

中美周期差变化映射下的新均衡

汇率及利率配置展望

证券分析师：李沛 执业证书编号：S0630520070001 证券分析师：谢建斌 执业证书编号：S0630522020001

联系人：李沛 联系方式：021-20333403

2023年12月18日



目 录

- 一、海外宏观β到人民币汇率演绎
- 二、“8·11”汇改至今的三轮汇率周期
- 三、国内债市或机会大于风险
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

2023年Q3-Q4海外宏观β的演绎

- **2023年7月-10月:美强欧弱格局延续，美债利率或“higher for longer”。**美债名义利率及美元的强势并非加息落地的政策利率指引推动，而源于通胀回落下期限溢价的抬升及美国三季度政府债发行规模上升带来的供给因素扰动。从经济基本面来看，超预期的劳动力市场、芯片法案引导制造业回流、超额储蓄的前期支撑、前期油价回暖，美强欧弱的经济格局均支撑美债利率高位。
- **2023年11月-至今：定价逻辑切换，长端美债利率自“5%”高位回落100bp。**（1）政府债供给冲击最大阶段或已过：11月1日美国财政部发布，美国四季度政府债预计净发行规模为7760亿美元，较8月预期下修760亿美元。（2）通胀降温：美国10月及11月CPI分别录得3.2%与3.1%，部分源于油价回落。（3）美国就业数据非线性回落：10月美国失业率升至3.9%，为近两年的高点。

各国2023年PMI运行趋势

国家	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年5月	2023年6月	2023年7月	2023年8月	2023年9月	2023年10月	2023年11月	折线图
全球	49.1	49.9	49.6	49.6	49.6	48.7	48.6	49	49.2	48.8	49.3	
中国	50.1	52.6	51.9	49.2	48.8	49	49.3	49.7	50.2	49.5	49.4	
美国	47.4	47.7	46.3	47.1	46.9	46	46.4	47.6	49	46.7	46.7	
欧元区	48.8	48.5	47.3	45.8	44.8	43.4	42.7	43.5	43.4	43.1	44.2	
英国	47	49.3	47.9	47.8	47.1	46.5	45.3	43	44.3	44.8	47.2	
德国	47.3	46.3	44.7	44.5	43.2	40.6	38.8	39.1	39.6	40.8	42.6	
法国	50.5	47.4	47.3	45.6	45.7	46	45.1	46	44.2	42.8	42.9	
意大利	50.4	52	51.1	46.8	45.9	43.8	44.5	45.4	46.8	44.9	44.4	
澳大利亚	48.5	50.6	48.5	53	51.6	50.1	48.2	48	51.5	47.6	46.2	
日本	48.9	47.7	49.2	49.5	50.6	49.8	49.6	49.6	48.5	48.7	48.3	
韩国	48.5	48.5	47.6	48.1	48.4	47.8	49.4	48.9	49.9	49.8	50	

美联储货币政策或转鸽，美债有望延续走牛

- **FOMC对美国2024年经济增长预期下修，资产表现鸽派。**2023年12月13日，美联储12月FOMC议息会议召开，政策利率仍维持按兵不动。相较于2023年9月议息会议，12月议息会议对于2024年实际GDP同比展望由1.5%下修至1.4%；2024年PCE同比预期由此前的2.5%下修至2.4%；2024年全年失业率中枢预计为4.1%，持平于9月的预期。
- **美联储已连续三次议息会议对政策利率维持按兵不动。**但FOMC对美国经济增长的预期调整，进一步推动了美元及美债利率回落。

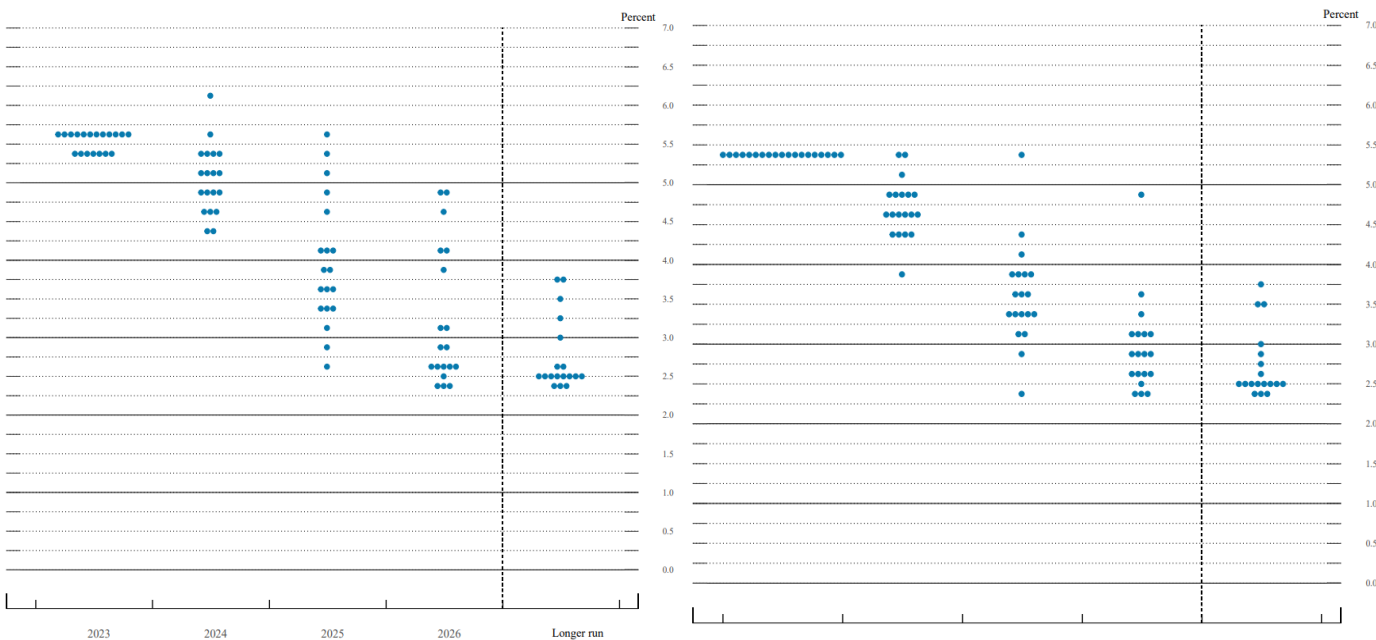
2023年12月FOMC议息会议对于2024年经济展望预期小幅

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run	2023	2024	2025	2026	Longer run
Change in real GDP	2.6	1.4	1.8	1.9	1.8	2.5-2.7	1.2-1.7	1.5-2.0	1.8-2.0	1.7-2.0	2.5-2.7	0.8-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
September projection	2.1	1.5	1.8	1.8	1.8	1.9-2.2	1.2-1.8	1.6-2.0	1.7-2.0	1.7-2.0	1.8-2.6	0.4-2.5	1.4-2.5	1.6-2.5	1.6-2.5
Unemployment rate	3.8	4.1	4.1	4.1	4.1	3.8	4.0-4.2	4.0-4.2	3.9-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.9-4.5	3.8-4.7	3.8-4.7	3.5-4.3
September projection	3.8	4.1	4.1	4.0	4.0	3.7-3.9	3.9-4.4	3.9-4.3	3.8-4.3	3.8-4.3	3.7-4.0	3.7-4.5	3.7-4.7	3.7-4.5	3.5-4.3
PCE inflation	2.8	2.4	2.1	2.0	2.0	2.7-2.9	2.2-2.5	2.0-2.2	2.0	2.0	2.7-3.2	2.1-2.7	2.0-2.5	2.0-2.3	2.0
September projection	3.3	2.5	2.2	2.0	2.0	3.2-3.4	2.3-2.7	2.0-2.3	2.0-2.2	2.0	3.1-3.8	2.1-3.5	2.0-2.9	2.0-2.7	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.2	2.4	2.2	2.0		3.2-3.3	2.4-2.7	2.0-2.2	2.0-2.1		3.2-3.7	2.3-3.0	2.0-2.6	2.0-2.3	
September projection	3.7	2.6	2.3	2.0		3.6-3.9	2.5-2.8	2.0-2.4	2.0-2.3		3.5-4.2	2.3-3.6	2.0-3.0	2.0-2.9	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	5.4	4.6	3.6	2.9	2.5	5.4	4.4-4.9	3.1-3.9	2.5-3.1	2.5-3.0	5.4	3.9-5.4	2.4-5.4	2.4-4.9	2.4-3.8
September projection	5.6	5.1	3.9	2.9	2.5	5.4-5.6	4.6-5.4	3.4-4.9	2.5-4.1	2.5-3.3	5.4-5.6	4.4-6.1	2.6-5.6	2.4-4.9	2.4-3.8

中美周期差收敛下，人民币汇率走强

- 长端美债利率回落至4%以下，关注联储2024年降息节奏。11月以来，海外鸽派预期占据主导，截止12月15日，10年期和2年期美债收益率分别下行至3.91%和4.44%，较高点分别下行107bp与75bp。截至2023年12月17日，CME FedWatch预期美联储2024年5月及6月议息会议上选择对联邦基金目标利率降息25bp及以上的概率分别为94.7%与99.5%。
- 中美利差明显收敛，USDCNH汇率运行至7.10关口。截至12月17日，中美10Y国债利差从10月下旬的220bp收敛至128bp，离岸人民币汇率USDCNH从7.35运行至7.10。美国的财政发力一定程度延迟了经济下行的到来，但美元及美债利率拐点基本已现，后续对于人民币汇率的约束将有望明显减弱。

