

2023年5月25日

国内经济复苏放缓，人民币汇率再次“破7”

——宏观策略报告

东海策略

宏观

分析师：

贾利军

从业资格证号：F0256916
投资咨询证号：Z0000671
电话：021-68757181
邮箱：jialj@qh168.com.cn

联系人：

明道雨

从业资格证号：F03092124
电话：021-68758120
邮箱：mingdy@qh168.com.cn

顾森

从业资格证号：F3082395
电话：021-68757223
邮箱：gus@qh168.com.cn

刘晨业

从业资格证号：F3064051
电话：021-68757223
邮箱：liucy@qh168.com.cn

投资要点：

- 5月17日，美元对人民币离岸汇率年内再次破“7”，此后延续贬值趋势，截至5月25日，美元兑人民币离岸汇率最高达到7.0815。本轮人民币再次破7的外在原因是美元短期大幅反弹，人民币被动贬值；内在原因是国内经济复苏不及预期，导致汇率的下修。
- 从短期看，目前人民币汇率与美元指数基本修复至均衡水平，且有超跌的迹象。首先我们认为短期人民币汇率贬值的压力仍旧较大，大概率继续与美元指数维持均衡水平。一是由于在全球经济衰退风险加大背景下，国内出口预期承压，由出口带动结售汇需求支撑人民币的动能减弱。二是我国经济内生增长动能修复缓慢，市场对我国经济基本面、政策面的预期将重新定价，短期下修的压力较大。三是美联储货币政策依旧维持紧缩，而国内经济增长放缓，通胀下行压力较大，货币政策大概率维持宽松水平，而且有进一步宽松的预期。四是，中美利差持续倒挂，人民币资产吸引力较低。
- 未来人民币汇率走势的关键变量对外在于美国经济和货币政策的变化，对内在于国内经济刺激政策以及国内经济基本面走势。
- 因此，从中长期来看，未来随着美国经济衰退的预期仍存，美联储货币政策逐步转向；国内方面，随着内生动能的修复，我国经济有望稳中向好，与欧美经济衰退形成显著优势，人民币不具备长期贬值的基础。
- **风险因素：**美国经济仍旧强劲、美联储货币政策超预期紧缩、国内经济复苏不及预期。

正文目录

1. 近期人民币汇率再次破 7，短期大幅贬值	4
2. 美元短期反弹，人民币被动贬值	4
2.1. 美国就业市场强劲，经济韧性较强	4
2.2. 美国通胀压力仍存，支持美联储货币政策偏鹰	5
2.3. 美国债务上限谈判获得一定进展	5
3. 国内经济复苏放缓，人民币汇率下修	6
3.1. 中国经济复苏放缓且不及预期	6
3.2. 国内通胀下行压力较大，货币进一步宽松预期增强	7
3.3. 中国宽信用过程再度放缓，宽货币政策依旧持续	8
3.4. 中美利差持续到挂，人民币资产吸引力较低	9
4. 人民币汇率后市展望	9

图表目录

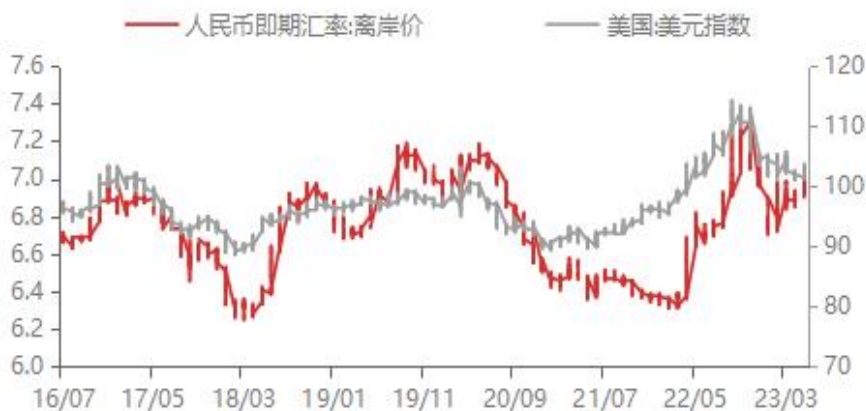
图 1 人民币汇率与美元指数走势	4
图 2 美国非农就业及薪资情况	5
图 3 美国制造业及服务业 PMI	5
图 4 美国通胀和核心通胀情况	5
图 5 美联储加息放缓	5
图 6 国内经济景气度有所放缓	7
图 7 国内消费增速持续上升	7
图 8 房地产投资降幅扩大	7
图 9 基建投资增速放缓	7
图 10 制造业投资增速放缓	7
图 11 国内出口增速下降	7
图 12 国内 CPI 和 PPI 同比情况	8
图 13 大宗商品价格持续下跌	8
图 14 国内 M1、M2 增速	8
图 15 国内新增人民币贷款	8
图 16 国内社融存量增速	9
图 17 国内处于宽货币宽信用初期	9
图 18 人民币汇率于中美利差走势	9
图 19 境外持有中国国债金额	9

