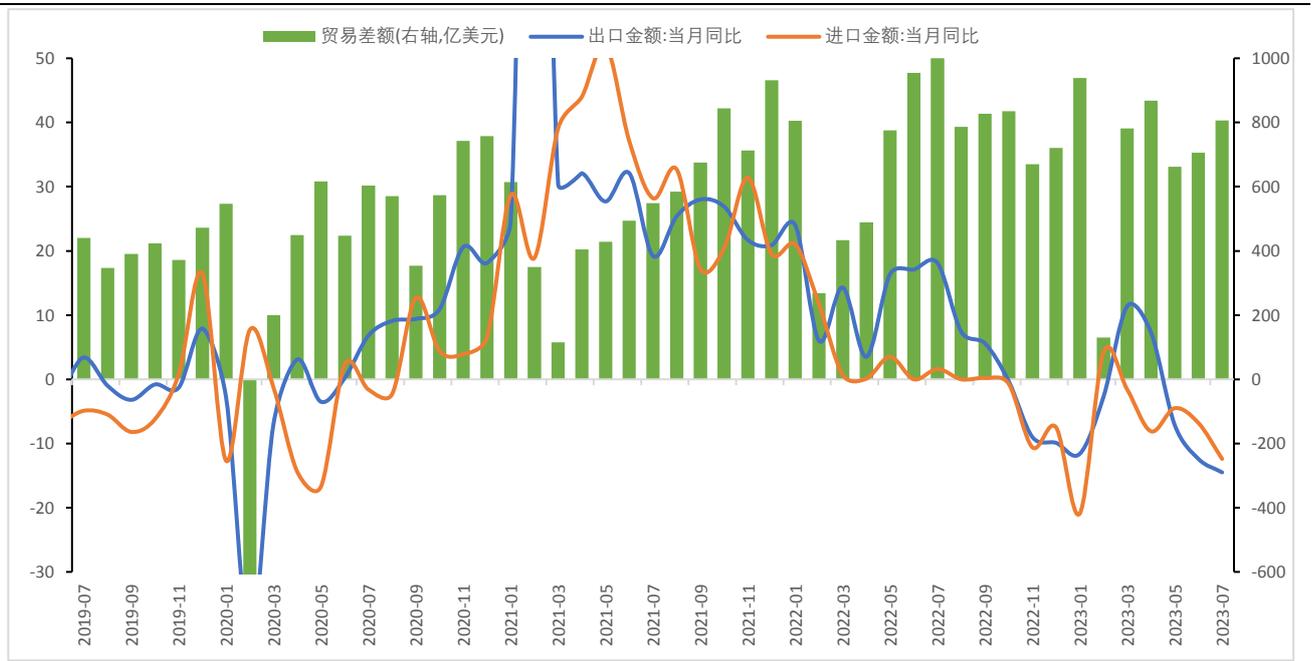


资料来源：世界银行，东方财富证券研究所，数据截至2022年

1.2. 二季度三大因素偏弱，形成汇率贬值一致预期

一是从实际发生的外汇交易看，二季度外贸走弱，结售汇金额减少，加之国内资本市场震荡，外资流入意愿偏弱。如 2023 年 4-6 月，我国出口金额同比增长 7.3%、-7.1%、-12.4%，增速三连降；6 月份贸易顺差 706 亿美元，较 2022 年同期减少 248 亿美元。

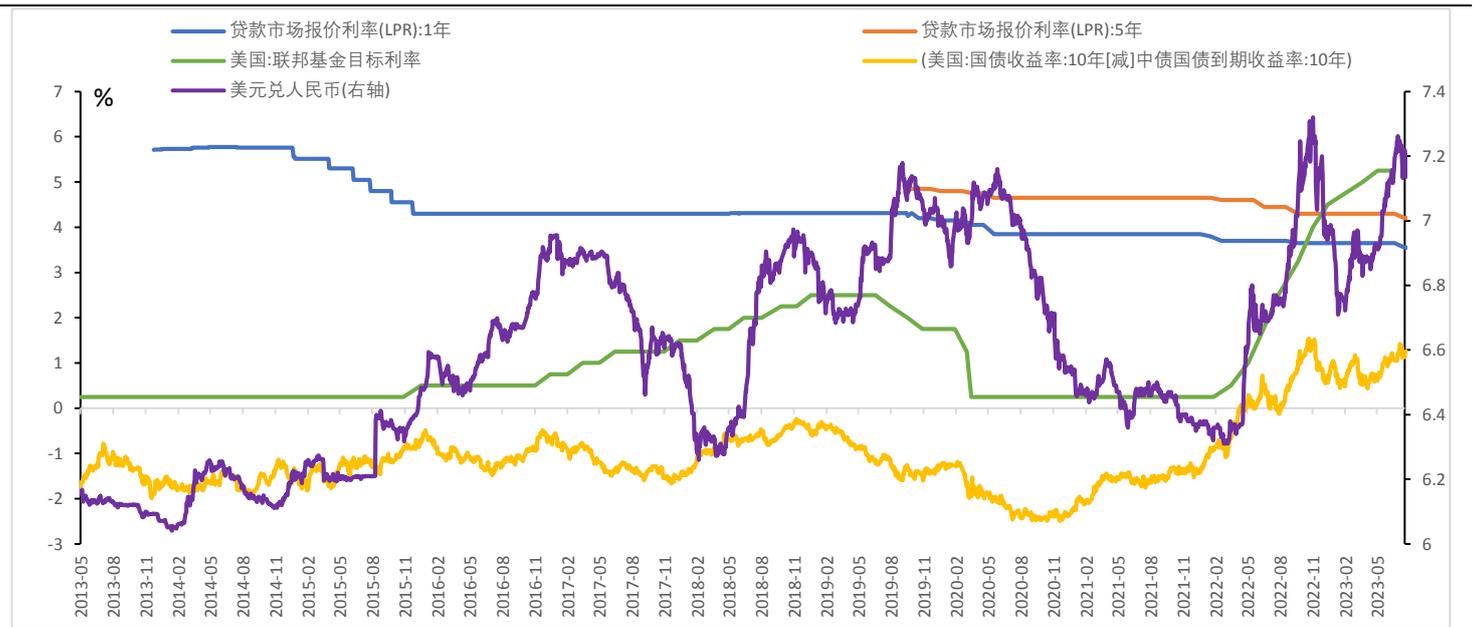
图表 6：2023 年二季度外资、外贸走弱



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023.7

二是从套利空间看，货币政策国内宽松、海外紧缩格局未变，中美利差持续处于高位，对人民币汇率产生负向拖累。2023 年 7 月 25 日，美联储将联邦基金利率上调 25 个 BP 至 5.25%-5.5%，这是 2022 年开启加息周期以来第 11 次加息，累计加息 525 个 BP。与此同时，国内自 2022 年以来持续调降利率，2023 年 6 月份将 1 年期、5 年期 LPR 利率下调 10 个 BP。2023 年 7 月份，中美 10 年期国债收益率一度倒挂超过 140 个 BP，资金兑换成美元以获取更高利率的动机增强，人民币汇率持续承压。

