



研究所

分析师:黄付生  
SAC 登记编号:S1340522060002  
Email:huangfusheng@cnpsec.com  
研究助理:高晓洁  
SAC 登记编号:S1340124020001  
Email:gaoxiaojie@cnpsec.com

近期研究报告

《强化提质增效，稳住合理增长-学习  
2024年政府工作报告》 - 2024.03.06

宏观观点

## 逆周期因子持续发力稳汇率

### ● 核心观点

**逆周期因子持续使用或指示人民币贬值压力。**开年后美元兑人民币汇率中间价保持在 7.10 左右，但人民币的贬值压力却在开年后逐渐加大。拉长周期来看，2023 年 2 季度后逆周期因子即开始常态化使用，通过调节中间价的方式来稳定美元兑人民币汇率波动。目前我们观察到这一逆周期调节工具仍在中间价的形成中发挥作用。

**美元指数对人民币汇率影响显著。**根据 CFETS 汇率指数的形成机制，我们可以将影响美元兑人民币汇率的因素拆解为美元兑非美货币的强弱和人民币兑非美货币的强弱，前者我们可以用美元指数近似表示，而后者可以用 CFETS 汇率指数近似表示。因此我们能够看到，在 CFETS 汇率指数保持稳定的背景下，人民币汇率与美元指数的强弱息息相关。

**降息节奏或慢于市场预期，人民币阶段性的贬值压力难以短期缓解。**自 2023 年 10 月美国国债再融资规模不及预期后，美债收益率经历了一段时间的下行趋势，人民币贬值压力也得到了显著的缓解。往后看，我们倾向认为不易过早地预期美联储的降息时点，人民币贬值压力短期内仍存。

**美元指数不易低估。**在美国非金融企业和居民部门整体资产负债情况较好的背景下，我们也观察到美国经济的全要素生产率从底部反弹，以上两者分别从负债端和资产端同时减轻了高利率对美国实体经济部门的压力，使美联储不降息的“底气”更足。同时，当下高企的房价增加了未来房租价格走高的隐忧，加上偏紧的就业市场和不稳定的油价，美联储在降息上将更加谨慎。美元指数短期内恐有较强支撑。

**尽管短期承压但人民币长期不存在贬值趋势。**短期来看，国内利率仍有下降的空间，与美国利差的扩大将加大人民币短期的贬值压力。而长期来看，随着“两会”后各项稳增长政策逐步发力，我国经济基本面有望企稳回升，吸引更多的国际资本流入。同时完整的工业体系将持续为我国带来贸易账户盈余，有力地支持人民币汇率摆脱短期“热钱”的扰动。

### ● 风险提示：

美联储降息节奏快于预期；国内经济基本面修复速度低于预期；政策风险。

## 目录

1 逆周期因子持续发力稳汇率 .....	4
1.1 逆周期因子持续使用 .....	4
1.2 人民币面临贬值压力但长期稳中有升 .....	5
2 风险提示 .....	6

## 图表目录

图表 1: 2022 年 11 月-2023 年 3 月美元兑人民币汇率中间价和中间价指导价.....	4
图表 2: 2022 年 3 月-2023 年 3 月美元指数与 CFETS 汇率指数相对强弱和美元兑人民币汇率中间价（间接标价法）.....	5
图表 3: 2010-23 年美国全要素生产率同比.....	6

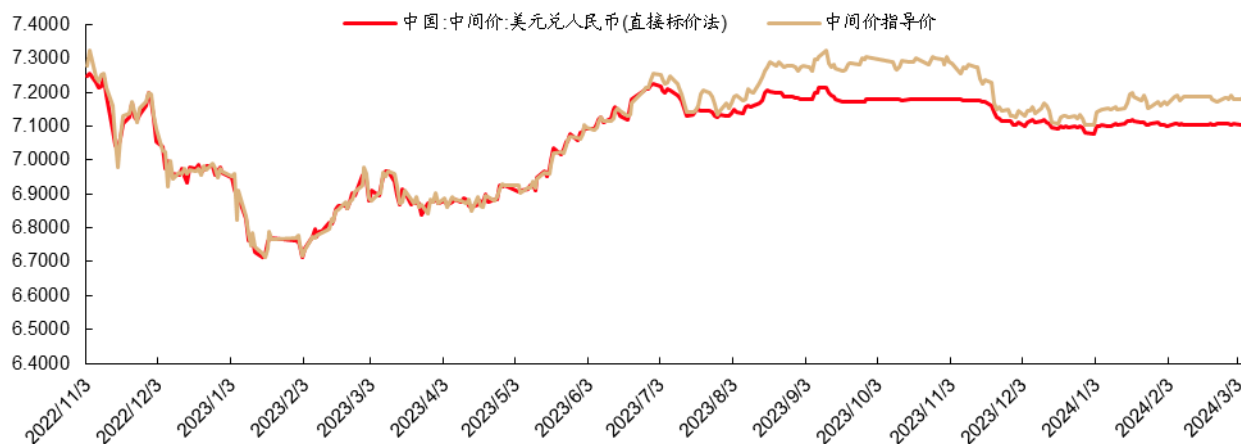
## 1 逆周期因子持续发力稳汇率

### 1.1 逆周期因子持续使用

**逆周期因子持续使用或指示人民币贬值压力。**开年后美元兑人民币汇率中间价保持在 7.10 左右，但人民币的贬值压力却在开年后逐渐加大。拉长时间周期来看，2023 年 2 季度后逆周期因子即开始常态化使用，通过调节中间价的方式来稳定美元兑人民币汇率波动。目前我们观察到这一逆周期调节工具仍在中间价的形成中发挥作用。