美联储9月与12月FOMC会议点阵图对比



CME FedWatch对于美联储降息预期

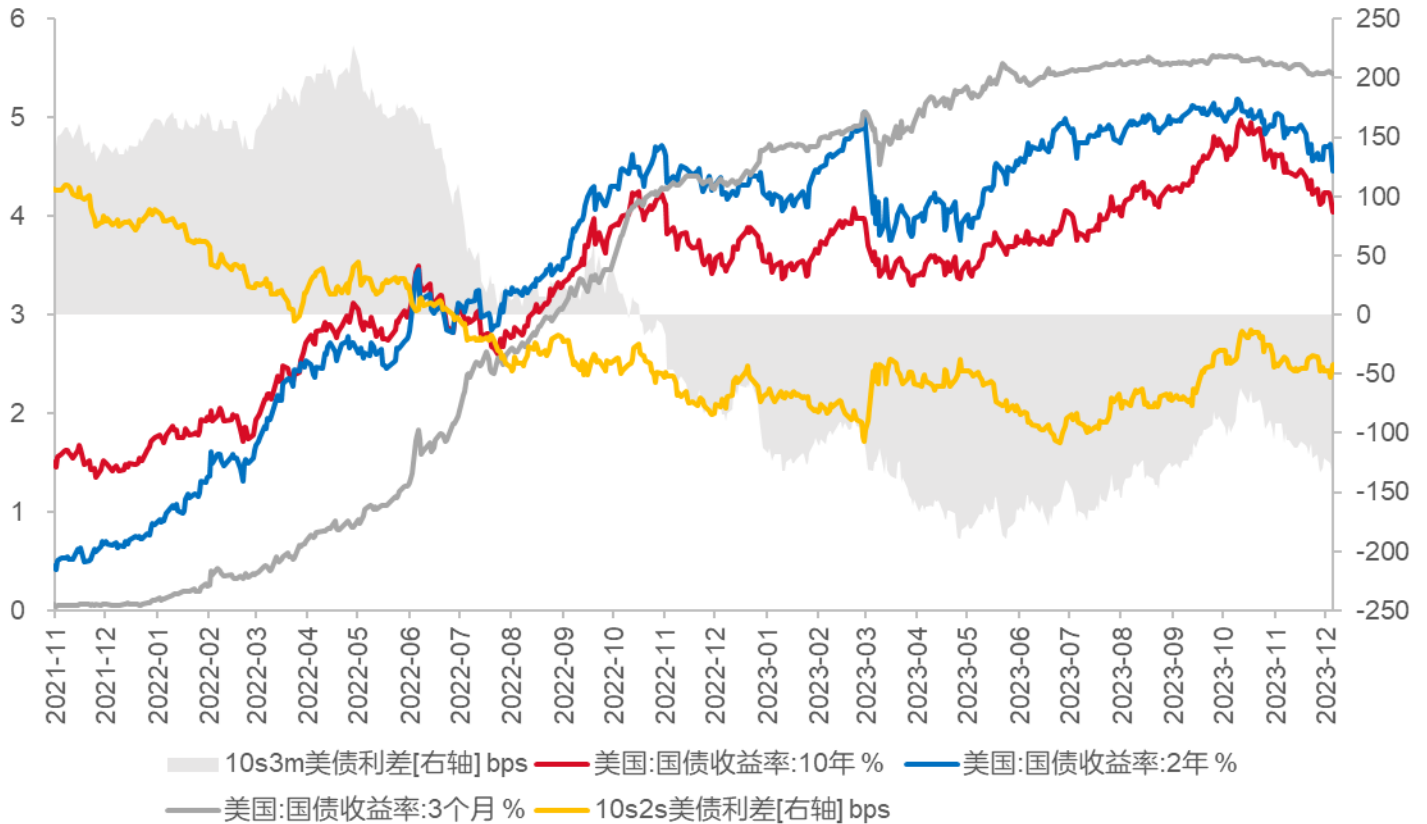
CME FEDWATCH TOOL - MEETING PROBABILITIES									
MEETING DATE	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550
2024/1/31				0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.3%	89.7%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.8%	62.7%	30.5%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	52.9%	36.1%	5.3%
2024/6/12	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.1%	48.6%	37.7%	8.2%	0.5%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.0%	4.3%	41.9%	39.3%	12.7%	1.7%	0.1%
2024/9/18	0.0%	0.0%	3.8%	37.4%	39.6%	15.9%	3.0%	0.3%	0.0%
2024/11/7	0.0%	2.5%	25.9%	38.9%	24.0%	7.4%	1.2%	0.1%	0.0%
2024/12/18	2.0%	21.3%	36.3%	27.0%	10.7%	2.4%	0.3%	0.0%	0.0%

资料来源：Wind[截至2023年12月17日]，东海证券研究所

如何理解美债利率为全球资产定价之锚？

- **估值角度。**据我们熟知DCF估值模型的多重假设，无风险利率为分母端重要变量。美国为全球第一大经济体，美债收益率作为无风险利率参照，当其大幅上行时，全球的资产风险偏好受约束而表现承压。
- **利差角度。**投资者可低成本以本国货币融资，投向收益更高的美元计价资产。美债利率走高可能吸引全球资金回流美国。
- **期限倒挂缓和的两种可能：牛陡方向。**美联储降息收益率曲线下移，但短端利率降幅大于长端利率降幅。通常发生于经济预期转弱，央行降息以提振需求。**熊陡方向。**即倒挂的收敛主要源于长端利率上行，但整条收益率曲线依旧上移，美债仍然走熊。此时经济预期通常仍强劲，对高利率容忍度较强。

美国国债收益率及期限利差

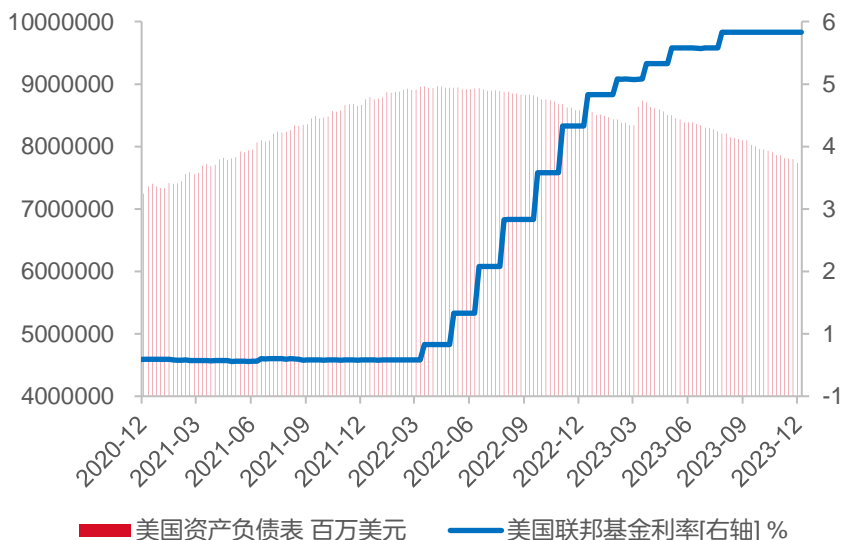


资料来源：Wind，东海证券研究所

美联储当前缩表节奏中性

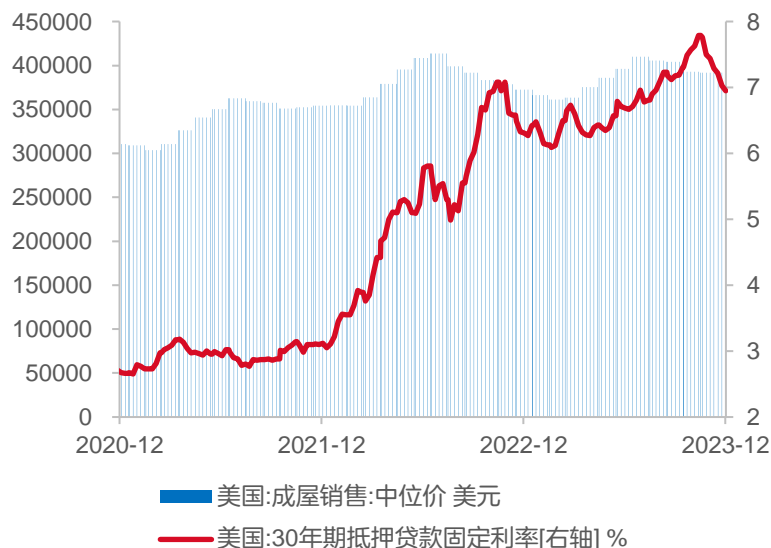
- **美联储当前仍处缩表进程。**截至2023年12月13日，美联储总资产缩表至7.73万亿美元，较2022年一季度高点8.95万亿美元回落1.22万亿美元。美国30年抵押贷款固定利率最高升至7.8%后略有回落，但从价格和库存水平来看，地产部门景气度仍有韧性。
- **美国财政部TGA账户自债务上限谈判通过后整体上升。**据美国财政部，2023年11月美国国债规模已超33.5万亿美元，为2022年美国GDP的133%，较5月末债务上限谈判通过时规模提升超1.5万亿美元。截至2023年12月13日，美国财政部TGA账户余额为6306亿美元，10月最高升至8477亿美元后回落。而2023财年国债利息支付总额已达6590亿美元，为2020年利息支付额的近两倍。

美联储资产负债表及联邦基金利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国成屋销售中间价及30年住房抵押贷款利率



