

2023年09月14日

信心是当前汇率波动的关键

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

hening@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

潘伟桢（联系人）

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790122110044

● **事件：**近期，人民币兑美元汇率出现较大波动，离岸人民币一度突破 7.35，央行亦采取了相关稳汇率政策，后续人民币汇率走势引发市场关注。

● **美元升值或是造成当前人民币汇率承压的主要原因**

1. **如何理解近期人民币汇率的波动？**我们曾指出，在当前人民币汇率的定价机制下，国内经济基本面及预期变动是人民币汇率变动的基础，美元指数则是影响汇率的关键外部因素（详见《从价格形成机制看人民币汇率决定因素及后续走势》）。从国内经济基本面来看，随着各项扩内需政策的密集落地以及房地产政策的调整，国内经济已经基本企稳，社融数据虽结构偏弱，但总量较超预期，且后续增速有望稳步回升。因此我们看到 CFETS 人民币汇率指数以及 SDR、BIS 人民币汇率指数近期均有所上升，这也意味着人民币汇率贬值的主要原因或是外部环境，即美元指数近期较为强劲带动人民币汇率发生一定程度的贬值。

2. **美国经济韧性凸显，美欧经济增长态势分化，带动美元指数上行。**8月美国 ISM 制造业 PMI 录得 47.6%，较 7 月上涨 1.2 个百分点，美国经济整体表现出了较为强劲的韧性。相较之下，欧元区 8 月制造业 PMI 为 43.5%，虽有边际回暖，但美欧制造业 PMI 差额反而有所扩大，此外英国 8 月制造业 PMI 回落 2.3 个百分点至 43%，日本制造业 PMI 亦无改善，这给美元指数带来了较为坚实的支撑。另一方面，美国经济韧性或将导致美国通胀水平回落的不确定性有所扩大，从而增强美联储维持高利率水平的空间。在此背景下，美元指数表现较强，并一度突破 105 关口，给人民币汇率带来较大的外部压力。

● **信心是当前汇率波动的关键，央行预计将会持续释放“稳汇率”信号**

1. **市场预期有一定变化，信心是当前汇率波动的关键要素。**从企业结售汇意愿来看，7 月银行结汇率为 63.65%，较 6 月份下降 6 个百分点，而售汇率仅下降约 2 个百分点，显示企业端目前结汇意愿下降较快；从外资流动来看，8 月深股通、沪股通资金分别净流出 415、482 亿，债券通项下境外持有中国债券金额在 7 月份环比减少 366 亿元，考虑到 8 月份美债收益率上行、中美利差扩大，外资流出的压力难有缓解。上述两方面均显示外汇市场参与主体预期或较弱，在经济基本面已经企稳的情况下，市场信心或是当前及后续汇率波动的关键要素。

2. **央行或将持续释放“稳汇率”信号，以稳定信心，避免汇率出现超调，形成单边贬值趋势。**我们认为，考虑到当前美国经济较欧洲更有韧性，美元指数短期或高位震荡，人民币外部环境或将持续承压。从这个角度来看，由于国内经济向上斜率尚存不确定性，为了稳定市场主体的信心，央行后续还会继续出台稳汇率政策。一则从近期央行的政策举措及表态来看，无论是 9 月 1 日下调外汇存款准备金率至 4%，亦或是 9 月 11 日外汇市场自律机制专题会议强调该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏，均显示出央行稳汇率的决心；二则当前人民币兑美元汇率中间价近期没有随离岸汇率波动，始终维持在 7.2 左右，或能部分反映当前央行对汇率中枢水平的意愿；三则若市场信心持续疲弱，则可能进一步加大汇率的压力，从而反馈至国内经济以及风险资产，并对国内经济政策效果产生影响，因此需要央行及时予以关切。

3. **人民币汇率短期或仍承压，后续将取决于国内经济的恢复情况，长期看大概率保持宽幅的双向波动态势。**我们认为，央行的举措有助于缓解短期内的贬值预期，但考虑到外部环境压力较大，后续汇率的变动还是取决于国内经济的恢复情况。综合各项条件来看，人民币汇率大概率会保持宽幅的双向波动态势。

● **风险提示：**美国经济衰退超预期。

相关研究报告

《加息或从“更高”转向“更久”——美国 8 月 CPI 点评—宏观经济点评》
-2023.9.14

《社融拐点已现，结构仍趋改善—8 月金融数据点评—宏观经济点评》
-2023.9.11

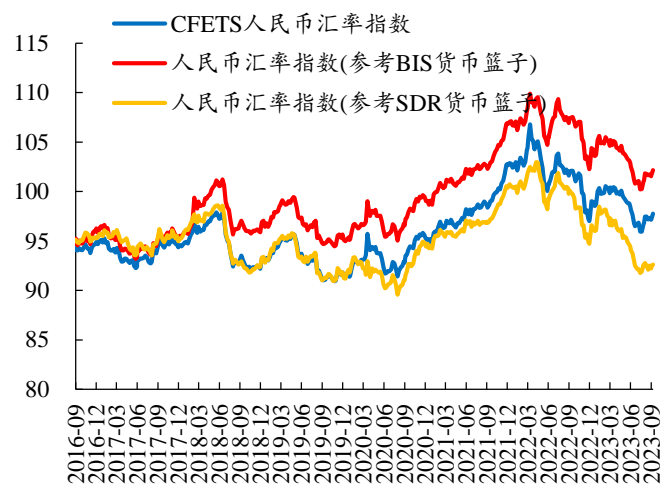
《CPI 同比由负转正——8 月通胀数据点评—宏观经济点评》-2023.9.10