1. 近期人民币汇率再次破 7，短期大幅贬值

5月17日，美元对人民币离岸汇率年内首次破“7”，此后延续贬值趋势，截至5月25日，美元兑人民币离岸汇率最高达到7.0815。人民币破7并非首次，自2015年811汇改以来曾出现3次，分别是2019年8月-2019年12月、2020年3月-2020年7月、2022年9月-2022年12月，每次持续时间在3-5个月。那么轮破7的驱动因素是什么？

汇率是两种货币的相对价格关系。一般而言，汇率的主要影响因素一是宏观经济基本面、二是货币政策、三是国际收支，四是通胀相对水平，五是利差。既有外在的原因，又有内在的原因。本轮人民币再次破7的外在原因是美元短期大幅反弹，人民币被动贬值；内在原因是国内经济复苏不及预期，导致汇率的下修。

图1 人民币汇率与美元指数走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

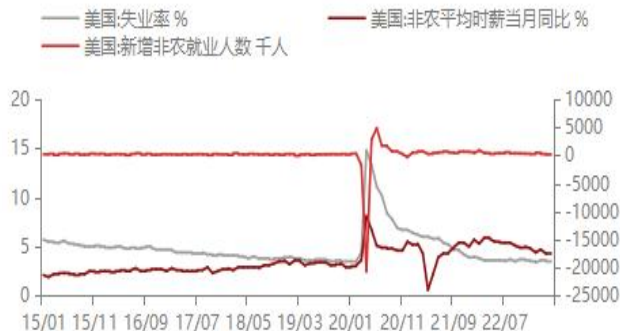
2. 美元短期反弹，人民币被动贬值

近期美元指数大幅反弹，从4月14日最低的100.788大幅反弹至近期的最高点103.95，反弹幅度接近3%，人民币汇率因此被动贬值。近期美元指数大幅反弹的原因有三个方面，一是美国就业市场仍旧强劲，美国经济韧性仍旧较强；二是美国通胀压力仍存，强化了美联储官员偏鹰的立场；三是美国债务上限谈判有了一定的进展，对经济的冲击预期有所减弱。

2.1. 美国就业市场强劲，经济韧性较强

美国4月新增非农就业人数25.3万人，预期18万人，前值16.5万人；失业率3.4%，预期3.6%，前值3.5%。美国就业市场就业市场仍然偏紧。薪资方面，美国4月平均时薪同比4.4%，前值4.2%；环比0.5%，前值0.3%，薪资增速依旧保持较高水平，预示着美国的消费能力依旧较强。此外，美国5月Markit制造业PMI初值为48.5，预期50，前值50.2；Markit服务业PMI初值为55.1，预期52.6，前值53.6，虽制造业有所放缓，但服务业经济景气进一步回升，美国经济仍显韧性。正因为美国就业市场和经济整体好于市场预期，强化了美联储维持紧缩货币政策的底气，美元指数因此反弹。

