

国开证券  
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

## 对今年人民币汇率走势的简要回顾与展望

分析师:

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

2023年8月23日

上半年,人民币汇率走弱大致分为两个阶段,即:2月至5月美元避险情绪主导的阶段和6月以来国内经济弱预期主导的阶段。受“美国银行业危机”和“美国债务上限危机”两大避险因素影响,2月份和5月份,美元指数先后出现两轮快速上涨,致人民币汇率出现两轮贬值,但是在6月份美元指数回落的情况下,人民币汇率却仍然延续5月弱势一路走低,逼近2022年的7.3280低点,美元与人民币汇率“相向而行”表明,人民币汇率由之前“避险美元”主导向当前国内经济“弱预期”基本面主导转移。

进入8月以来,由于国内经济基本面压力仍然较大以及8月15日央行降息导致10年期中美国债利差倒挂程度加深,人民币兑美元汇率重新出现了走软迹象,目前,离岸美元兑人民币汇率已接近2022年10月份7.3728的高点。可以看出,当前人民币汇率仍处于国内经济“弱预期”主导的阶段。

下半年,考虑汇率企稳因素明显增多,人民币贬值行情或接近尾声,预计四季度人民币汇率有望走强。在市场情绪方面,一是四季度中美利差或收敛。随着美联储加息接近尾声以及国内降息对经济托底的刺激,中美利差收敛将有利于资本回流进而利多人民币汇率;二是稳汇率政策在路上;三是四季度季节性结汇或对人民币汇率形成支撑。在基本面方面,随着国常会以及发改委等研究推动一批经济持续回升向好政策的出台,支撑人民币汇率的中长期因素正逐渐显现。

风险提示:美元指数上涨过快加剧市场波动风险;我国央行和美联储货币政策出现重大调整;国内外经济形势急剧严峻;地缘政治冲突加剧,其他黑天鹅事件等。

上半年，人民币双边汇率持续走弱，在岸汇率贬值幅度达 4.5%，并接近 2022 年 7.3280 的低点。下半年，随着人民币汇率企稳因素逐渐增多，在国外不发生金融危机等极端事件的情况下，人民币汇率有望走强。

### 一、上半年走势回顾

上半年，人民币汇率走弱大致分为以下两个阶段，即：2 月至 5 月美元避险情绪主导的阶段和 6 月以来国内经济弱预期主导的阶段。受“美国银行业危机”和“美国债务上限危机”两大避险因素影响，2 月份和 5 月份，美元指数先后出现两轮快速上涨，相应致人民币汇率出现两轮贬值，但是在 6 月份美元指数回落的情况下，人民币汇率却仍然延续 5 月弱势一路走低，逼近 2022 年的 7.3280 低点，美元与人民币汇率“相向而行”表明，人民币汇率由之前“避险美元”主导向当前国内经济“弱预期”基本面主导转移。

国内经济“弱预期”主要来自于：一是 4 月以来，PMI 指数持续低于 50；PPI 持续负增长导致通缩压力加剧，同时，M1 增速持续下行，社融与人民币贷款增速下行；二是在房地产方面，尽管 2022 年四季度出台了“三支箭”，但各种类型开发商融资并未得到显著改善，购房者、开发商与地方政府预期集体低迷；三是在地方政府债务方面，中西部地区平台违约压力隐现。

进入 7 月份以来，虽然美国通胀预期仍然顽固，但随着其增长数据疲软，市场对美国经济衰退的担忧持续升温，美元指数出现大幅下行，人民币外围压力得以缓解，加之，在政策面上，逆周期因子和跨境融资宏观审慎调节参数的使用，外汇市场贬值预期得以缓解，人民币兑美元汇率出现反弹，但进入 8 月以来，由于国内经济基本面压力仍然较大以及 8 月 15 日降息导致的 10 年期中美国债利差倒挂程度加深，人民币兑美元汇率重新出现了走软迹象，目前离岸美元兑人民币汇率已接近去年 10 月份 7.3728 的高点。可以看出，当前人民币汇率仍处于国内经济“弱预期”主导的阶段。