图表 7: 中美货币政策错位造成利差倒挂加剧, 资本套利空间扩大



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023.7

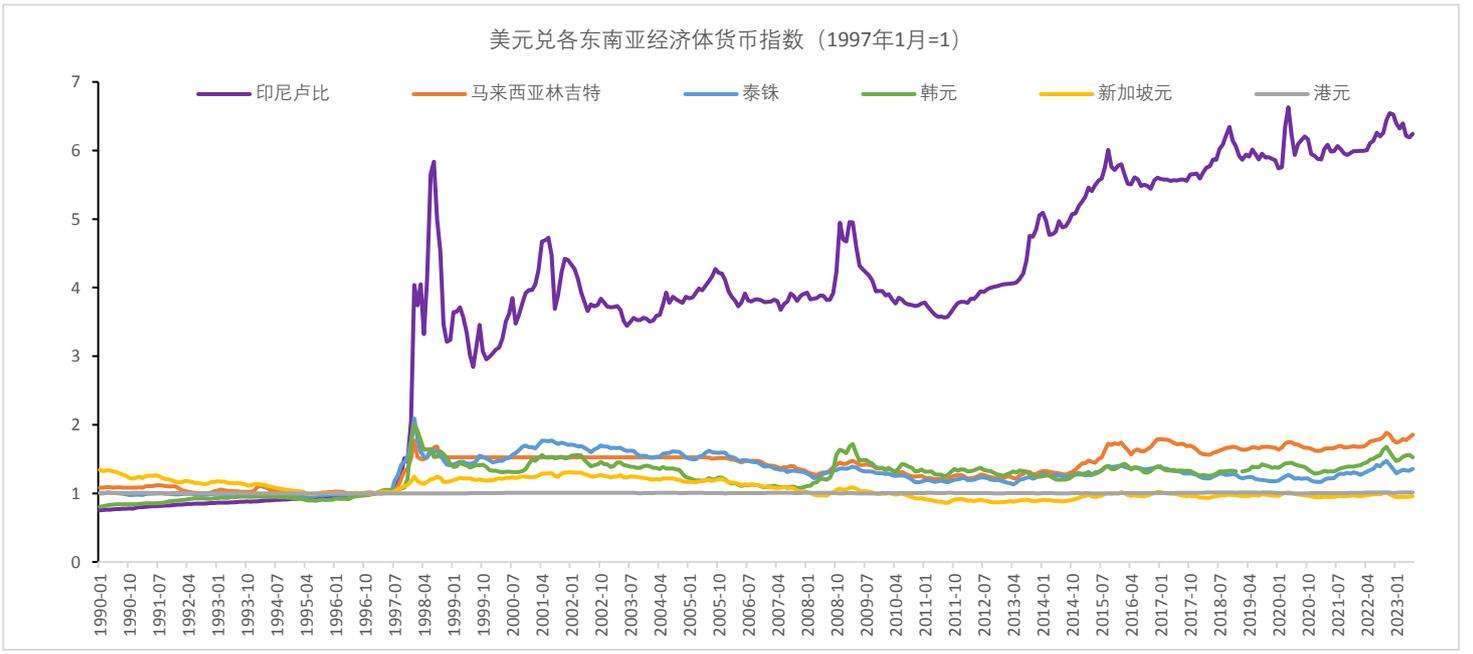
三是从基本面看, 二季度国内经济复苏动能放缓, 市场预期偏悲观, 压制人民币升值预期。二季度国内 GDP 在低基数作用下, 同比增长 6.3%, 剔除基数效应后增速边际放缓。一方面从环比指标看, 二季度 GDP 环比增长 0.8%, 低于疫情前 1% 以上的环比增速中枢; 另一方面, 从两年平均增速看, 二季度 GDP 两年复合增速为 3.3%, 较一季度回落 1.3 个百分点。受经济数据不及预期影响, 花旗、摩根士丹利、大华银行、摩根大通、法国兴业银行等机构不同程度下调 2023 年中国 GDP 增长预期。

2. 保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定的必要性增强

2.1. 国民经济平稳运行需要人民币汇率预期稳定

金融层面, 保证一国经济金融资本市场的稳定需要本币币值稳定。1997 年亚洲金融风暴中, 印尼、马来西亚、泰国、韩国等经济体本币汇率大幅贬值, 引发东南亚、韩国各类市场的连锁反应, 金融和实体遭到致命冲击。如 1997-1998 年间, 美元兑印尼卢比、马来西亚林吉特、泰铢、韩元分别最大升值 483%、77%、109%、101%。亚洲金融危机始于汇率危机, 迅速演变为一场经济、社会和政治危机, 其影响呈现出连环性和破坏性。一方面是财富损失。遭受金融风暴重创的这些亚洲国家货币大幅贬值和股市暴跌, 外汇储备剧减, 外资迅速撤离, 各国财富遭到巨大损失, 1997 年 7 月 1 日至 1998 年 2 月 18 日, 印尼股市暴跌 81%, 马来西亚跌 59%, 泰国跌 48%, 新加坡跌 45%, 韩国股市下跌 32%。另一方面是经济衰退。1997 年 6 月至 1998 年 7 月间, 印尼国民生产总值直线下降 83%, 泰国降 40%, 马来西亚降 39%, 菲律宾降 37%, 韩国降 34%。中国香港在此期间同样受到国际资本的威胁, 港币与美元的联系汇率制度遭到挑战, 但在中央政府坚定护盘下, 汇率保卫战取得胜利, 美元兑港元汇率未出现明显波动, 香港经济金融体系保持相对平稳。因此, 在当前全球金融体系经受更高通胀和利率的考验、金融风险不断上升、外部环境复杂严峻的背景下, 保持人民币汇率稳定意义重大。

