

行而不辍，未来可期

——弹性增强年内可重升回 7 内

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

报告制作时间：

2023 年 7 月 7 日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】 38 号

■ 内容摘要

二季度以来，国内经济整体修复程度不及市场预期，对人民币汇率支撑明显减弱，内外货币政策持续分化导致利差倒挂进一步走阔，资本的逐利性加剧机构套利交易，热钱流出，市场持续存在贬值预期出现羊群效应，很多外贸企业选择储备美元并延期结汇，对人民币汇率形成较大的贬值压力。面对本轮人民币汇率贬值，政府部门减少直接干预，市场驱动提高对人民币贬值幅度的容忍度，是进一步推进人民币国际化和市场化的必由之路。7 月以来，人民币汇率贬值速率趋缓，但跨境资本流动对人民币走势的负面影响尚未消除，货币市场即期情绪指标显示贬值预期犹在，预计短期维持高位偏弱运行。

展望下半年，随着国内新一轮稳增长政策措施出台，经济内生增长动能不断增强，基本面长期向好发展格局不变，根据世界银行对主要经济体经济增速的相对变化预期，我们认为下半年人民币汇率的支撑将有所增强，经济修复的程度将直接影响人民币反弹的高度，预计年内重回 7 以内问题不大。此外，主要发达经济体货币政策紧缩周期已接近尾声，相关外溢影响将逐步减弱，中美货币政策保持分化但空间有限，国内银行下调美元存款利率使得存款利差明显收窄，在一定程度上减轻利率倒挂压力，预计阶段性的资本流出不可持续，人民币贬值将得到缓解。美国持续加息影响将进一步传导经济，美元走强较难持续，人民币汇率回升还需要关注美元何时拐头。我国充足稳定的外汇储备规模为防止汇率剧烈波动提供有力保障，货币多元化将增强人民币资产的配置价值，对人民币汇率构成长期支撑。

目 录

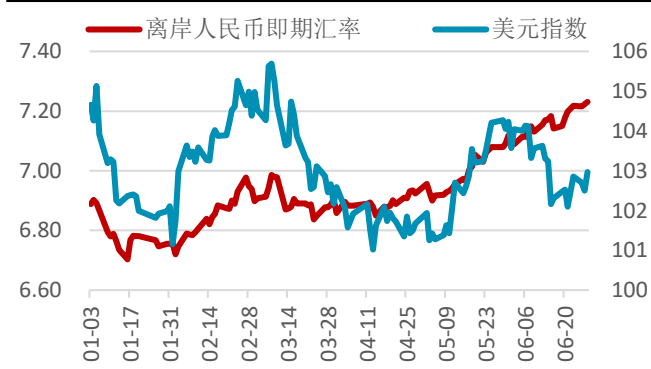
1. 上半年人民币汇率走势回顾：	1
2. 下半年影响因素分析：	2
2.1 经济逐步复苏，对人民币支撑增强	2
2.2 中美货币政策走势维持分化，利差倒挂趋于收敛	3
2.3 美国经济韧性较强，美元反弹尚未结束	4
2.4 货币多元化将增加人民币配置价值	5
3. 总结与风险提示：	6
免责声明	8

1. 上半年人民币汇率走势回顾：

受疫情冲击以及内外部因素综合影响，上半年国内经济整体修复程度不及市场预期，尤其二季度以来，国内主要宏观经济数据表现较弱，令人民币持续承压。为刺激经济复苏，6月以来人民银行开启新一轮政策利率下调，而欧美主要经济体为有效控制通胀和经济表现出的较强韧性维持收紧货币政策，内外货币政策分化导致利差进一步走阔，引发机构套利，资本外流压力增加，从而减少人民币需求。此外，出口同比增速转负，结汇减少且结汇意愿不强，叠加季节性集中购汇，均对人民币汇率形成压力。

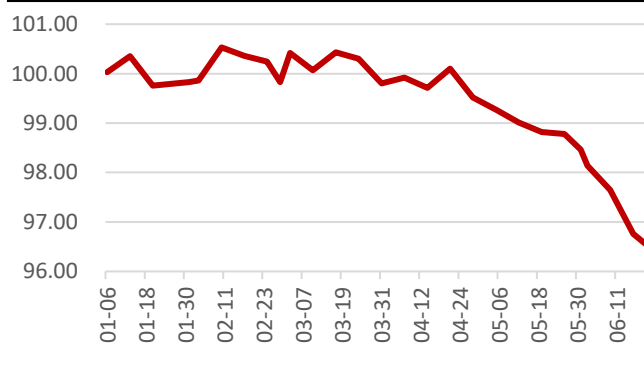
年初以来，CFETS 人民币汇率指数下滑 3.5% 至 96.5，人民币对美元汇率（按中间价计算）贬值超 3.5%，除日元对美元贬值 10% 以外，上半年人民币在主要货币中表现相对偏弱。即期情绪指标显示市场持续存在贬值预期，羊群效应影响，上半年美元兑人民币即期询价成交量要明显高于前两年，加深贬值幅度。面对本轮人民币汇率趋势贬值情况，政府部门没有直接干预，我们认为这是进一步推进人民币国际化和市场化的必经之路，市场驱动对人民币贬值幅度的容忍度提高。