### 二、下半年趋势展望

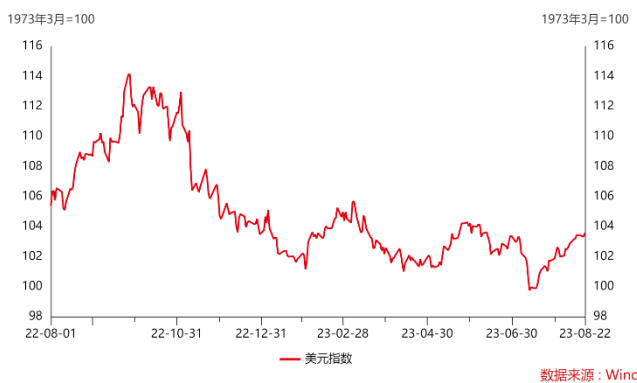
下半年，考虑汇率企稳因素明显增多，人民币贬值行情或接近尾声，预计下半年人民币汇率有望走强。具体看，利多人民币汇率因素既有市场情绪方面的，也有基本面的。在市场情绪方面，一是四季度中美利差或收敛。随着美联储加息接近尾声以及国内降息对经济托底的刺激，中美

利差收敛将有利于资本回流进而利多人民币汇率；二是稳汇率政策在路上。5 月份中国外汇自律组织第一次会议强调将会对单边炒作行为进行纠偏部署，作为呼应，人民银行货币政策委员会在二季度公报也提出针对汇率波动将综合施策，同时，近期人民币汇率中间价也多次显著强于市场预期，说明逆周期因子已启用，从过往经验看，监管层口头引导与中间价强信号结合意味着，一系列稳汇率预期的政策在路上；三是四季度季节性结汇或对人民币汇率形成支撑。每年 6 月企业与家庭季节性购汇确实扰动外汇市场供求，但从今年数据看，5 月代客结售汇逆差 79.7 亿美元，较去年同期的 55.6 亿美元有所扩大说明了，在 5 月贬值预期下，今年分红购汇的季节性需求有所前置，随着企业半年度分红工作结束，影响汇率的季节性利空因素正已经消退，四季度，年底企业结汇的季节性因素又会对人民币汇率形成支撑。在基本面方面，随着国常会以及发改委等研究推动一批经济持续回升向好政策的出台，支撑人民币汇率的中长期因素正逐渐显现。

### 三、需关注的风险点

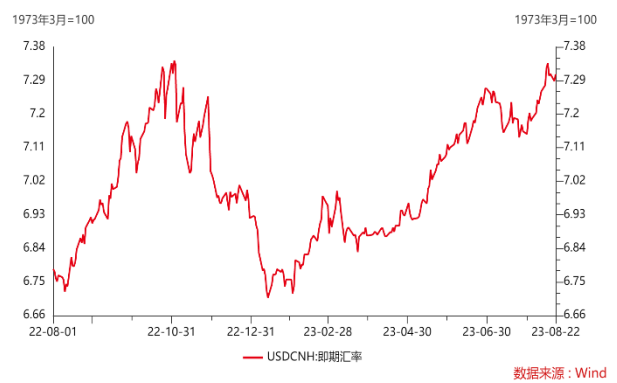
一是国际方面，需防范美国政策利率居高不下引致商业地产价格与金融系统“负反馈”风险以及英国高通胀引致的欧洲风险，一旦发生，避险情绪引致的美元上涨将会给人民币汇率造成较大的贬值压力；二是国内方面，作为稳定人民币汇率的“基本盘”，经济企稳回升成效值得关注。

图 1：美元指数走势



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

图 2：USDCNH:即期汇率



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

风险提示：美元指数上涨过快加剧市场波动风险；我国央行和美联储货币政策出现重大调整；国内外经济形势急剧严峻；地缘政治冲突加剧，其他黑天鹅事件等。

## 分析师简介承诺

分析师简介：王鹏，经济学博士，主要从事长周期下的大类资产配置研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。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，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

## 国开证券投资评级标准

### ■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

### ■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

## 免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。

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。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未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。本文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。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层