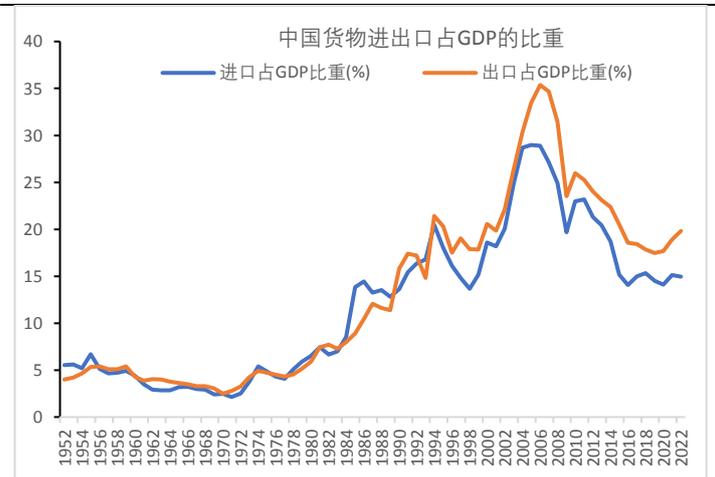
图表 8：1997 年亚洲金融风暴引发东南亚各国货币贬值



资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023.6

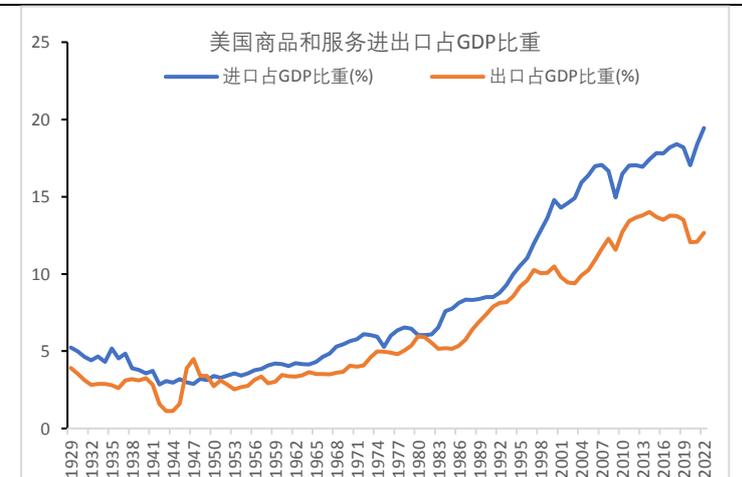
实体层面，汇率稳定有助于外贸保持平稳，是畅通国内大循环与国内国际双循环的重要支撑，在我国已成为世界第一大贸易主体的情况下，保持市场信心的意义大于保持人民币产品的价格优势。长期以来，人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定，在向海外传递对国内经济金融稳定预期的同时，也因为当时汇率远低于购买力，凸显中国商品、国内产业和人民币资产的性价比，推动其走向世界。但经过二十年发展，我国已成为全球最大贸易国，在全球产业链中的地位不断上升，与全球大部分经济体深度绑定，依靠性价比占领市场的必要性大幅减弱。如截至 2022 年，我国已成为 140 多个国家和地区的主要贸易伙伴，当年商品出口金额占全球的 14.4%，居全球第一；进口金额占全球的 10.6%，仅次于美国；进出口合计占全球的 12.5%，居全球第一。同时，在国民经济发展的过程中，内需的贡献不断扩大，如 2008 年以后，国内进出口占 GDP 比重趋降。此外，大国更加依赖国内市场，随着经济体量的增大内需占经济的比重趋增，对进口的需求也会持续提升，如美国二战后进口金额占 GDP 的比重长期大于出口，稳定的本币汇率有利于降低进口成本。

图表 9：国内外贸占 GDP 的比重由升转降



资料来源：世界银行，东方财富证券研究所，数据截至 2022 年

图表 10：美国进口高于出口

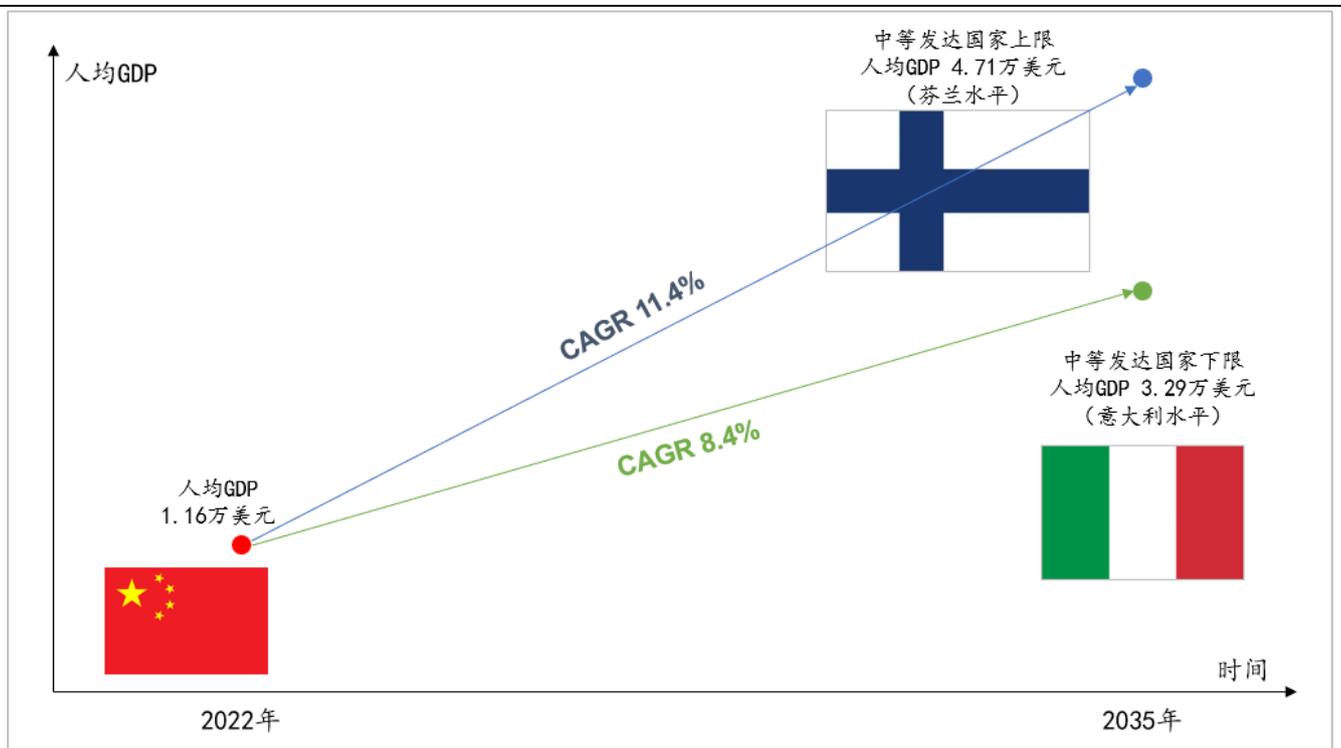


资料来源：世界银行，东方财富证券研究所，数据截至 2022 年

2.2. 实现中长期增长目标需要人民币升值助力

中长期远景目标隐含人民币升值预期。党的二十大报告指出，“到二〇三五年，我国经济实力、科技实力、综合国力大幅跃升，人均国内生产总值迈上新台阶，达到中等发达国家水平”。根据 IMF 对发达经济体的定义，2023 年共有 38 个国家属于发达经济体，这些国家以 2015 年不变价美元计算的人均 GDP 在 1.65-10.77 万美元之间，若以中间三分之一国家看作是中等发达国家，对应人均 GDP 为 3.29-4.71 万美元，而中国 2022 年人均 GDP 为 1.16 万美元。假设中等发达国家标准保持不变，则完成二〇三五远景目标需要 2022-2035 年我国以美元计价的不变价人均 GDP 增速达到 8.4%-11.4%，远高于当前我国当前 5%-7% 左右的潜在 GDP 增速。因此，远景目标中达到中等发达国家水平，实际有两重含义，一是以人民币计价的国内生产总值保持稳定增速，二是人民币兑美元稳步升值，从而达到以美元计价的 GDP 更快增速。历史上，美国、日本等经济体在快速发展时期，往往伴随着本币汇率的大幅升值。

图表 11：“达到中等发达国家水平”中长期远景目标对应人均 GDP 增速



资料来源：世界银行，东方财富证券研究所

以日本为例，20 世纪 70 年代至 80 年代日元兑美元汇率整体现震荡升值，对于日本在全球经济体系中地位提升起到了关键作用。1971 年到 1987 年是日本经济腾飞时期，日本以 2005 年不变价美元计价的 GDP 由 0.6 万亿上升至 3.1 万亿，增长 407.6%。日本该阶段经济的的增长可进一步拆分为汇率的升值和国内产出的提高，其中，美元兑日元汇率由 1: 315 升至 1: 121，日元升值 160.3%；而同期日本 2005 年不变价日元 GDP 仅从 190 万亿上升到 371 万亿，国内产出增长 95.0%。汇率升值在日本经济腾飞的 20 世纪 70 年代至 80 年代，对日本不变价美元 GDP 的贡献超过六成。