图 1.1：上半年离岸人民币即期汇率与美元指数走势



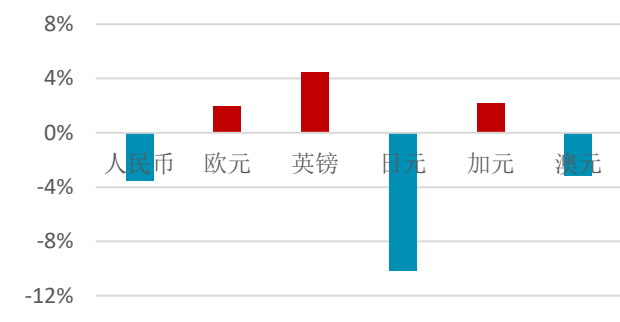
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 1.2：上半年 CFETS 人民币汇率指数



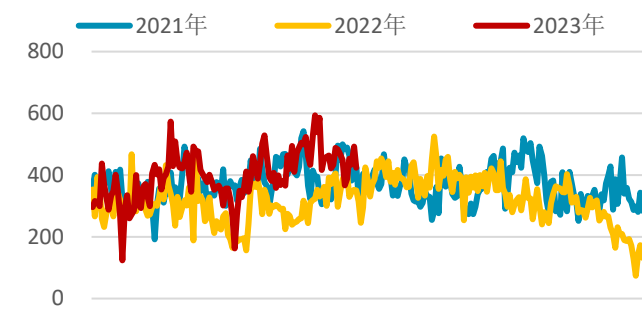
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 1.3：上半年主要货币对美元汇率涨跌幅



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 1.4：美元兑人民币即期询价成交量季节走势图



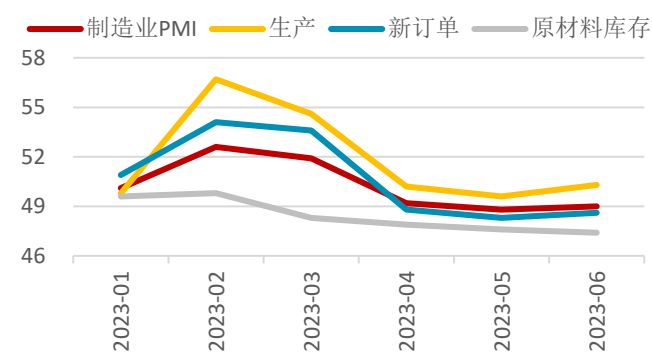
资料来源：wind，一德宏观战略部

2. 下半年影响因素分析：

2.1 经济逐步复苏，对人民币支撑增强

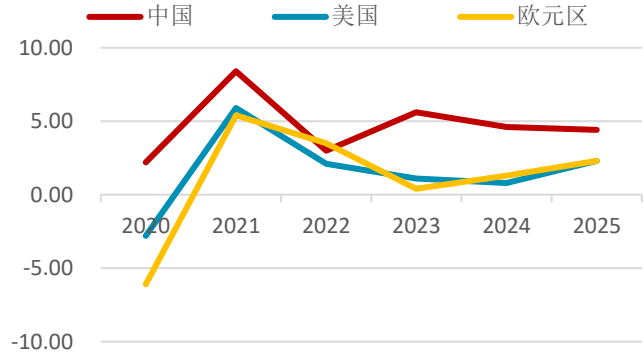
随着新一轮稳经济政策措施出台，房地产修复预期改善，政策利率的下调也有助于提振消费和投资信心。数据显示，6月官方制造业采购经理指数（PMI）为49.0%，环比上升0.2个百分点，表明制造业景气水平有所改善，其中生产指数较上月回升0.7个百分点至50.3%，位于临界点之上说明生产活动加快，新订单指数虽还处于收缩区间，但环比也有所上升，表明市场需求景气度增强，经济内生增长动能不断强化，基本面长期回升向好态势不变。李强总理在夏季达沃斯论坛讲话中提及预计二季度经济增速将快于一季度，全年有望实现5%左右的预期增长目标。世界银行在最新一期的《全球经济展望》报告中预计2023年中国经济将增长5.6%，较年初预测上调了1.3个百分点。而美国在货币政策继续收紧以抑制高通胀的情况下，预计今年经济将增长1.1%，2024年放缓至0.8%。由于货币政策收紧和能源价格上涨的滞后效应，欧元区经济增长将从去年的3.5%放缓至2023年的0.4%。根据主要经济体经济增速的相对变化，我们预计下半年对人民币汇率的支撑将增强，不过三年的疫情对经济造成的负面影响巨大，下半年经济修复的程度将直接影响人民币反弹的高度。