图 2 美国非农就业及薪资情况



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 3 美国制造业及服务业 PMI

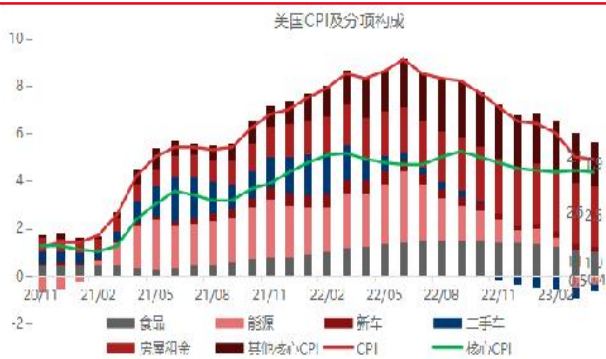


资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

2. 美国通胀压力仍存，支持美联储货币政策偏鹰

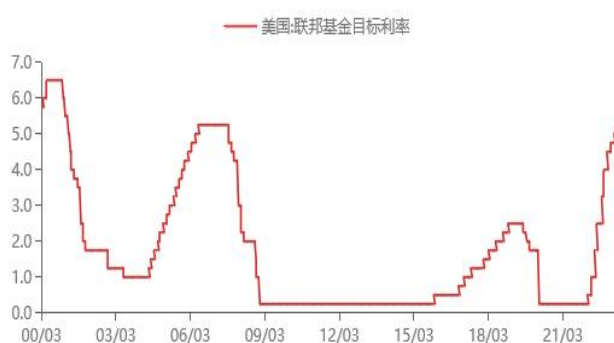
美国 4 月 CPI 同比 4.9%，较上月下降 0.1%；核心 CPI 同比 5.5%，前值 5.6%；3 月 PCE 4.2%，核心 PCE 4.6%，分别下降 0.9% 和 0.1%，美国整体通胀压力有所缓解，但核心通胀压力依旧较大。目前美国 CPI 由于能源和食品端价格大幅下跌，整体通胀有所回落；但是核心 CPI 由于房屋租金、服务业消费等核心 CPI 支撑依旧维持较高水平，核心通胀压力依旧较大。而且从目前美国的劳动力市场来看，美国劳动力市场整体仍旧紧张，就业—薪资—通胀螺旋上升循环仍存，与此同时，美国服务业 PMI 景气度持续处于高景气，且景气度继续提升，进一步强化服务业消费的通胀预期。因此，里奇蒙德联储主席巴尔金、明尼阿波利斯联储主席卡什卡利、亚特兰大联储主席博斯蒂克、克利夫兰联储主席梅斯、纽约联储主席威廉姆斯等部分美联储官员因当前美国通胀仍然比较顽固，继续坚持鹰派基调，短期强化美联储加息的预期，美元短期反弹。

图 4 美国通胀和核心通胀情况



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

图 5 美联储加息放缓



资料来源: 东海期货研究所, 同花顺, Wind

2. 3. 美国债务上限谈判获得一定进展

此前美元指数持续偏弱运行，一度跌至接近 100 的水平。一是由于美国经济持续放缓，经济衰退预期有所增加；二是美国银行业风险事件再次爆发加大了市场对于美国经济衰退的担忧；三是美国债务上限谈判迟迟未能取得进展，导致美国债务违约风险加大，短期加大了

市场的担忧。近期，一方面，美国银行业风险事件对市场的冲击已经告一段落，而且目前美国银行业风险整体可控，短期发生较大的系统性风险的可能性较小。另一方面，自5月17日起，美国总统拜登继续向市场传递乐观信号，称对达成债务上限协议有信心，美国不会违约；同时美国众议院议长麦卡锡也表示，最终不会出现债务违约。前期造成市场风险冲击的两大压力短期缓解，提振了全球风险偏好，美元因此而大幅反弹。不过美国债务上限谈判仍然在继续，短期双方的博弈可能还会造成美元的大幅波动。