2.2.1. 20 世纪 70 年代至 80 年代日元升值回顾

该时期日元的升值路径大致可分为“三升两平”五个阶段，除两次石油危机期间日本经济和外贸受到一定冲击，日元升值势头放缓外，其余时间段日元相对美元均保持升值趋势。

图表 12：1971-1987 年间日元兑美元汇率阶段性升值



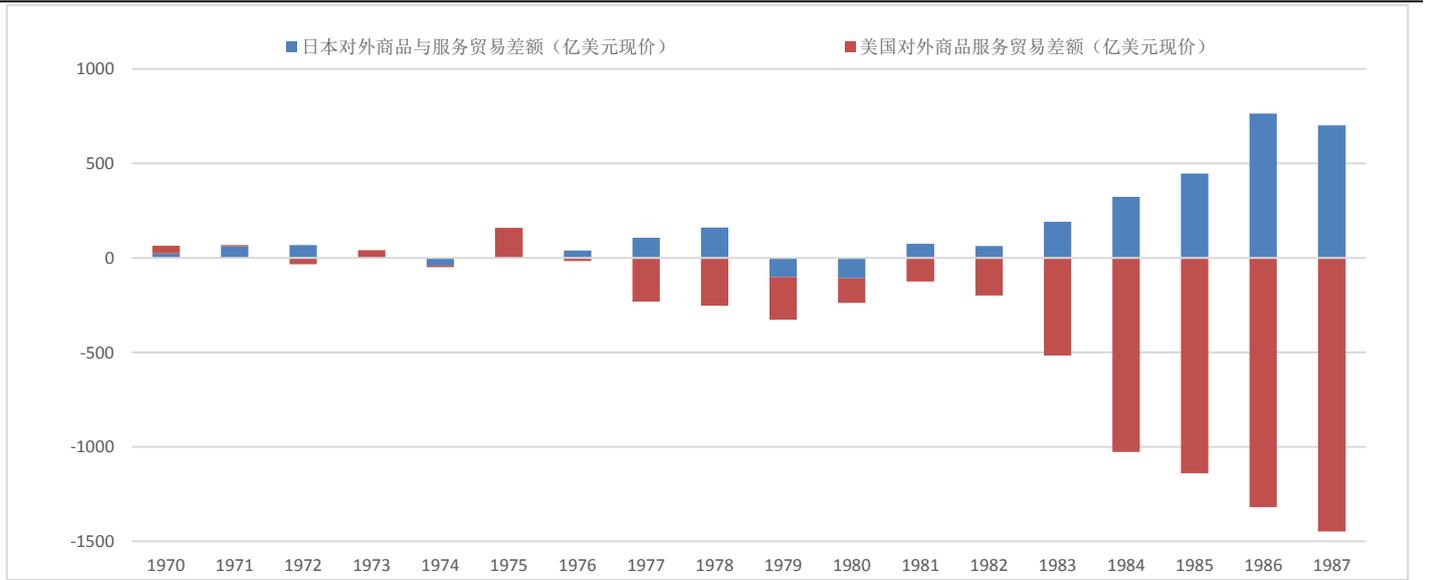
资料来源：Investing 数据，东方财富证券研究所

第一次上升期为 1971 年-1973 年，主要驱动力在于 1971 年美元与黄金脱钩，布雷顿森林货币体系解体，各国货币相对美元普遍升值，同年日本央行也宣布放弃固定汇率制，以 1971 年 12 月主要发达国家达成的“史密森协定”为契机，日元兑美元的汇率被重新固定在 308 日元兑换 1 美元，日元升值了近 16.9%，1973 年日本正式实施浮动汇率制以应对日本升值压力，日元从 1971 年 7 月 1 美元兑换 357 日元左右升值到 1973 年 7 月 1 美元兑换 263 日元左右，3 年间升值了 36%左右。

第二次上升期为 1975-1978 年，在石油危机影响逐步消退后，日本积极调整产业结构，贸易再次出现顺差，日本贸易出口额占国内生产总值 10%以上，年均增速在 15%以上。受益于出口走强，日元也从 1975 年末的 1 美元兑换 303 日元升至 1978 年末的 194 日元，升值幅度达到 57%左右。

第三次上升期为 1985-1987 年。1985 年日本与美国为首的西方发达国家签署了“广场协议”，日元开始了快速升值的道路。日元从 1984 年末的 1 美元兑换 251.6 日元上涨到 1987 年末 1 美元兑换 121.0 日元，升值幅度超过 100%。

图表 13: 1971-1987 年间美日直接贸易差距扩大

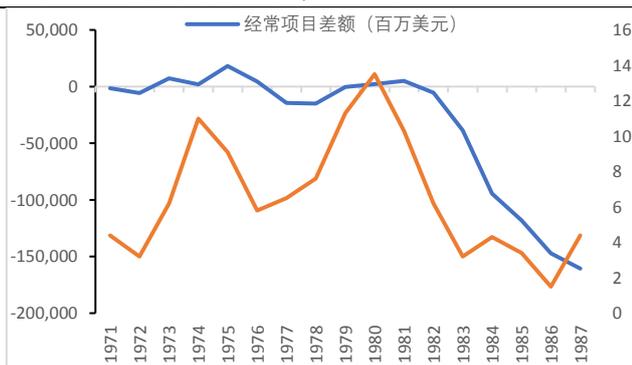


资料来源: 世界银行数据库, 东方财富证券研究所

2.2.2. 日元升值的核心动因: 日美经济实力发生变化

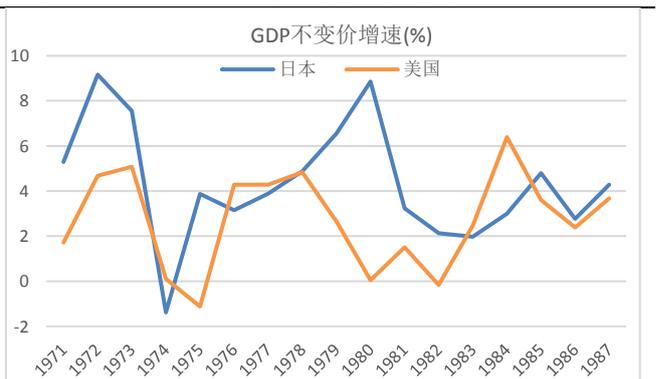
一是美日经济和国际贸易低位变化。二战后美国逐步由出口国转向进口国, 经常项目顺差减少, 同期日本经历了产业结构升级转型, 产品国际竞争力进一步加强, 贸易保持顺差, 世界第二经济大国的地位得到巩固。尤其是在经历了两次石油危机后, 更加注重节省能耗的日本汽车大量涌入美国市场, 种种因素使得美日两国贸易逆差进一步扩大, 推动日元需求上升。该时期内, 日本 GDP 增速超过美国, 追赶势头强劲。

图表 14: 美国通胀加重, 经常项目出现逆差



资料来源: Choice 宏观板块, 东方财富证券研究所

图表 15: 1971-1987 年日美经济增速



资料来源: CSMAR 数据库, 东方财富证券研究所

二是美元地位削弱。20 世纪 60 年代末, 美国通胀加重, 特别是在 20 世纪 80 年代初期, 为刺激经济增长, 美国政府在实施减税计划的同时通过紧缩性货币政策, 提高利率抑制通胀, 美国对海外短债余额超过其持有的黄金, 美元信用开始下降。