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国财政部一般账户TGA

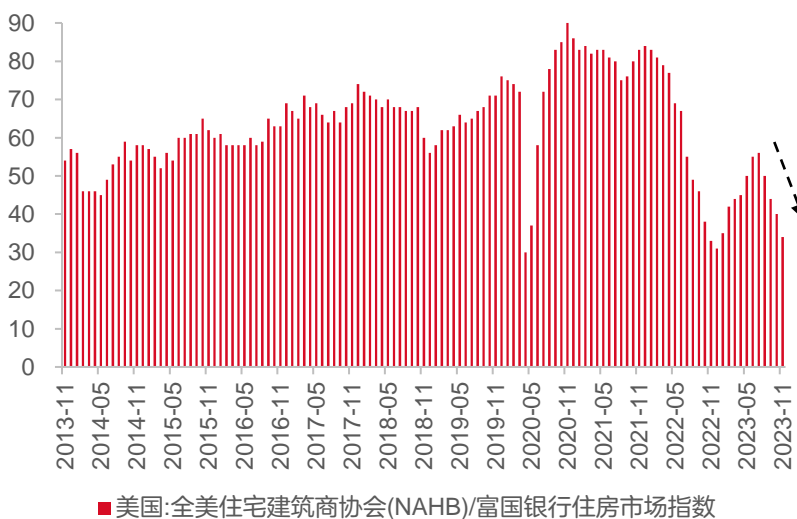


资料来源：Wind，东海证券研究所

当前美国经济其他的潜在风险点？

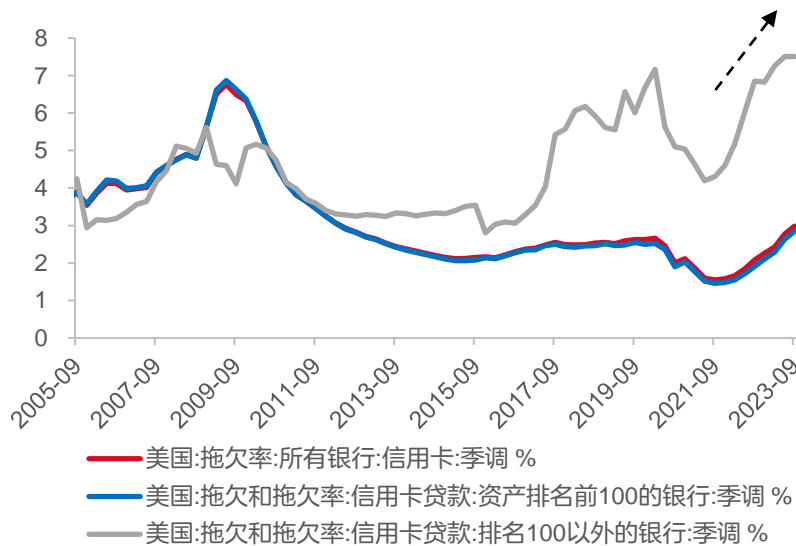
- 美国住房市场景气度略有回落。全美住宅建筑商协会NAHB指数101月录得34，连续4个月下降。
- 美国消费信用卡违约比例有所上升。2023年Q4，美国学生贷款重启支付，超额储蓄年内或接近消耗完毕。
- 美国财政政策持续性。2023年美国财政赤字规模达1.7万亿美元，较上一财年增加3200亿美元，美国财政赤字率超38%，较上一财年上升10个百分点。

美国NAHB住房市场指数连续四个月下行



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国信用卡贷款违约率延续上升



资料来源：Wind，东海证券研究所

美国个人转移支付收入同比变化

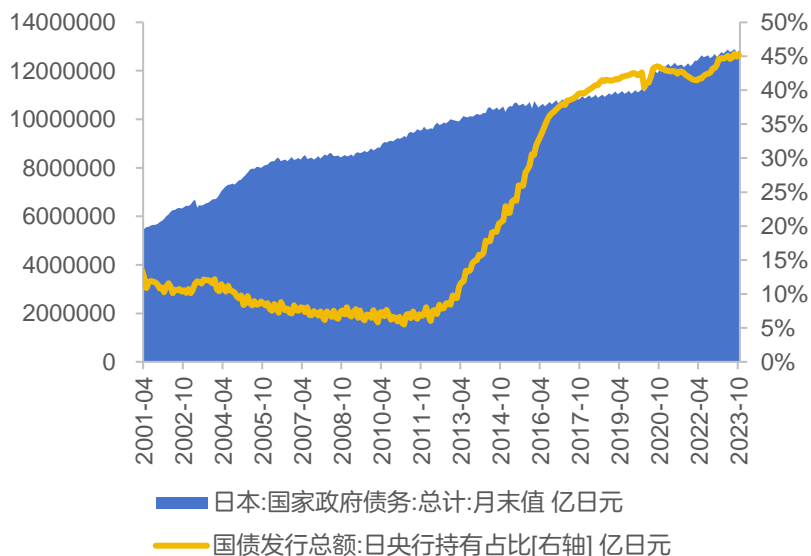


资料来源：Wind，东海证券研究所

日央行YCC框架或正常化，提振日本汇率

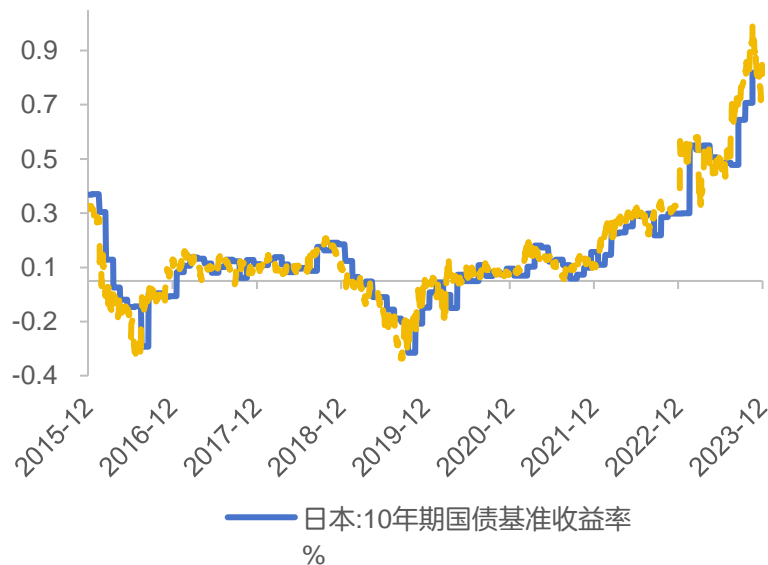
- **日元贬值及通胀预期改善或推动日央行货币政策转向。**回顾近两年，美日周期差驱动套息交易，2022年日元大幅走贬近30%，2023年日元仍偏弱。2023年以来，YCC框架上限多次微调。截至12月13日，10Y美日国债利差为333bp。中期而言，美债利率中枢有望下行，叠加YCC的边际转向或推动日债收益率上行，国际资本有望回流日本，2024年美元兑日元有望重回130下方。
- **日央行为日本政府债的最大持有者。**当前日本政府部门杠杆率不断攀升至2022年末的263%，而2022财年日央行持有政府债券比例达45%。日本在美债海外投资者中占比最高，达14.5%。如YCC政策进一步调整，将抑制央行购债动力，并一定程度冲击日本央行及其他金融机构资产负债表。

2022年政府总负债占GDP的比重达264%



资料来源: Wind, 东海证券研究所

日央行对日本国家政府债券持有占比近5成



资料来源: Wind, 东海证券研究所

美日利差及日元汇率



资料来源: Wind, 东海证券研究所

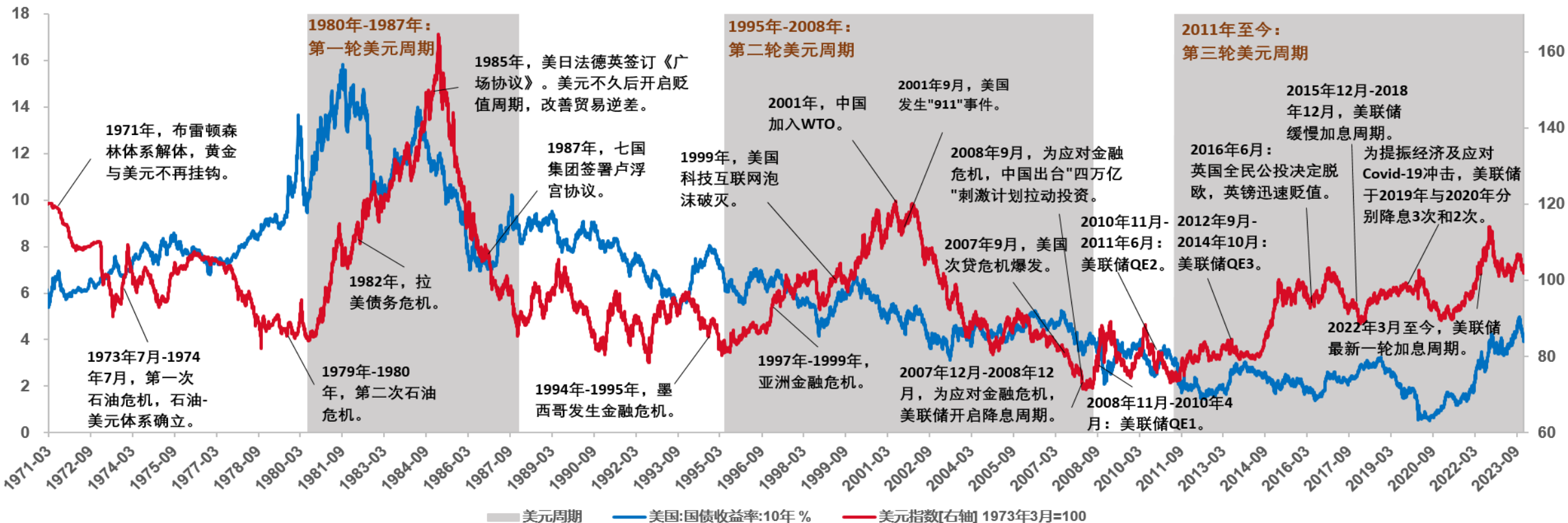
目 录

- 一、海外宏观β到人民币汇率演绎
- 二、“8·11”汇改至今的三轮汇率周期
- 三、国内债市或机会大于风险
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