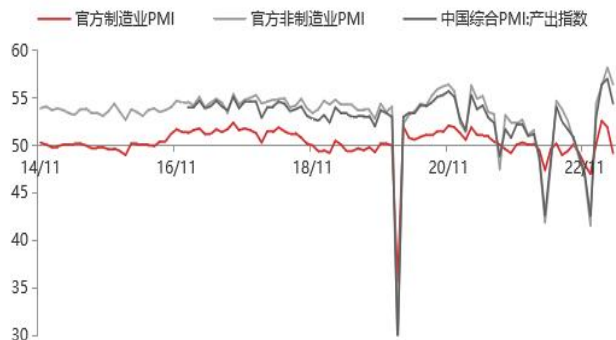
3. 国内经济复苏放缓，人民币汇率下修

国内经济复苏放缓且不及预期是人民币短期快速贬值的主要内因。2022年11月国内宣布疫情防控措施大幅放松之后，市场对于国内经济快速复苏的预期大幅增强，人民币汇率短期大幅升值至6.7，而美元指数当时在104的水平，短期人民币汇率相对于美元指数被大幅高估。目前国内经济复苏放缓且弱于市场预期，而美国经济短期仍有一定的韧性，短期人民币汇率有较大的下修压力。

3.1. 中国经济复苏放缓且不及预期

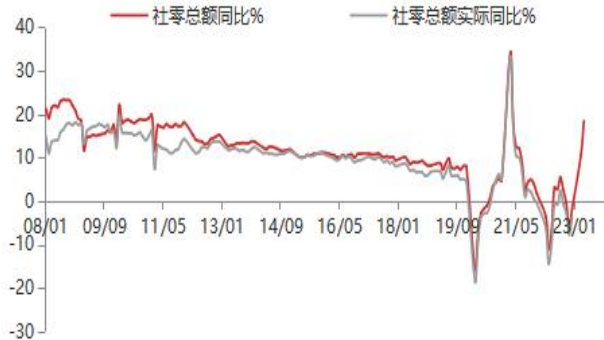
相比美国劳动力和消费市场较为强劲，经济整体韧性较强。4月份国内经济复苏放缓且不及市场预期。首先，中国4月官方制造业PMI为49.2%，非制造业PMI为56.4%，综合PMI为54.4%，前值57%，制造业采购经理指数、非制造业商务活动指数和综合PMI产出指数分别低于上月2.7、1.8和2.6个百分点，国内经济复苏步伐有所放缓，而且不及市场预期。具体来看，消费方面，4月份社会消费品零售总额同比增长18.4%，预期21%，前值10.6%，较前值上升7.8个百分点，虽然消费增速大幅回升，但主要是由于低基数效应，实际消费增速不及预期。投资方面，4月份基建投资7.9%，前值8.7%，较前值下降0.8%，基建投资增速继续放缓，但继续保持高位水平；房地产开发投资同比增长-16.2%，降幅较前值扩大9个百分点，房地产市场修复放缓，房地产投资仍旧较弱；制造业投资同比5.3%，前值6.2%，较前值下降0.9%，整体继续小幅回落；投资整体不及预期且进一步大幅放缓。出口方面，3月和4月国内出口整体大幅超出市场预期，净出口对经济的拖累有所减弱。整体来看，虽然外需仍有一定的韧性，但市场预期后期外需将进一步减弱；内需恢复不及预期，内生经济动力较弱，短期造成国内股市、内需型大宗商品价格大幅下跌，人民币汇率贬值压力加大。

图 6 国内经济景气度有所放缓



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 7 国内消费增速持续上升



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 8 房地产投资降幅扩大



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 9 基建投资增速放缓



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 10 制造业投资增速放缓



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 11 国内出口增速下降



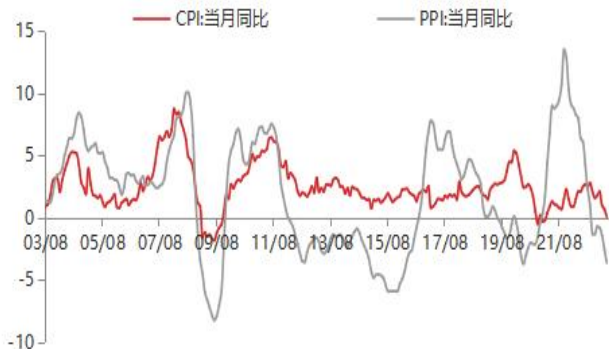
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3. 2. 国内通胀下行压力较大，货币进一步宽松预期增强