图 2.1：2023 年上半年中国制造业 PMI



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：世界银行对中美欧 GDP 实际增长率预测（%）



资料来源：世界银行，一德宏观战略部

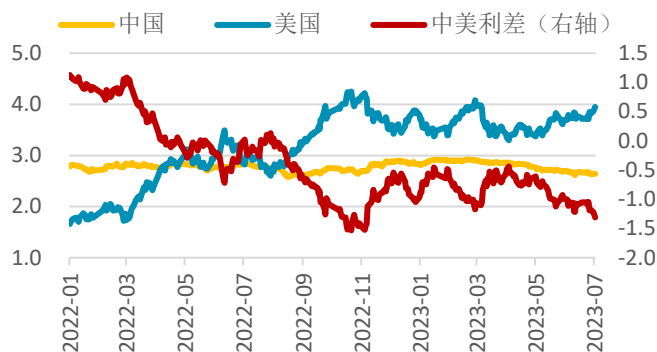
2.2 中美货币政策走势维持分化，利差倒挂趋于收敛

美国为抑制高通胀自 2022 年 3 月开启加息周期，而我国为了刺激经济复苏维持较为宽松的货币政策，6 月以来存款、逆回购、MLF、LPR 等利率逐步下调，货币政策走势的分化使得中美利差倒挂程度进一步走阔，资本的逐利性加剧机构套利交易，热钱流出，外贸企业选择储备美元并延期结汇，对人民币汇率形成较大的贬值压力。近日我国央行召开二季度货币政策委员会例会指出将加大逆周期调节力度，若经济修复步伐艰难，预计下半年利率仍有调降的可能。而美联储最新公布的 6 月议息会议纪要显示，几乎所有与会者支持年内再加息，同时许多人支持进一步放缓政策的紧缩步伐。美联储主席鲍威尔也在欧洲议会小组讨论中指出大多数美联储政策制定者预计今年将至少再加息两次。下半年中美货币政策走势将维持分化，这对人民币仍有一定的贬值压力，不过主要发达经济体货币政策紧缩周期已接近尾声，预计相关外溢影响将逐步减弱，加上中美货币政策分化的空间均有限，阶段性的资本流出不可持续，因此我们判断人民币进一步贬值的空间相对受限，去年 10 月出现的 7.37 低位可作为支撑的参考目标。

中国外汇交易中心发布通知称，自 7 月 3 日起终止挂钩美元伦敦同业拆借利率 (LIBOR) 相关产品交易，调整后，相关产品挂钩的美元浮动利率基准包括美元担保隔夜融资利率 (SOFR) 和境内美元同业拆放参考利率 (CIROR)。值得关注的是，为保持和国内存款利率下调的协同性，近日多家大型国有银行下调美元存款利率，将 1 年期美元存

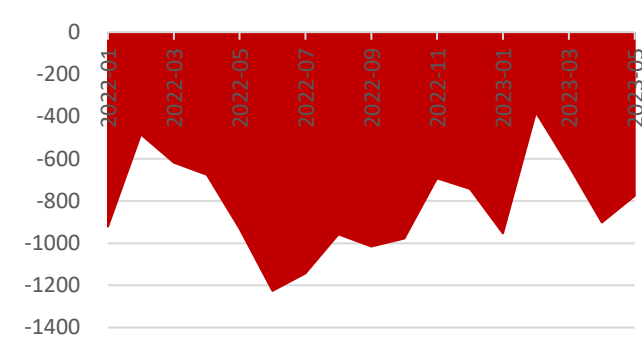
款产品利率从之前的 4.5%-5% 大幅下调至 2.8%，对应 1 年期人民币存款利率在 1.9%—2%，存款利差明显收窄在一定程度上可以减轻利率倒挂压力，进而减少货币市场套利交易，缓解对人民币价格贬值压力。

图 2.3：中美 10 年期国债收益率与利差 (%)



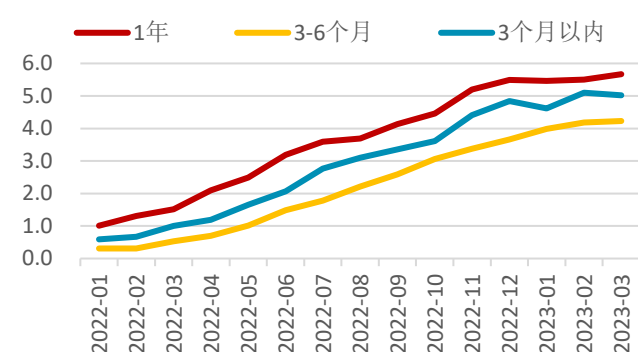
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.4：热钱估计模型资金流向