20世纪70年代以来的三轮美元周期

- 第一轮美元周期：1980年-1987年，“沃尔克时刻”到1985年美日法德英《广场协议》签订。
- 第二轮美元周期：1995年-2008年，克林顿政府上任后经济繁荣带来美元回流、亚洲金融危机避险需求到美国次贷危机。
- 第三轮美元周期：2011年-至今，欧债危机爆发避险需求，美联储2015年开启加息周期，欧美货币政策分化。

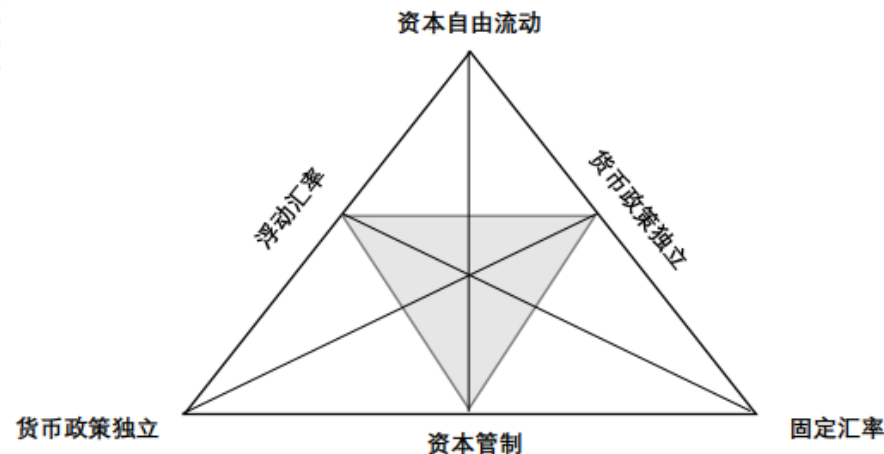
20世纪70年代以来的三轮美元周期



汇率可视为一国法定货币的外部价格

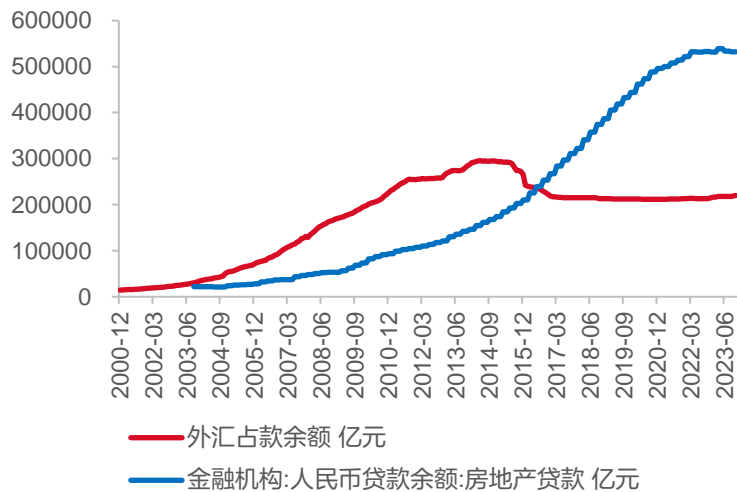
- 2000年以来，人民币汇率影响因素的演绎大致经历了三个阶段。2000年至2008年，人民币汇率与出口景气度相关性较强，汇率波动主要源于加入WTO之后出口高景气对经济的驱动与外汇储备规模的上行。2009年-2014年，外汇储备总额上升趋势放缓，地产对经济拉动权重逐步抬升。2015年后，我国经济驱动因素主要源于地产高景气度。外汇储备规模相对稳定且部分年份出现环比负增，且央行的货币自主权明显增强，外汇占款不是央行投放流动性的主要驱动，本币流动性紧张时，央行可主动增加货币供给。

蒙代尔三元悖论“不可能三角”



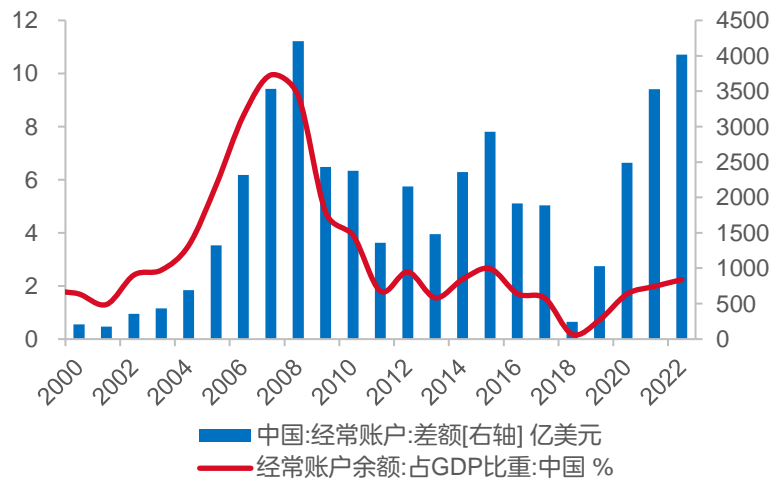
资料来源：保罗·克鲁格曼，蒙代尔，东海证券研究所

我国外汇占款余额变化



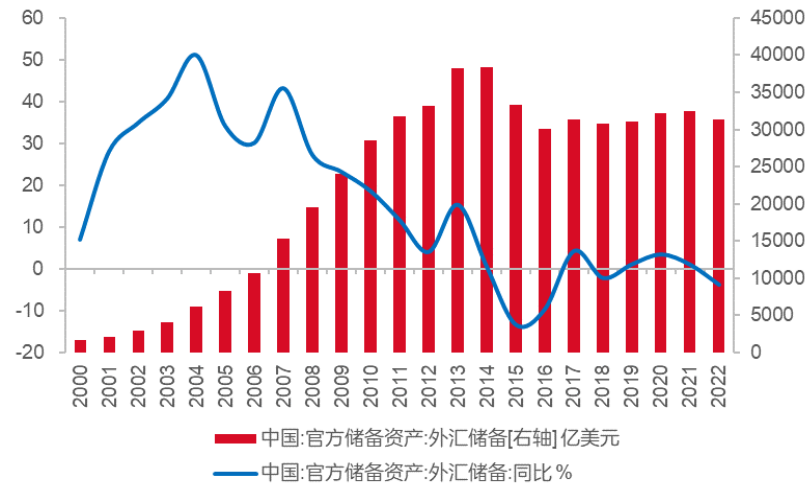
资料来源：Wind，东海证券研究所

我国经常账户余额占GDP比重



资料来源：Wind，东海证券研究所

中国外汇储备规模及同比

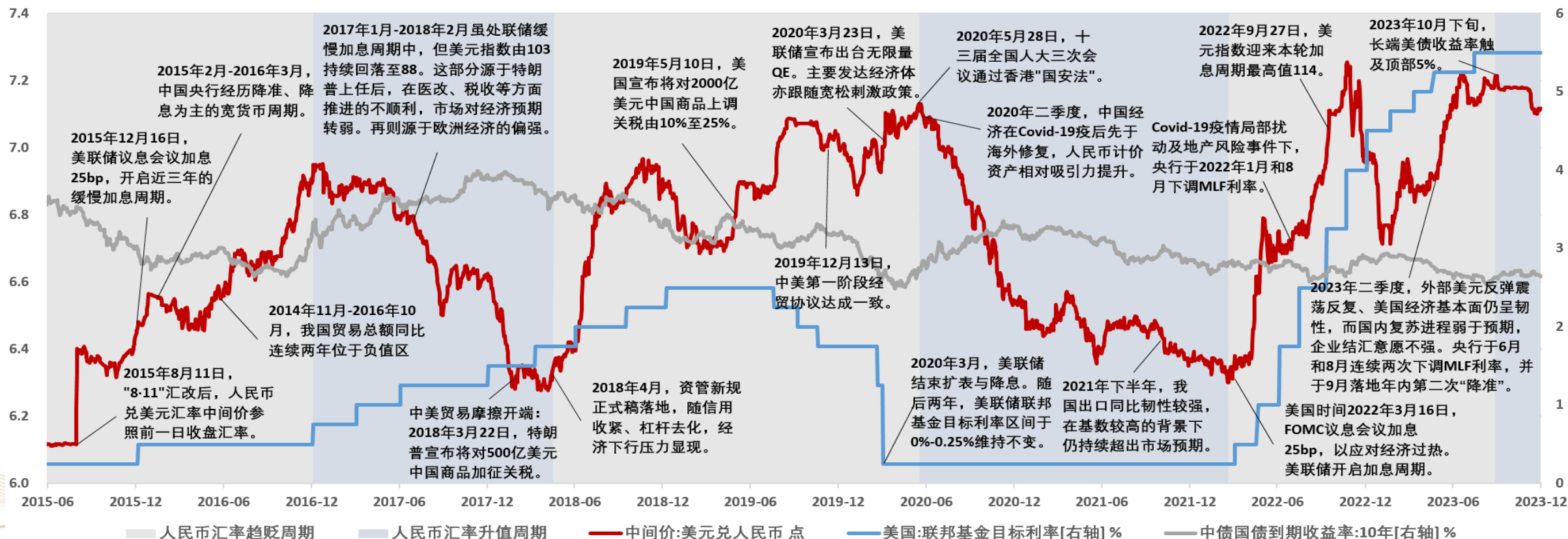


资料来源：Wind，东海证券研究所

8·11汇改以来人民币汇率的运行周期

- 2015年央行进行“8·11”汇改后，人民币汇率市场化程度明显上升。经济基本面、出口景气度、结售汇差额及内外利差等为我国汇率波动的主要影响因素。第一轮周期始于“8·11”汇改。2015年8月至2016年12月，外储一度环比负增，外部美联储于QE结束后开启加息，本币汇率趋贬。2016年12月至2018年4月，特朗普政府医疗和减税政策推进受阻，国内出口韧性较强，人民币升值。中美贸易摩擦为第二轮周期导火索。第三轮周期始于俄乌冲突下的能源高位及美联储加息周期的开启，美元指数震荡走强。