4 月份国内通胀下行压力加大。4 月 CPI 同比增长 0.1%，预期 0.3%，前值 0.7%，环比-0.1%，前值-0.3%，通胀继续回落、整体低于市场预期，主要由于上年同期对比基数较高以及猪肉、蔬菜等食品价格偏弱所致；此外，上游工业品价格回落，导致生产资料价格涨幅回落。4 月 PPI 同比增长-3.6%，预期-3.2%，前值-2.5%，涨幅继续超预期回落。一是由于高基数效应。二是欧美经济衰退担忧加深导致原油、有色等大宗商品价格回调；国内房地产需求恢复较慢，内需型商品价格整体较弱。当前 PPI 向 CPI 的生产资料端的传导压力仍旧较大，生产资料 CPI 整体疲软；而生活资料端食品供应充裕价格下跌，生活资料端通胀

下行压力较大。因此，整体通胀下行压力较大，需要消费端的政策支持和宽松的货币政策支持，当前市场预期货币政策可能进一步宽松，造成短期人民币汇率进一步贬值的压力。

图 12 国内 CPI 和 PPI 同比情况



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 13 大宗商品价格持续下跌



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.3. 中国宽信用过程再度放缓，宽货币政策依旧持续

由于经济复苏步伐放缓，国内宽信用进程再次放缓。4 月 M2 同比增长 12.4%，预期 12.5%，前值 12.7%，增速分别比上月末和上年同期下降 0.3 和上升 1.9 个百分点，主要由于居民部门存款大幅下降所致，M2 继续维持高位且远高于社融存量增速，意味着货币供给持续宽松，叠加当前经济复苏放缓、通胀下行压力较大，国内货币政策大概率延续宽松格局、且有进一步宽松的可能。宽信用方面，4 月份新增社会融资规模 1.22 万亿元，预期为 2.0 万亿元，前值为 5.38 万亿元，同比多增 2873 亿元，新增社融不及预期，主要由于居民部门提前还贷降杠杆、企业部门信贷融资大幅放缓所致；4 月社融存量增速 10%，与 3 月份持平，宽货币向宽信用传导有所放缓。

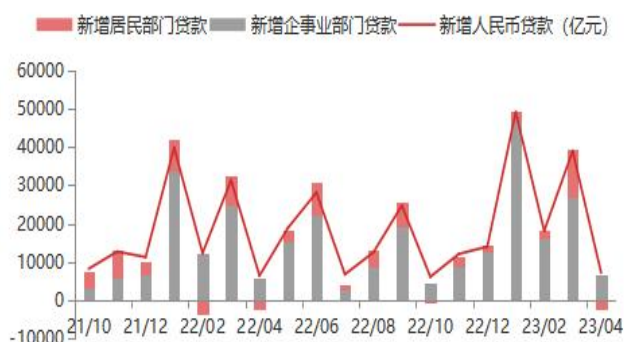
目前来看，当前国内经济处于复苏初期，短期由于房地产市场修复放缓、基建和制造业投资下滑，短期宽信用速度有所放缓，国内仍有一定的稳增长压力且外部风险短期增加，宽货币的基调短期大概率不会出现扭转，短期有进一步宽松的空间和可能。在美联储货币政策仍然紧缩的情况下，中国货币存在进一步宽松的预期，加大了人民币短期贬值的压力。

图 14 国内 M1、M2 增速



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 15 国内新增人民币贷款



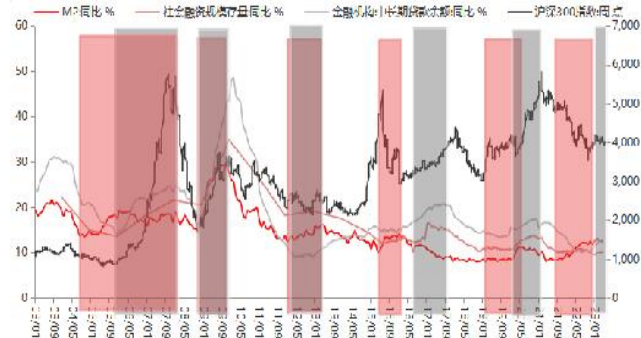
资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 16 国内社融存量增速