三是美日摩擦加速日元升值。面对收支不平衡、美元信用下降等问题, 美国采取了“善意忽视政策”, 美国国内出现了日益高涨的“顺差国责任论”, 美国不断向日本施加政治性的升值压力。1985 年, 美国、德国、日本、英国和法

国共同签署了联合干预外汇市场使美元对主要货币的汇率有序下调的《广场协议》。1985年广场协议之后，时任美国财长贝克发表对日元升值的谈话，市场随后做出反应，日元汇率大幅升值。

3. 预计汇率短期弹性加大，中长期升值空间充足，看好人民币资产估值修复

3.1 短期人民币汇率弹性加大，有升有贬或成常态

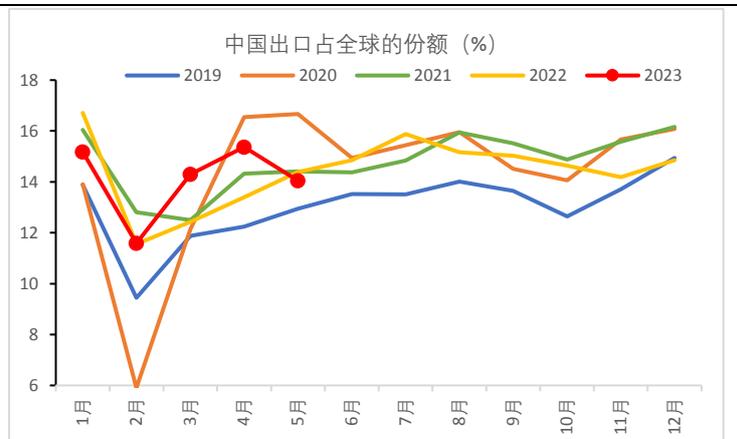
一方面，全球外需下行叠加国内产能优势减弱，出口增速中枢趋势性下行或难避免，对外汇市场人民币需求的支撑减弱。国家货币基金组织（IMF）在7月份最新一期《世界经济展望》中指出，全球经济步入正轨，但尚未走出困境，对2023年全球经济增长的预期为3.0%，较2022年底0.5个百分点。从各项经济指标看，当前全球经济动能明显放缓，如7月份全球制造业PMI录得48.7，连续5个月位于收缩区间，美国、欧元区、日本等主要经济体制造业PMI也位于临界值以下。受此影响，下半年全球外贸形势难言乐观。加之我国出口面临外部遏制打压明显增多，占全球的贸易份额有回落风险，据我们测算，2023年5月我国出口占全球的比重降至14.0%，为2020年以来同期低点。

图表 16: WTO 预测全球贸易增速下降



资料来源: WTO data, 东方财富证券研究所

图表 17: 中国出口占全球的份额回落



资料来源: WTO data, 东方财富证券研究所, 数据截至2023.5

另一方面，中美利差倒挂短期难扭转，资本流出压力仍大。根据美联储7月份最新一期议息会议表态，年内利率易升难降，货币交易市场工具CME FedWatch预计，美联储年内仍有进一步加息可能，开启降息周期大概率在2024年后。而国内货币政策延续偏宽松态度，2023年8月1日中国人民银行、国家外汇管理局召开2023年下半年工作会议，明确提出“继续精准有力实施稳健的货币政策”，“促进企业综合融资成本和居民信贷利率稳中有降”，“继续引导个人住房贷款利率”等，预计下半年国内实体经济利率仍趋降。中美两国货币政策反向，将导致中美利率倒挂幅度趋于扩大，下半年外资流出仍有压力，人民币升值预期偏弱。

综上，我们预计短期人民币升值阻力仍较大，预计年内汇率在7.2附近双向波动。

图表 18: 美联储年内仍有加息可能, 启动降息或至 2024 年初

| MEETING PROBABILITIES | | | | | | | | | | | | |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| MEETING DATE | 300-325 | 325-350 | 350-375 | 375-400 | 400-425 | 425-450 | 450-475 | 475-500 | 500-525 | 525-550 | 550-575 | 575-600 |
| 9/20/2023 | | | | | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 84.5% | 15.5% | 0.0% |
| 11/1/2023 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 71.1% | 26.5% | 2.5% |
| 12/13/2023 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 9.2% | 65.3% | 23.4% | 2.1% |
| 1/31/2024 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 2.8% | 26.6% | 52.3% | 16.8% | 1.5% |
| 3/20/2024 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.4% | 14.2% | 38.9% | 35.3% | 9.4% | 0.8% |
| 5/1/2024 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 1.1% | 11.9% | 34.5% | 35.9% | 14.0% | 2.3% | 0.1% |
| 6/19/2024 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.5% | 5.9% | 22.0% | 35.1% | 26.2% | 8.8% | 1.3% | 0.1% |
| 7/31/2024 | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.4% | 4.4% | 17.5% | 31.5% | 28.7% | 13.6% | 3.4% | 0.4% | 0.0% |
| 9/25/2024 | 0.0% | 0.0% | 0.3% | 3.5% | 14.7% | 28.4% | 29.3% | 16.9% | 5.7% | 1.1% | 0.1% | 0.0% |
| 11/6/2024 | 0.0% | 0.2% | 2.6% | 11.5% | 24.5% | 29.0% | 20.5% | 8.9% | 2.4% | 0.4% | 0.0% | 0.0% |
| 12/18/2024 | 0.1% | 1.7% | 8.2% | 19.8% | 27.4% | 23.6% | 13.1% | 4.8% | 1.1% | 0.2% | 0.0% | 0.0% |