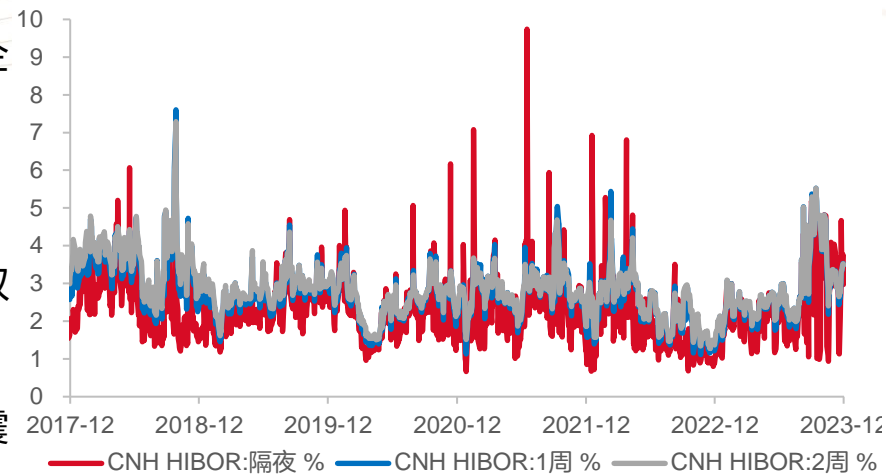
8-11汇改以来人民币汇率的运行周期



汇率企稳回升，春节前有望触及7.0关口

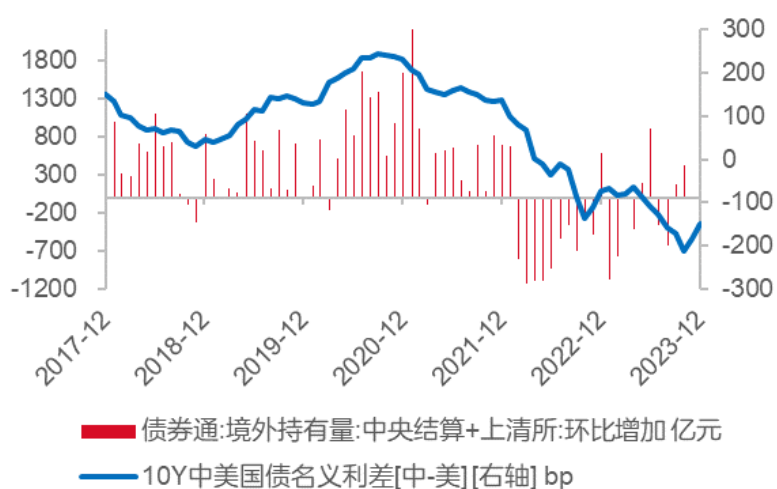
- 汇率企稳信号？全球资产定价锚——美元及美债利率已告别顶部区域，本币汇率企稳回升趋势愈加明朗。
- 观测指标：逆周期因子使用情况、结售汇差额、CNH HIBOR、CNH-CNY价差等。
- 国际关系变量改善。中美两国会晤指向两国关系有所缓和、央行与沙特央行签署双边本币互换协议等事件指向人民币地位上升。
- 美联储转向节奏及国内复苏斜率仍为主要变量。中期我们判断美债利率中枢仍将震荡下行，有望提振全球资产风险偏好。中长期因素对人民币资产偏积极。

CNH HIBOR利率



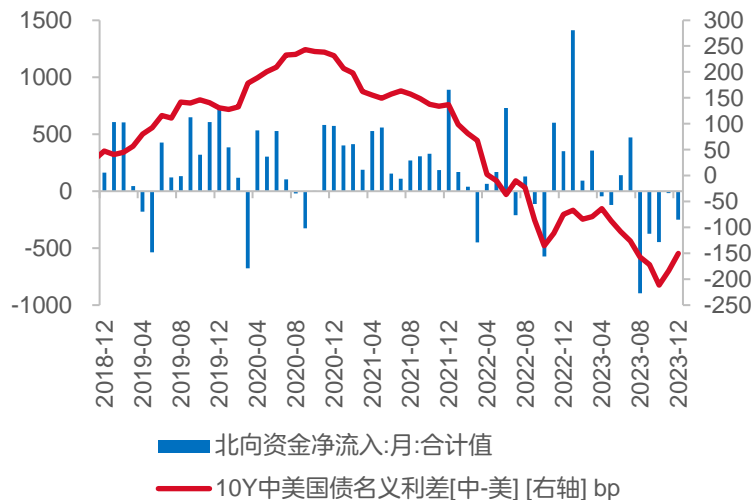
资料来源：Wind，东海证券研究所

外资对境内债券持有量环比回正



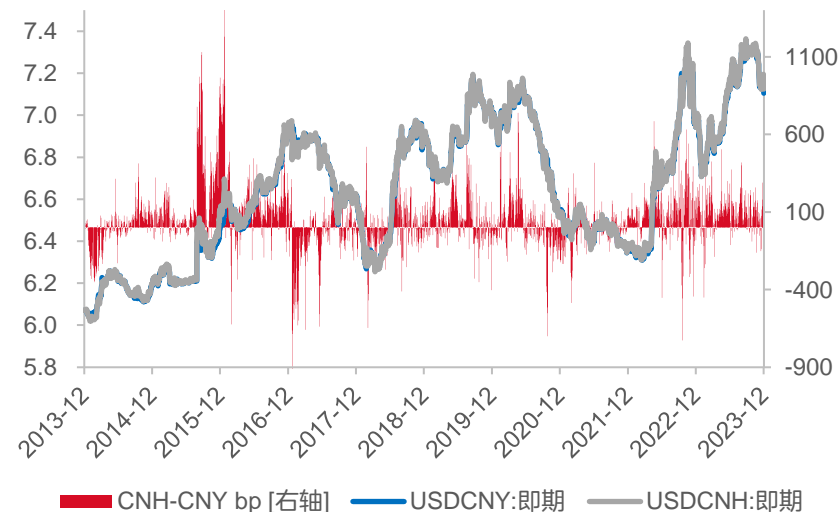
资料来源：Wind，东海证券研究所

北向资金流出收敛



资料来源：Wind，东海证券研究所

CNH-CNY离岸及在岸汇率价差

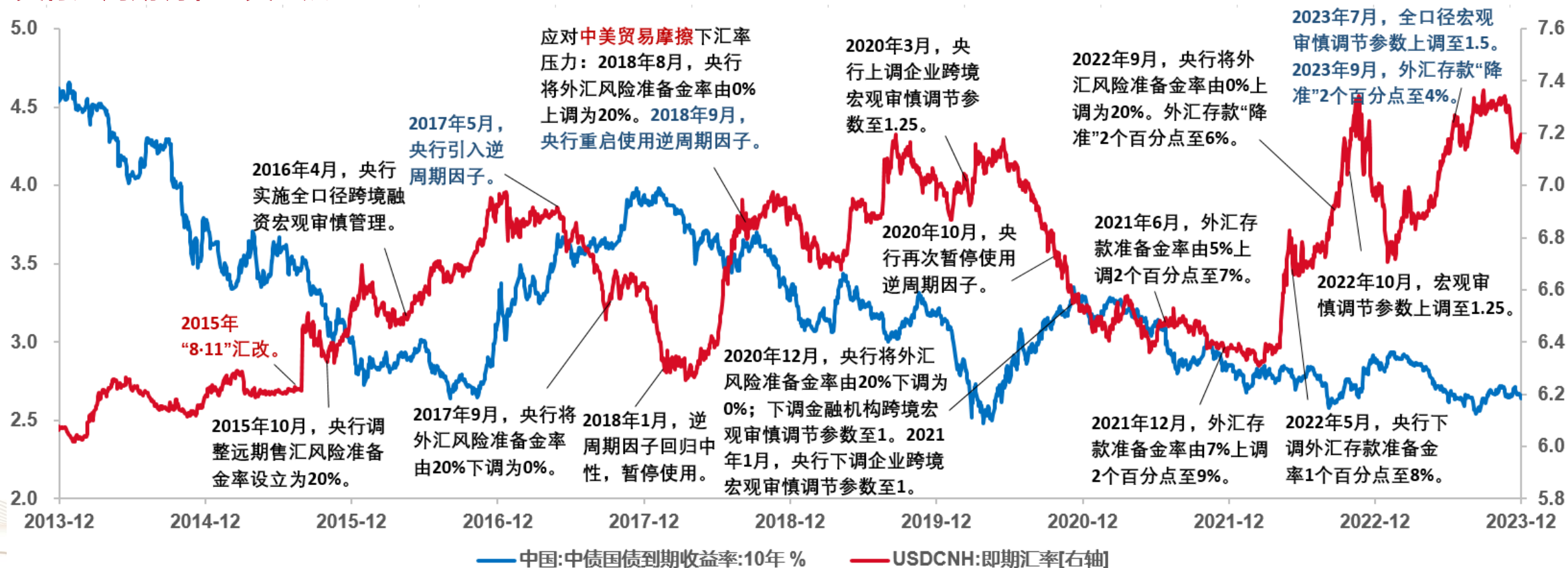


资料来源：Wind，东海证券研究所

央行逆周期调节工具梳理

- 我国央行外汇管理工具储备充足，通常而言可分为价格型工具、数量型工具和宏观审慎工具和其他四类。价格型工具主要包含逆周期因子；数量型工具包括离岸央票的发行、远期售汇外汇风险准备金率和外汇存款准备金率；宏观审慎调节工具则包括对企业和金融机构跨境融资宏观审慎调节参数及境内企业境外放宽宏观审慎调节系数的调整；其他工具还包括衍生品掉期的使用、调整政策利率影响内外利差从而引导资本流动等。