附图1：人民币兑美元汇率近期有一定幅度贬值



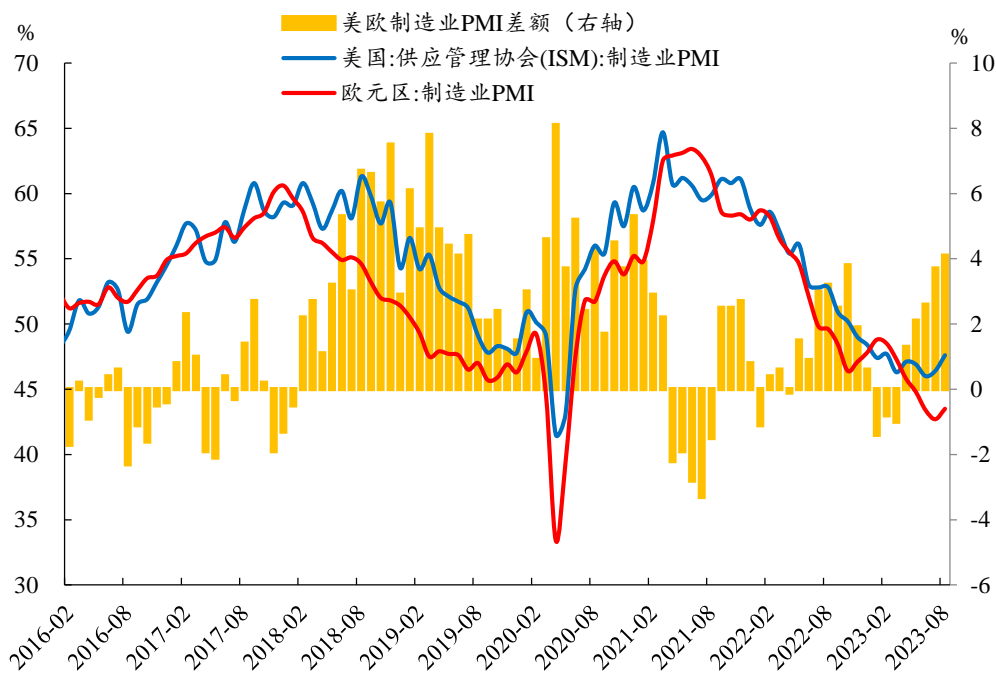
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图2：CFETS 汇率指数近期略有上行



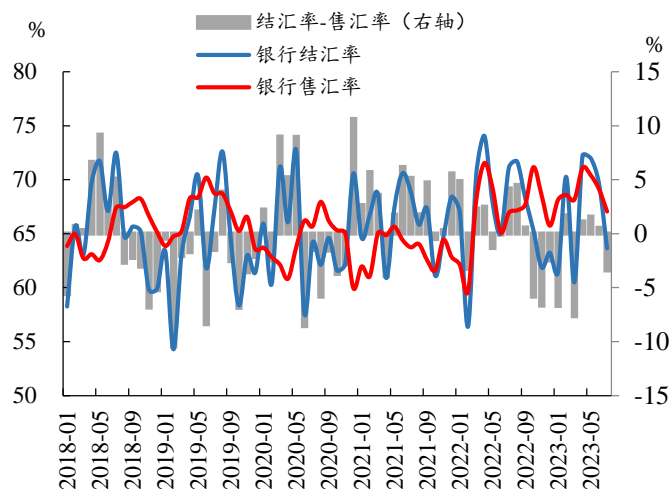
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图3：美欧制造业 PMI 之差有所扩大



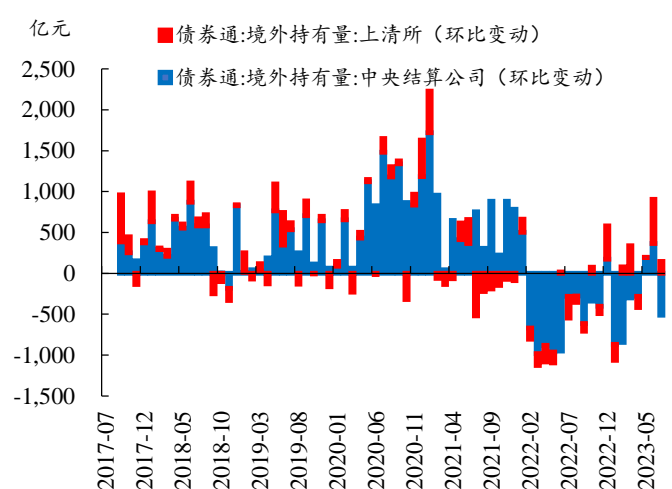
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图4：7月银行结汇率近期下降较多