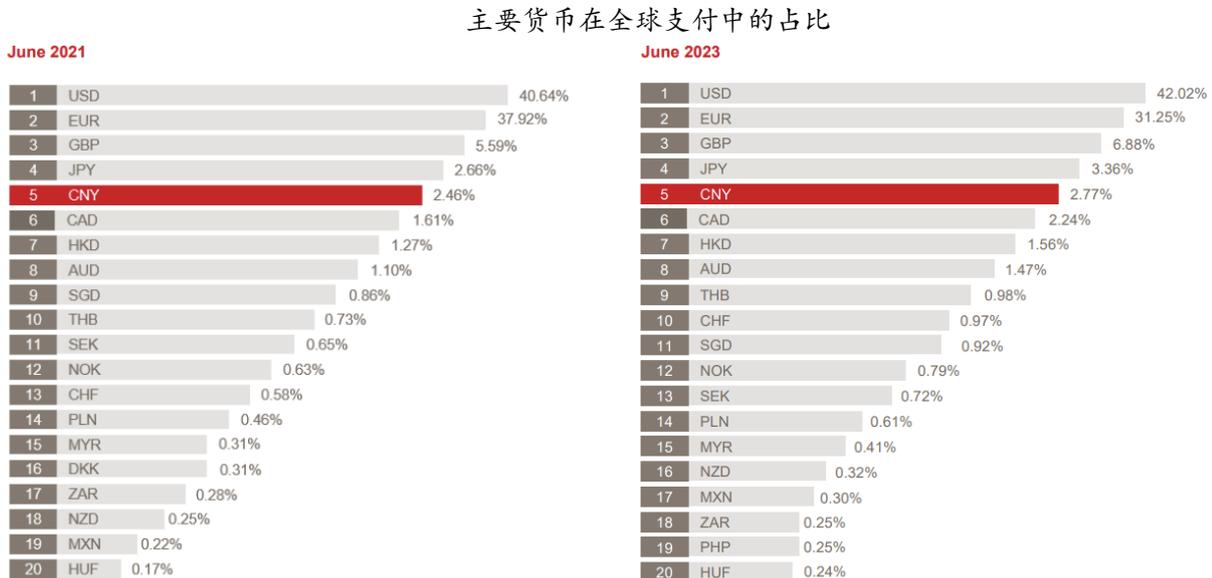
资料来源: CME FedWatch, 东方财富证券研究所

3.2. 中长期人民币汇率中枢在 4-5 左右

3.2.1 人民币国际化持续推进, 汇率趋于向购买力收敛

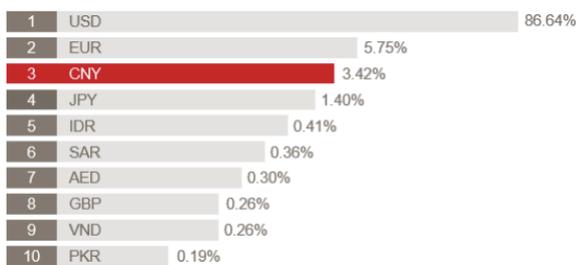
近年来, 尽管全球经济遭遇逆流, 我国面临的外部遏制打压明显增多, 但人民币国际化仍有序推进, 在全球支付、贸易融资、外汇即期交易等多个领域的地位明显提升。一是在全球支付中的占比持续提升, 2023 年 6 月, 全球支付中, 使用人民币作为结算货币的达到 2.77%, 较 2021 年同期提高 0.31 个百分点, 人民币在全球支付中排名第五。二是在全球贸易融资中的地位进一步稳固, 2023 年 6 月, 全球贸易融资以人民币结算的比重较 2021 年同期提高 0.8 个百分点至 4.2%, 居全球第三, 与前两名美元、欧元的差距不断缩小。三是外汇即期交易多点开花, 与英国、美国等主要经济体保持密切货币往来, 2023 年 6 月人民币外汇即期交易规模位列全球第五。

图表 19: 人民币在全球支付和贸易融资中的占比提升

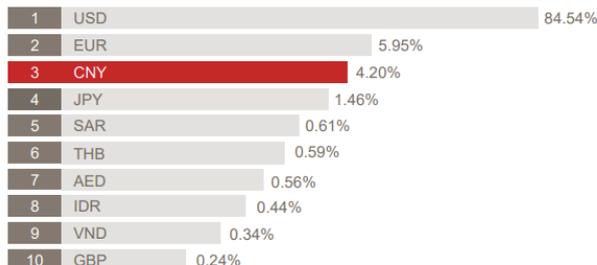


主要货币在全球贸易融资的占比

June 2021

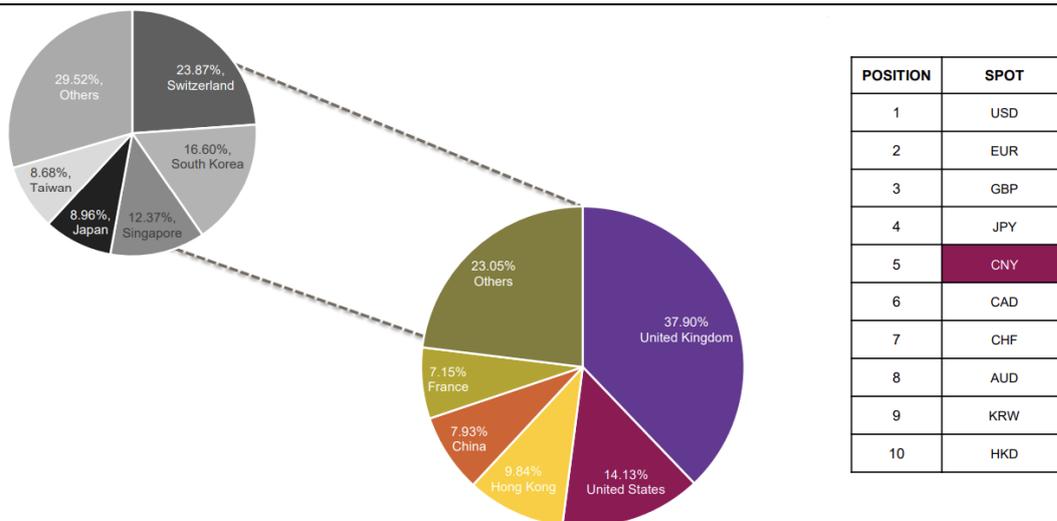


June 2023



资料来源：环球银行金融电信协会（SWIFT），东方财富证券研究所

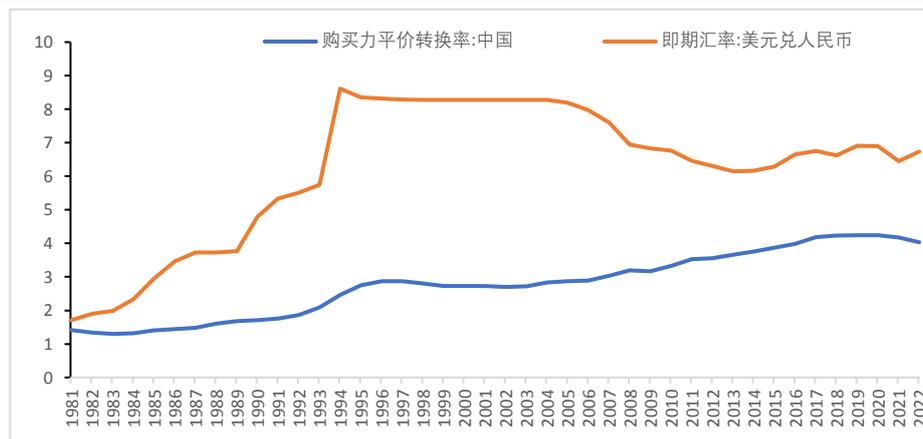
图表 20：2023 年 6 月以人民币进行外汇即期交易的主要国家和地区



资料来源：环球银行金融电信协会（SWIFT），东方财富证券研究所

当前我国政策明确支持推进人民币国际化，如二十大报告明确指出，“推进高水平对外开放，有序推进人民币国际化”，8月1日召开的中国人民银行、国家外汇管理局召开2023年下半年工作会议同样强调“进一步便利境外投资者增持人民币资产，有序推进人民币国际化”，预计人民币国际化程度将持续提高，海外对人民币的认可度有望进一步增强，有利于消除人民币交易成本，推动人民币汇率向购买力平价回归。2022年，中国购买力平价转化率为4.036（美国购买力平均转换率=1），而当年美元兑人民币平均汇率为6.739，二者之间仍有较大差距。