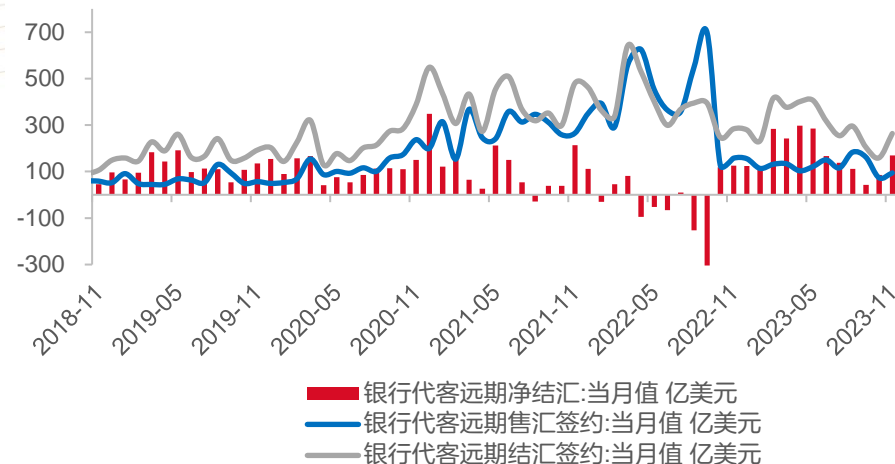
央行逆周期调节工具盘点



我国汇率总体维持双向波动的均衡水平

- 回顾而言，汇率7.3为央行及外管局心理临界区间。经济基本面、出口景气度、结售汇差额及内外利差等为我国现阶段汇率波动主要影响因素。货币政策方面，央行年内两次降准、两次MLF降息的宽货币组合拳提振内需，虽汇率短期或“超调”，但有望跟随出口的回暖及低利率下的基本面修复而企稳。
- 央行外汇逆周期工具箱充足。2023年以来，央行已启动宏观审慎调节参数的调升、外汇存款准备金率的调降、增发离岸央票、逆周期因子及口头干预等调节方式，调节外汇供求关系，稳定本国汇率总体维持双向波动的均衡水平。

银行代客远期结售汇



资料来源：Wind，东海证券研究所

8-11汇改以来人民币汇率的运行周期

人民币运行周期	波动方向	时间区间	USDCNY	内部背景	外部背景
第一轮周期: 2015年8月至 2018年4月	趋贬 升值	2015年8月-2016年12月 2016年12月-2018年4月	6.11至6.95 6.95至6.28	“811”汇改; 外汇储备环比负增 出口韧性	联储开启加息, 英国脱欧 联储仍加息但特朗普政府政策推行受阻, 美元回落
第二轮周期: 2018年4月至 2022年3月	趋贬 升值	2018年4月-2020年3月 2020年3月-2022年3月	6.28至7.13 7.13至6.32	资管新规落地, 信用收缩 疫情后先于海外复苏, 出口较强	中美贸易摩擦, 2018年美联储加息提速 联储降息及持续低利率
第三轮周期: 2022年3月至今	趋贬 升值	2022年3月-2023年10月 2023年11月-至今	6.32至7.20 7.20至7.09	地产、内需及出口承压 国内经济复苏	强美元周期、俄乌冲突 美元及美债利率见顶

资料来源：Wind，东海证券研究所

央行外汇逆周期工具箱使用情况

汇率管理工具	首推年限	RMB 贬值时	RMB 升值时	最新调整日	当前状态
外汇存款准备金率	2005年	下调↓	上调↑	20230915	下调2个百分点4%
远期售汇风险准备金率	2015年	上调↑	下调↓	20220928	由0%上调至20%
跨境融资宏观审慎调节参数	2016年	上调↑	下调↓	20230720	全口径上调至1.5
离岸央行票据发行	2018年	-	增发	20230919	滚动续作, 增发100亿元
离岸掉期市场干预	2018年	提升离岸做空成本	-	-	-
口头干预	-	-	-	20231204	央行行长潘功胜《人民日报》撰文
逆周期调节因子	2017年	-	-	-	有所启用

16 资料来源：Wind，东海证券研究所

目 录

- 一、海外宏观β到人民币汇率演绎
- 二、“8·11”汇改至今的三轮汇率周期
- 三、国内债市或机会大于风险
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

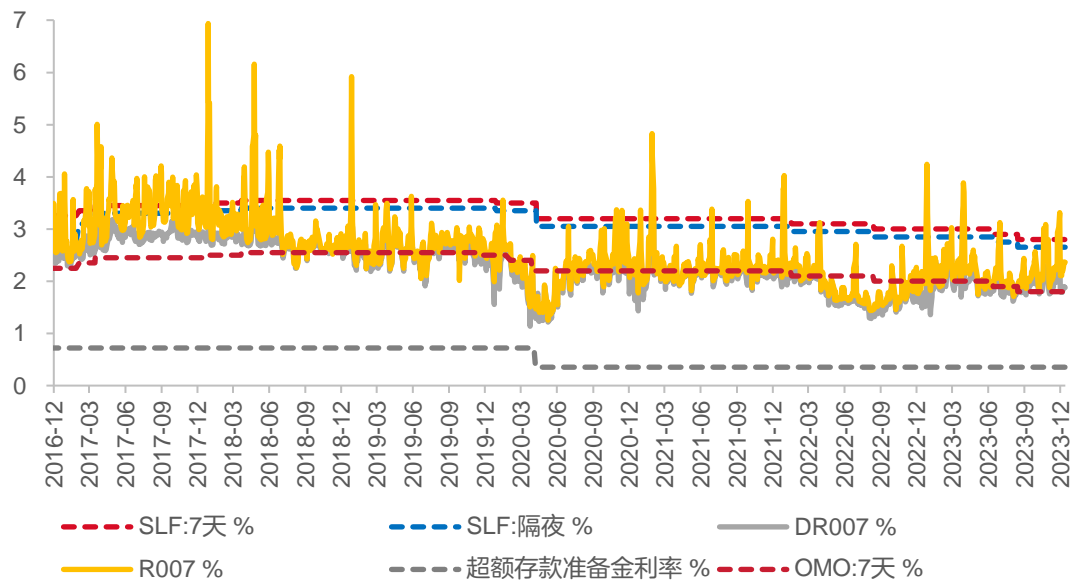
我国央行货币政策利率传导机制

- 央行每日公开市场操作，通过7天期逆回购利率向市场释放短期政策利率信号，而央行每月进行的MLF操作则对市场释放中期政策利率信号。其央行7天期政策利率走廊引导DR围绕其中枢波动，LPR报价则在MLF利率基础上加点形成。二者分别推动DR007为主的货币市场利率、LPR利率为主的信贷市场利率及国债收益率为主的债券市场利率变动。
- SLF在货币政策工具中定位为央行政策利率走廊的上限，而超额准备金利率作为商业银行在央行的存款利率，则为利率走廊的下限。而OMO逆回购是央行主动发起，主动向市场注入流动性。