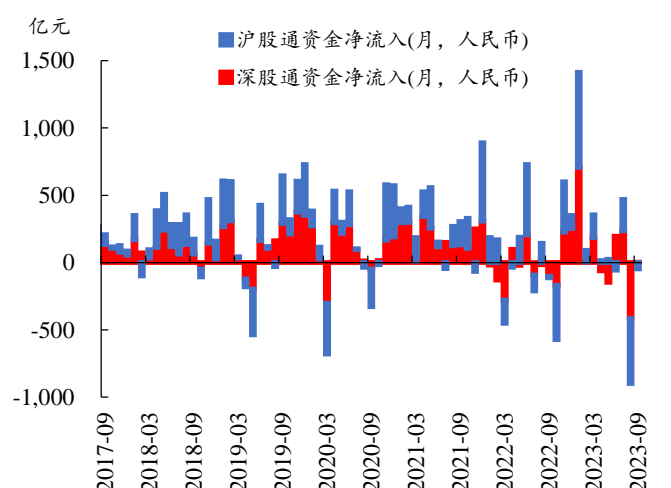
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图5：7月债券通项下外资持有债券金额环比下降



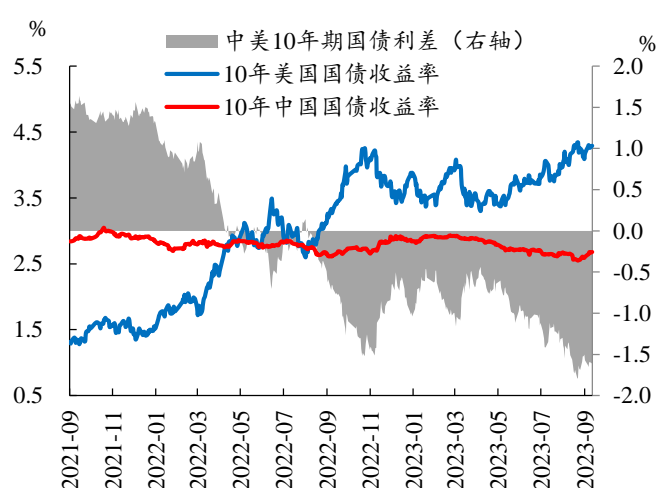
数据来源：Wind、开源证券研究所

附图6：8月以来北上资金近期流出较多



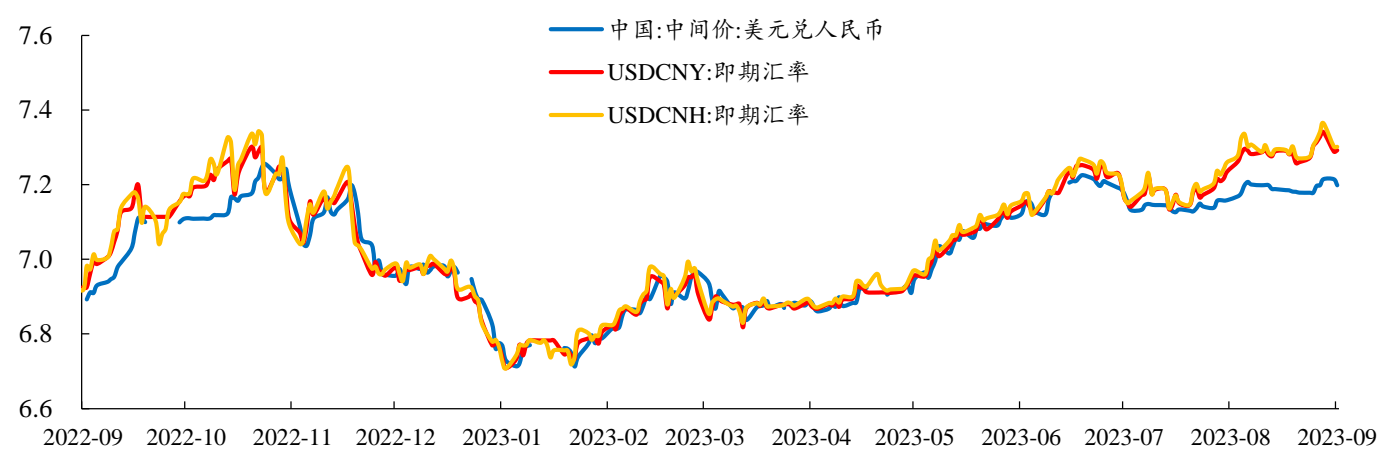
数据来源：Wind、开源证券研究所，注：9月截至12日。

附图7：中美利差近期持续深度倒挂



数据来源：Wind、开源证券研究所

附图8：近期人民币汇率中间价相对平稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

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