图表 21：美元兑人民币汇率高于购买力平价

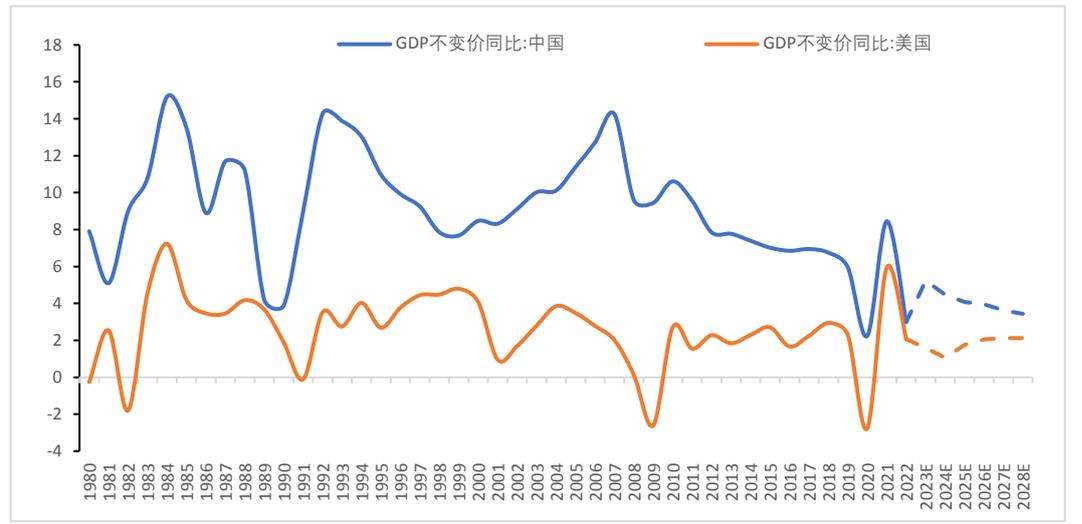


资料来源：Choice 宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至 2022 年

3.2.2 中美潜在增速差预示着人民币后续升值空间充足

我国经济增长显著快于主要经济体，为人民币币值保持稳定提供了强有力的支撑。根据国际货币基金组织（IMF）最新预测，2023-2028年，中国GDP不变价平均增速为4.1%，较同期美国高2.3个百分点，中美之间的经济差距趋于收窄，将支撑人民币汇率相对美元稳中有升。

图表 22：权威机构预计中国后续 GDP 增速仍高于美国

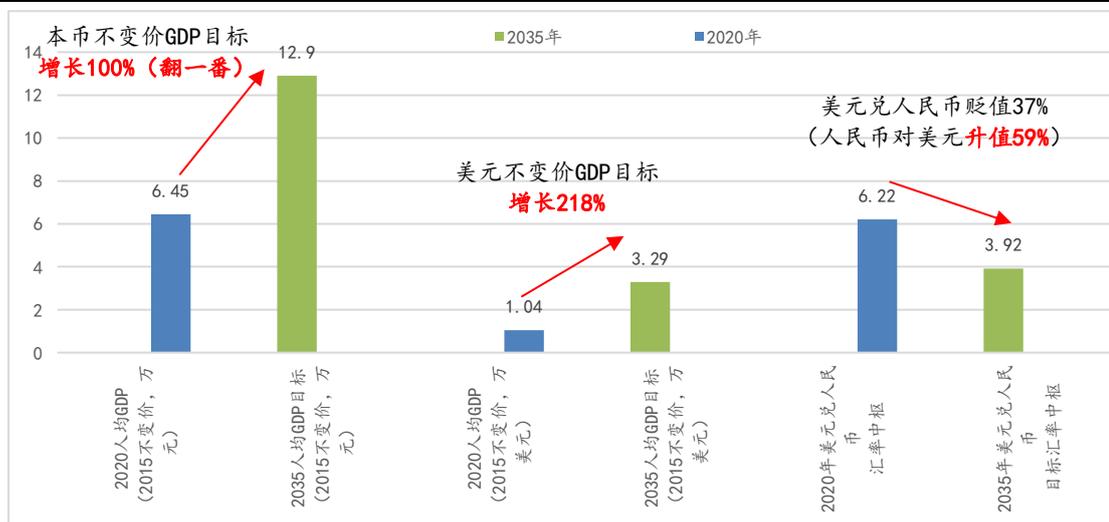


资料来源：IMF，东方财富证券研究所，数据截至2022年

3.2.3 中长期目标指引人民币升值预期

以2035年目标推算，中长期美元兑人民币汇率中枢在4-5左右，人民币升值空间约50%。2020年我国人均GDP为6.45万（2015不变价）元，若顺利完成“到2035年实现经济总量或人均收入翻一番”目标，到2035年人均GDP将达到12.9万元以上，参照同期人均GDP为3.29-4.71万美元的中等发达国家目标，对应美元兑人民币汇率约为2.7-3.9，考虑到“翻一番”目标具有较大弹性，我们由此估计美元兑人民币的汇率中长期合理均衡中枢在4-5附近。

图表 23：汇率升值在实现中长期发展目标中起到重要作用



资料来源：Choice 宏观板块，世界银行，东方财富证券研究所

3.3. 看好人民币升值预期增强带来的人民币资产估值修复

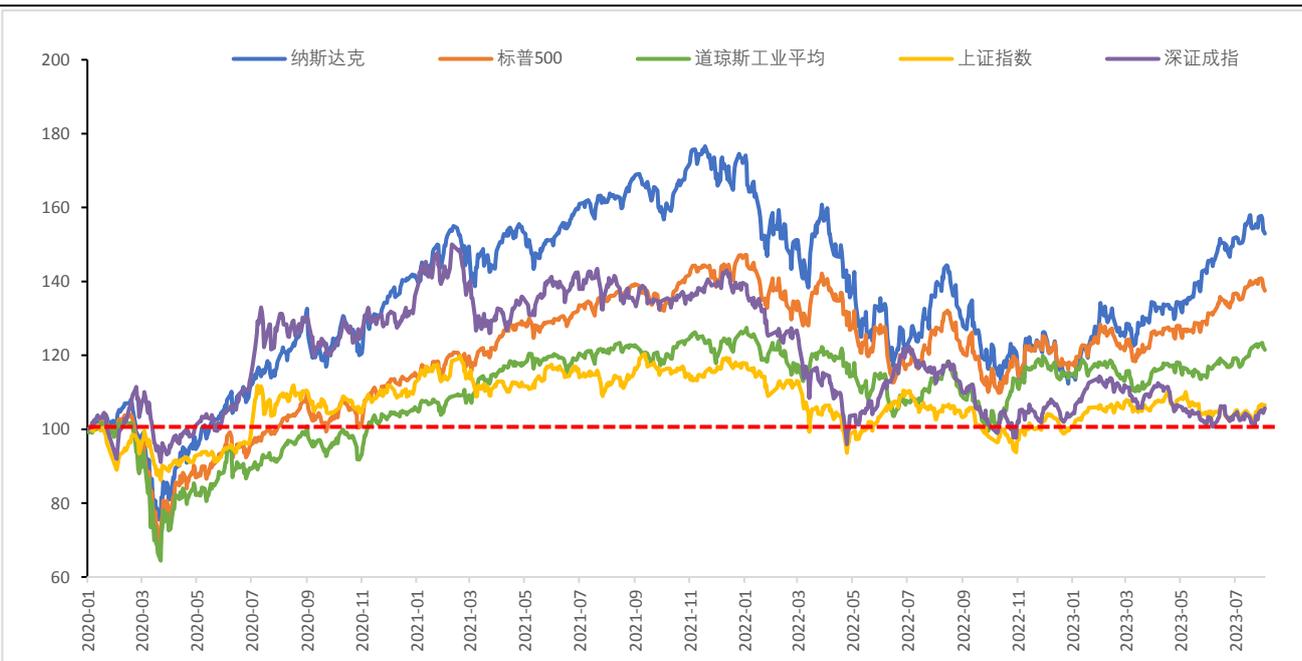
2020年以来，国内A股市场大盘震荡中基本走平，主要指数涨幅落后于美国，未能反映疫后国内经济平稳向好、生产生活修复全球领先的现实状况。纵向看，2023年7月末上证指数平均市盈率11.61，处于过去10年68.3%的历史分位；深证成指平均市盈率21.15，处于过去10年67.0%的历史分位。横向看，2020年初至2023年7月末，美国纳斯达克、标普500、道琼斯工业三大指数分别累计涨57.8%、40.9%、23.2%；而我国上证指数、深证成指累计涨6.7%、5.1%。