央行货币政策利率传导机制



央行政策利率走廊



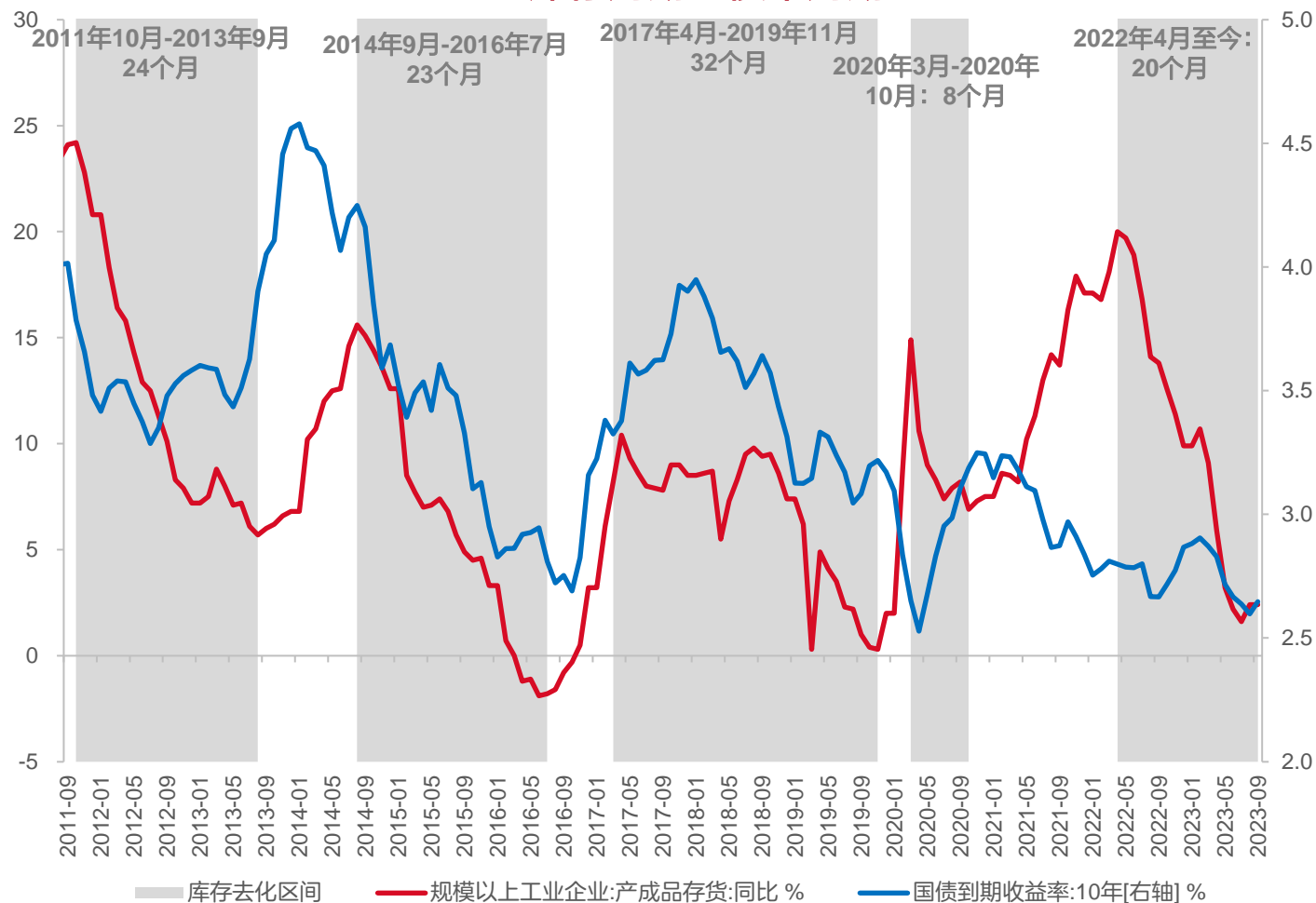
资料来源：中国央行，东海证券研究所

资料来源：Wind，东海证券研究所

复盘：库存周期与利率周期

- 回溯观察，利率低点通常伴随库存周期的底部出现。
- **2013年H2**：银监会8号文，理财投资非标受限。
- **2017年**：金融监管趋严，资管新规带动信用收缩。
- **2020年Q2**：疫后我国经济先于海外复苏，货币政策较快转向正常化，流动性收紧。
- **2022年末“小型熊市”**：“地产三支箭”、疫情防控政策优化下市场对复苏力度预期较强及理财破净事件传导下，我国债市出现明显调整。
- 我国有望于**2023年Q4**结束去库。过去四轮去库周期平均持续近20个月。当前本轮自2022年4月开启的去库周期已持续近20个月，基准情形下有望于2024年Q1进入主动补库。经济复苏斜率虽缓，但长周期向好趋势确定。

库存周期与债市周期

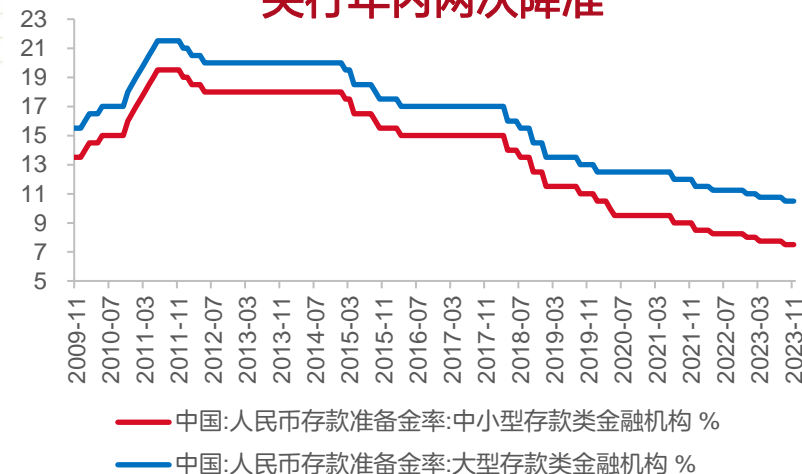


资料来源：Wind，东海证券研究所

经济复苏斜率边际放缓，央行宽货币操作回溯

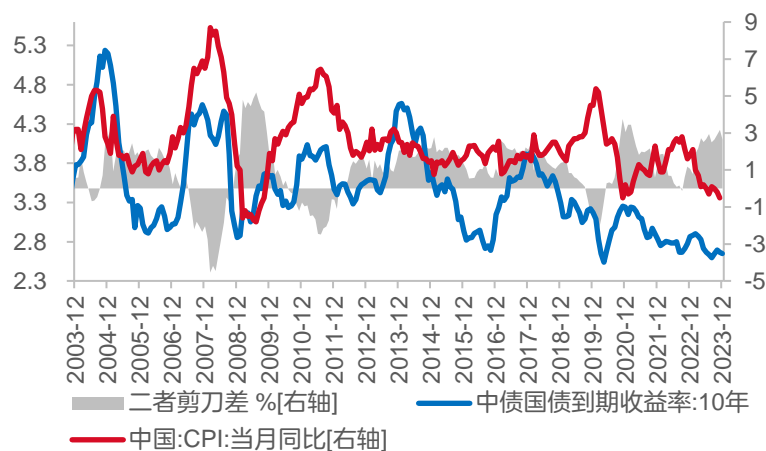
- **2023年央行宽货币操作回溯。**2022年末疫情防控政策优化后，市场交易逻辑逐步从2023年初的强预期，切换至二季度数据落地后经济复苏斜率较缓的现实。我国央行于今年6月及8月连续两次对政策利率MLF进行降息，并在3月和9月两次下调存款准备金率。经济复苏斜率偏缓叠加宽货币运行，为4-8月的债牛打开了空间。
- **类似4月逻辑，复苏斜率偏缓驱动12月利率债市场走强。**(1) **PMI:**2023年11月制造业PMI为49.4，打破2023年5月-9月PMI回升趋势，连续两月环比回落。(2) **物价:**2023年11月CPI同比为-0.5%，指向国内有效需求仍然偏弱。(3) **10月工业企业利润:**同比增速降至2.7%，去库向补库转换趋势仍待确认。(4) **地产端:**“金九银十”成色不足。