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 17 国内处于宽货币宽信用初期

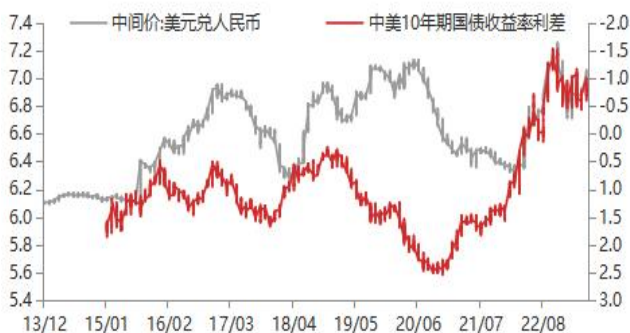


资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

3.4. 中美利差持续到挂，人民币资产吸引力较低

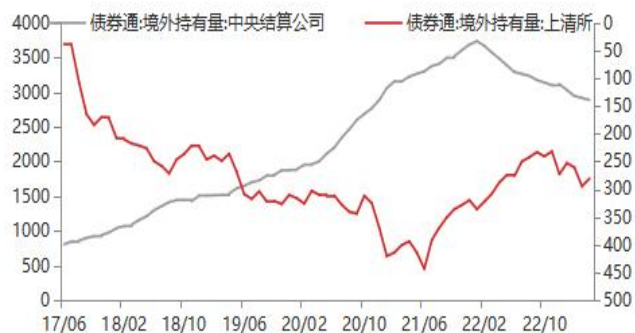
中美利差在一定程度上代表了中美两国的资产收益率之差，代表着跨国资金的流向。而且中美利差走势基本与人民币汇率走势呈正相关。由于美联储启动新一轮的加息周期且加息幅度持续加大、加息速度持续加快，美债收益率持续大幅上升；而中国实行宽松的货币政策，导致中美 10 年期国债收益率自 2022 年 4 月 11 日开始倒挂，截至目前为止已经持续了近 13 个月。美债收益率持续高于国债收益率，人民币资产吸引力持续偏弱，国际金融资本大幅流入美国，同时国际金融资金流出中国，外国投资者持有中国国债规模持续下降，导致人民币汇率中长期呈一定的贬值压力。

图 18 人民币汇率于中美利差走势



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

图 19 境外持有中国国债金额



资料来源：东海期货研究所，同花顺，Wind

4. 人民币汇率后市展望

从短期看，目前人民币汇率与美元指数基本修复至均衡水平，且有超跌的迹象。首先我们认为短期人民币汇率贬值的压力仍旧较大，大概率继续与美元指数维持均衡水平。一是由于在全球经济衰退风险加大背景下，国内出口预期承压，由出口带动结售汇需求支撑人民币的动能减弱。二是我国经济内生增长动能修复缓慢，市场对我国经济基本面、政策面的预期将重新定价，短期下修的压力较大。三是美联储货币政策依旧维持紧缩，而国内经济增长放缓，通胀下行压力较大，货币政策大概率维持宽松水平，而且有进一步宽松的预期。四是，中美利差持续倒挂，人民币资产吸引力较低。

未来人民币汇率走势的关键变量对外在于美国经济和货币政策的变化，对内在于国内经济刺激政策以及国内经济基本面走势。因此，从中长期来看，未来随着美国经济衰退的预期仍存，美联储货币政策逐步转向；国内方面，随着内生动能的修复，我国经济有望稳中向好，与欧美经济衰退形成显著优势，人民币不具备长期贬值的基础。

重要声明

本报告由东海期货有限责任公司研究所团队完成，报告中信息均源于公开可获得资料。东海期货力求报告内容的客观、公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的观点、结论和建议等全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，也未考虑个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要，客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。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导致的任何损失负任何责任，交易者需自行承担风险。本报告版权仅为东海期货有限责任公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布，如引用、转载、刊发，须注明出处为东海期货有限责任公司。

东海期货有限责任公司研究所

地址：上海市东方路1928号东海证券大厦8F

联系人：贾利军

电话：021-68757181

网址：www.qh168.com.cn

E-MAIL: Jialj@qh168.com.cn