**逆周期因子即中间价和指导价差值。**根据央行解释的中间价形成机制，美元兑人民币汇率中间价参考即期汇率和 CFETS 汇率指数，并叠加逆周期因子形成。在人民币贬值压力较大时，逆周期因子发挥调节作用稳定中间价。我们通过考虑即期汇率和 CFETS 汇率指数形成了不包含逆周期因子的中间价，即“中间价指导价”。在逆周期因子不发挥作用的时间内，指导价与中间价拟合较好（图 1）。而在 2023 年 2 季度后，二者差值不断走阔，逆周期因子对中间价的形成产生了显著影响。

图表1：2022 年 11 月-2023 年 3 月美元兑人民币汇率中间价和中间价指导价



资料来源：Wind，中邮证券研究所

**美元指数对人民币汇率影响显著。**根据 CFETS 汇率指数的形成机制，我们可以将影响美元兑人民币汇率的因素拆解为美元兑非美货币的强弱和人民币兑非美货币的强弱，前者我们可以用美元指数近似表示，而后者可以用 CFETS 汇率指

数近似表示。大体而言，我国实行的是有管理的浮动汇率制度，而具体到操作上，央行则在 2016 年 1 季度货币政策执行报告中强调“要加大参考一篮子货币的力度，以更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定”。因此我们能够看到，在 CFETS 汇率指数保持稳定的背景下，人民币汇率与美元指数的强弱息息相关（图 2）。

**图表2：2022 年 3 月-2023 年 3 月美元指数与 CFETS 汇率指数相对强弱和美元兑人民币汇率中间价（间接标价法）**



资料来源：Wind，中邮证券研究所

**美元指数与人民币汇率中间价反方向变动。**我们可以看到，当美元指数（即美元相对非美货币的强弱）走强时，人民币中间价倾向走贬，从而扩大即期汇率的上浮范围。后续美元指数的走势决定的未来人民币即期汇率的“锚”。

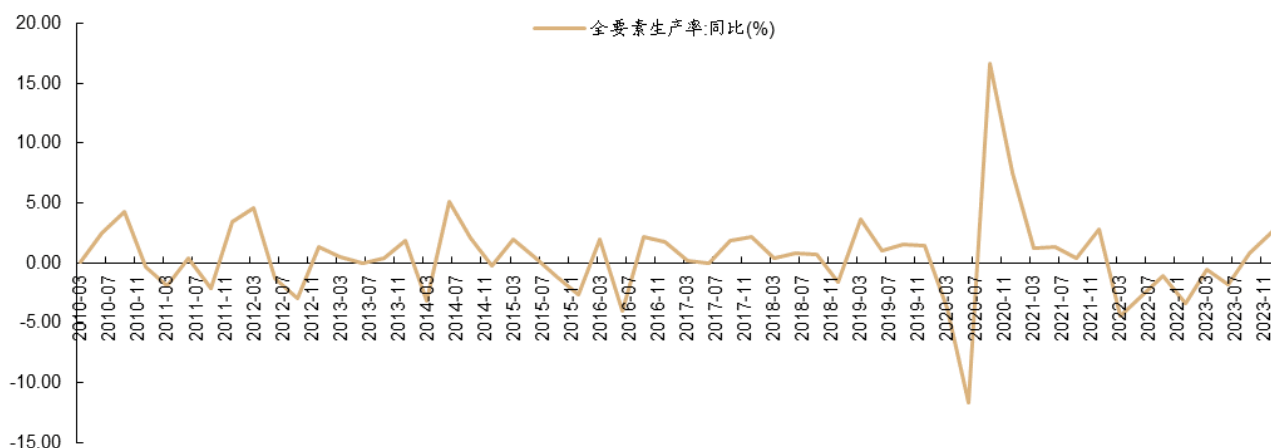
## 1.2 人民币面临贬值压力但长期稳中有升

**美联储降息节奏或慢于市场预期，人民币阶段性的贬值压力难以短期缓解。**自 2023 年 10 月美国国债再融资规模不及预期后，美债收益率经历了一段时间的下行趋势，人民币贬值压力也得到了显著的缓解。进入 2024 年后，不断超预期的经济和通胀数据打击了市场的降息预期，美债收益率随之反弹，人民币承压，美元兑人民币即期汇率由 2023 年 11 月末的 7.13 上升至当前的 7.20。往后看，我们倾向认为美联储或在今年 3 季度开始降息，人民币贬值压力短期内仍存。

**美元指数不易低估。**在美国非金融企业和居民部门整体资产负债情况较好的背景下，我们也观察到美国经济的全要素生产率从底部反弹（图 3），以上两者分别从负债端和资产端同时减轻了高利率对美国实体经济部门的压力，使美联储不

降息的“底气”更足。同时，当下高企的房价增加了未来房租价格走高的隐忧，加上偏紧的就业市场和不稳定的油价，美联储在降息上将更加谨慎。美元指数短期内恐有较强支撑。

**图表3：2010-23年美国全要素生产率同比**



资料来源：旧金山联储，中邮证券研究所

**尽管短期承压但人民币长期不存在贬值趋势。**短期来看，国内利率仍有下降的空间，与美国利差的扩大将加大人民币短期的贬值压力。而长期来看，随着“两会”后各项稳增长政策逐步发力，我国经济基本面有望企稳回升，吸引更多的国际资本流入。同时完整的工业体系将持续为我国带来贸易账户盈余，有力地支持人民币汇率摆脱短期“热钱”的扰动。

## 2 风险提示

美联储降息节奏快于预期；国内经济基本面修复速度低于预期；政策风险。

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。



## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048