央行年内两次降准



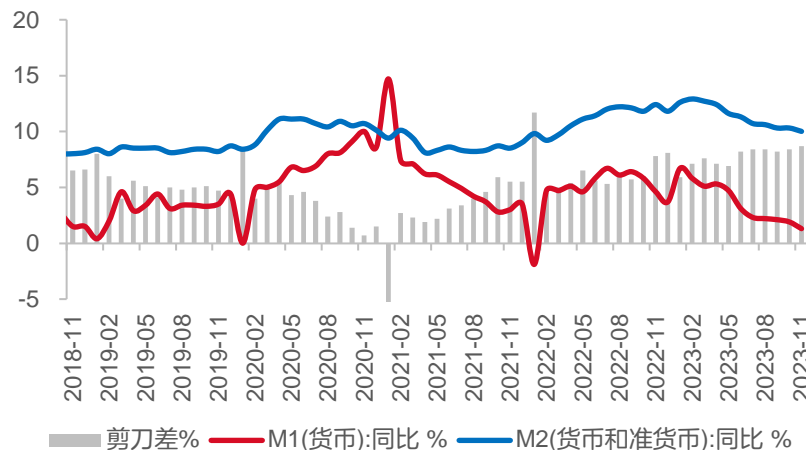
资料来源: Wind, 东海证券研究所

CPI同比及利率趋势



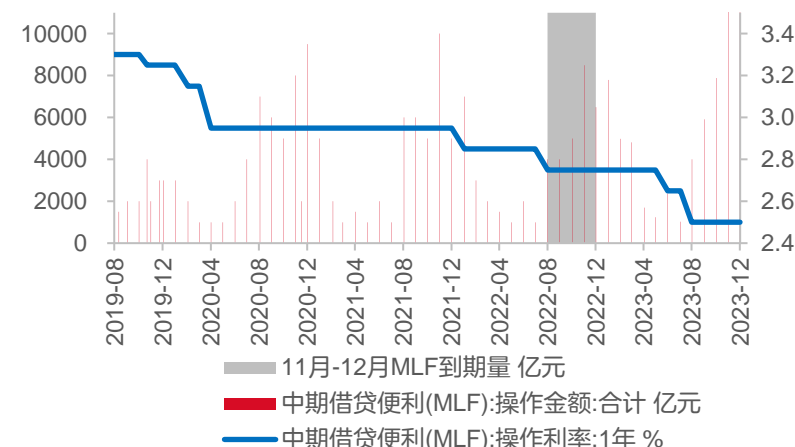
资料来源: Wind, 东海证券研究所

M2-M1剪刀差



资料来源: Wind, 东海证券研究所

央行MLF政策利率及操作规模

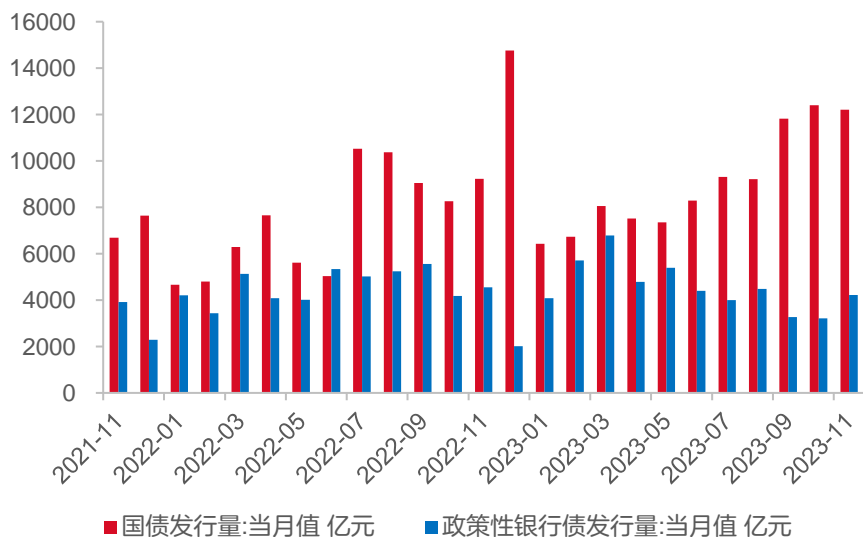


资料来源: Wind, 东海证券研究所

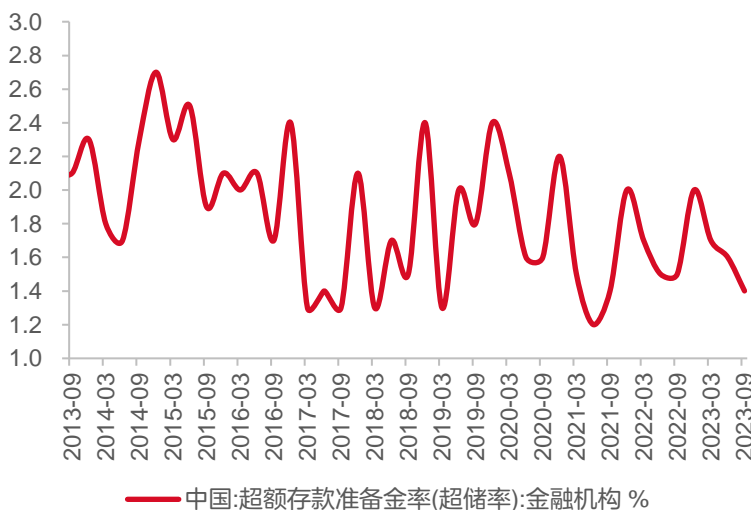
债市2024年机会大于风险，长期利率中枢有望延续下移

- 预计2024年中债10年期国债利率区间在2.4%-2.9%之间。政府债的供给扰动最大阶段或已过去，在地产政策驱动下利率虽存上行动力，但空间相对有限。政策面考虑，当前人民币汇率已有明显升值，其对货币政策约束有所收敛。2023年Q4国内经济微幅回踩，预计库存周期步入补库节奏较缓。超储率及净息差延续回落，明年央行或仍适时进行降准、降息等宽货币操作，利率向下仍有空间。
- 经济动能高质量转型，国内利率长期中枢或有望下移。2020年以来我国居民杠杆率并未明显上升，而是围绕60%附近的水平震荡。地产加码政策整体在于拖底，对于整体市场信心的回暖仍需耐心。长周期维度，当前我国名义利率水平显然已处相对低位，但在我国经济结构中长期转型高质量发展下，地产动能有所收敛，10年期国债利率或很难再回到3.5%以上的以往周期的高点。

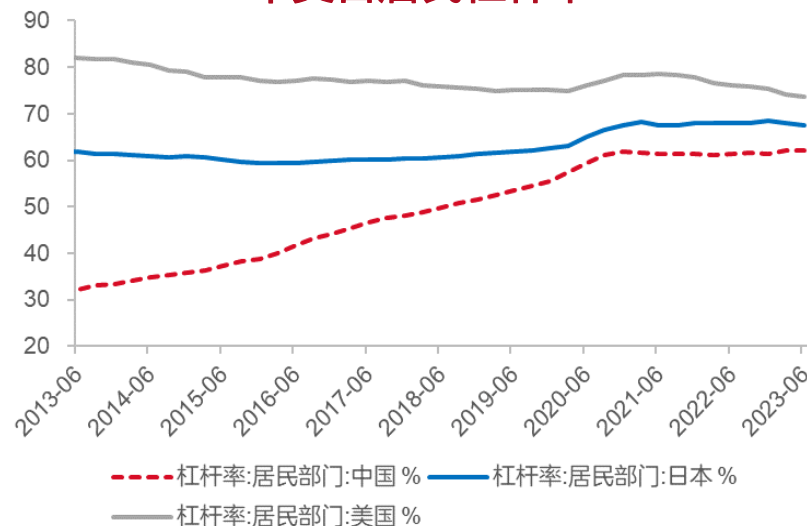
国内利率债发行节奏



国内超储率连续四个季度下降



中美日居民杠杆率



目 录

- 一、海外宏观β到人民币汇率演绎
- 二、“8·11”汇改至今的三轮汇率周期
- 三、国内债市或机会大于风险
- 四、结论与投资建议**
- 五、风险提示

2024年汇率及利率观点总结

- 中美周期差有望延续收敛，人民币汇率总体震荡偏强。2024年美债利率整体将跟随联储降息节奏回落，关注油价波动带来的通胀预期扰动。中长期因素对人民币资产整体偏积极，预计春节前USDCNH有望触及7.0关口，且有望提振权益预期。
- 债市机会大于风险，利率中枢有望下移。当前银行间及实体流动性分层，债市曲线整体走平。但汇率因素缓解，政府债放量扰动有限，经济数据小幅回踩，债市仍有走牛可能，短久期债券性价比更高。超储率及净息差延续回落，明年央行可能仍适时进行降准、降息等宽货币操作，整体利多债市。

10Y-1Y国债期限利差走平



资料来源：Wind，东海证券研究所

A股与汇率的同向联动



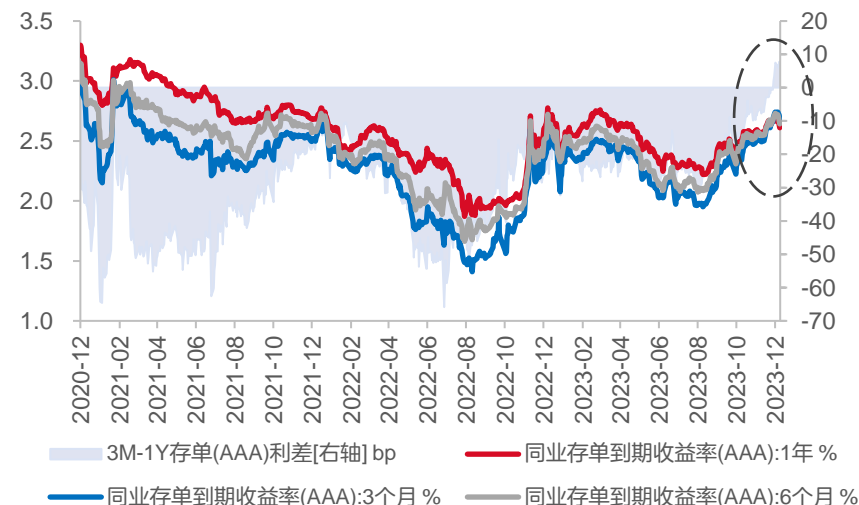
资料来源：Wind，东海证券研究所

港股与美元的负向联动



资料来源：Wind，东海证券研究所

3M-1Y同业存单利差倒挂



资料来源：Wind，东海证券研究所

目 录

- 一、海外宏观β到人民币汇率演绎
- 二、“8·11”汇改至今的三轮汇率周期
- 三、国内债市或机会大于风险
- 四、结论与投资建议
- 五、风险提示

风险提示

- **美国通胀回落速度不及预期。**美国当前劳动力市场依旧强劲，通胀水平仍处高位，若回落不及预期或引发美联储态度偏鹰，中美国债利差进一步倒挂或使我国利率下行空间有限。
- **海外银行业危机蔓延。**部分海外银行资产端以长久期、低利率产品为主，流动性相对较差。而全球多数发达经济体央行连续加息背景下，银行负债端若集中于久期短且利率高的产品，或使得资产负债期限错配、净息差压缩甚至倒挂，引发一定流动性危机和挤兑风险。
- **国际地缘摩擦超预期。**地缘政治扰动或引发大宗价格大幅波动，引发通胀上行。

一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来6个月内沪深300指数上升幅度达到或超过20%
	看平	未来6个月内沪深300指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来6个月内沪深300指数下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配	未来6个月内行业指数相对强于沪深300指数达到或超过10%
	标配	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在-10%—10%之间
	低配	未来6个月内行业指数相对弱于沪深300指数达到或超过10%
公司股票评级	买入	未来6个月内股价相对强于沪深300指数达到或超过15%
	增持	未来6个月内股价相对强于沪深300指数在5%—15%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数在-5%—5%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数5%—15%之间
	卖出	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数达到或超过15%

二、分析师声明

本报告署名分析师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为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦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。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

四、资质声明

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所（上海）

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8621）20333275

手机：18221959689

传真：（8621）50585608

邮编：200125

东海证券研究所（北京）

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F

网址：[Http://www.longone.com.cn](http://www.longone.com.cn)

座机：（8610）59707105

手机：18221959689

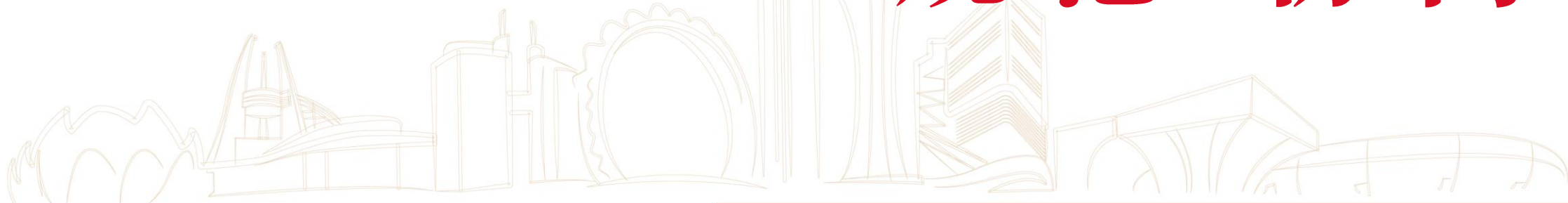
传真：（8610）59707100

邮编：100089

Thanks
For Watching

感谢聆听

务实 创新
规范 协同



东海证券



东海研究