图表 24：沪深两市估值整体处于历史低位



资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

图表 25：2020 年以来中美两国主要指数涨跌情况



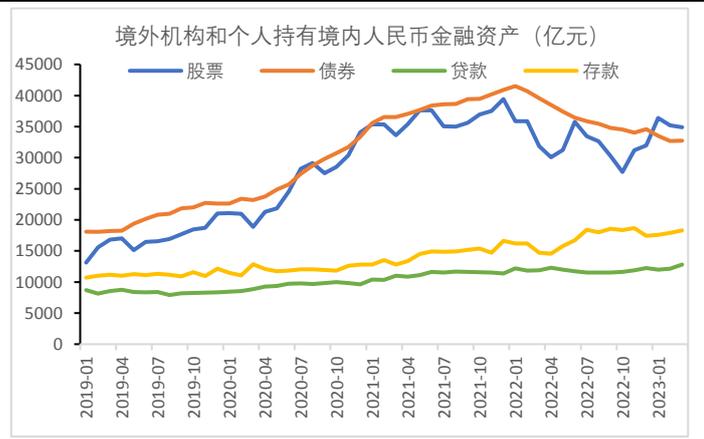
资料来源：Choice 股票板块，东方财富证券研究所，数据截至 2023 年 8 月

注：定基 2020 年初指数为 100

该时期 A 股走势与经济基本面背离，一方面是由于国内政策缺乏方向性指

引、人民币资产投资回报率波动偏大等因素影响，对外资的吸引力减弱；另一方面则是人民币对美元的持续贬值，降低了人民币资产的投资回报率。2022年以来，人民币开始进入贬值通道，同期境外机构和个人对人民币股票、债券等资产的持有规模也随之见顶回落，同时，北向资金净流入规模波动也明显加大，2022年底一度持续净流出，都对人民币资产，尤其是A股市场的整体估值形成一定拖累。

图表 26：境外机构持有人民币资产规模增速放缓



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年3月

图表 27：北向资金净流入规模波动加大



资料来源：Choice股票板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

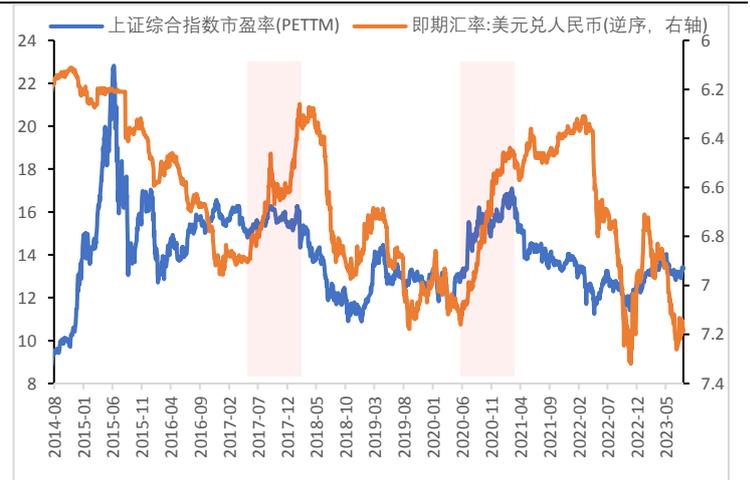
往后看，人民币汇率升值预期增强，有望增厚人民币资产投资回报率，提升对外资的吸引力，推动当前处于估值低位的A股市场估值修复。历史上，人民币汇率升值预期增强，均带来了A股市场大盘快速回升，其中，估值修复贡献较大，如2020年下半年人民币持续升值，带动A股上市公司市盈率提升，进而拉动大盘上行。分行业看，近期估值降至低位的电气设备、国防军工、家用电器等行业，短期反弹可期。

图表 28：境外机构持有人民币资产规模增速放缓



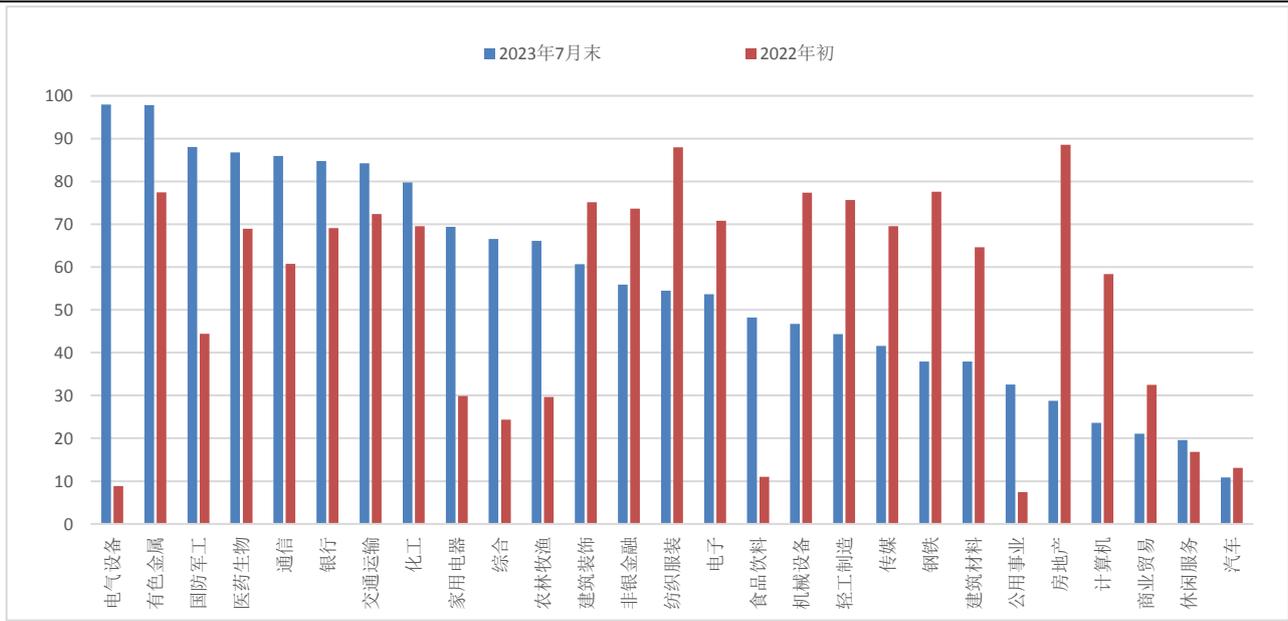
资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

图表 29：北向资金净流入规模波动加大



资料来源：Choice宏观板块，东方财富证券研究所，数据截至2023年8月

图表 30: 各行业 PE 所在近十年历史百分 (%)



资料来源: Choice 股票板块, 东方财富证券研究所, 数据截至 2023 年 8 月

【风险提示】

外部环境恶化, 对人民币及人民币资产限制增多
 外需回落超预期, 出口下行压力加大, 造成汇率波动

东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。