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.5：大额美元存款利率 (%)



资料来源：中国人民银行，wind，一德宏观战略部

图 2.6：CME FedWatch Tool 目标利率概率

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES										
	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
2023/7/26			0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	10.1%	89.9%	0.0%	0.0%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	7.1%	66.0%	27.0%	0.0%
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.6%	53.9%	35.0%	5.5%
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	53.7%	34.7%	5.5%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	15.9%	49.8%	28.7%	4.4%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%	7.7%	30.8%	40.5%	18.0%	2.4%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	6.1%	25.7%	38.3%	23.0%	5.9%	0.5%
2024/6/19	0.0%	0.0%	0.0%	0.2%	3.0%	15.0%	31.4%	31.4%	15.2%	3.5%	0.3%
2024/7/31	0.0%	0.0%	0.1%	1.7%	9.3%	23.7%	31.4%	22.8%	9.0%	1.8%	0.1%
2024/9/25	0.0%	0.1%	1.7%	9.2%	23.4%	31.2%	23.0%	9.3%	1.9%	0.2%	0.0%
2024/11/6	0.3%	2.6%	11.0%	24.4%	30.2%	21.2%	8.3%	1.7%	0.2%	0.0%	0.0%
2024/12/18	0.3%	2.2%	9.4%	21.7%	29.0%	23.0%	10.9%	3.0%	0.5%	0.0%	0.0%

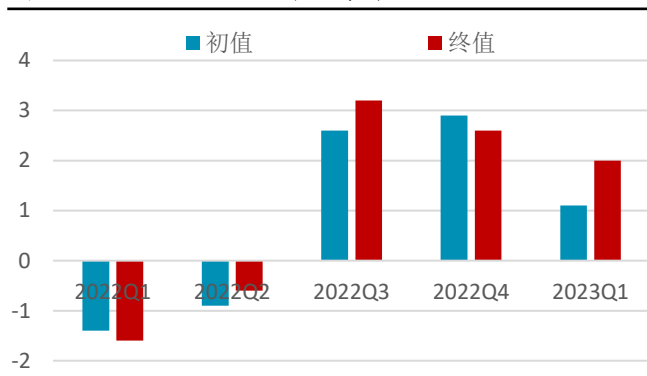
资料来源：CME

2.3 美国经济韧性较强，美元反弹尚未结束

美国商务部经济分析局公布的数据显示，今年一季度美国国内生产总值按年率计算增长 2%，较第二次估算的数据上调 0.7%，较初值大幅上修 0.9%，主要反映了消费支出和出口数据的上调，坚挺的经济数据削弱了市场对美国经济衰退的预期，对美元构成支撑。在美联储持续收紧政策的影响下，通胀逐步回落，不过距离通胀目标还有一定距离，未来的政策路径还需要依赖于通胀数据和就业市场的表现。由于政策的传导具有一定的时滞性，加上婴儿潮已经褪去，疫情后劳动力市场表现出较强韧性，6 月

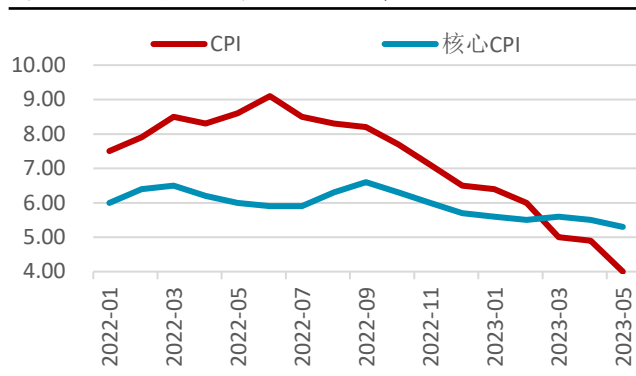
ADP 就业人数意外增加 49.7 万,大幅超预期,预计即将公布的非农数据也会相对亮眼,7 月加息 25 个基点的概率再度提升,对美元有提振作用。此外,美欧花旗经济意外指数差值转正走阔短期也支持美元。综上所述,我们预计目前美元指数反弹尚未结束。下半年考虑到紧缩周期接近尾声,美元的拐点将取决于降息时间的预期。当前欧元区通胀已进入新阶段,潜在价格压力依然顽固,面对更加持久的通胀,预计欧央行比美联储加息时间更长的概率提高,届时欧元反弹或将减弱美元指数动能。

图 2.7: 美国实际 GDP 年化季率 (%)



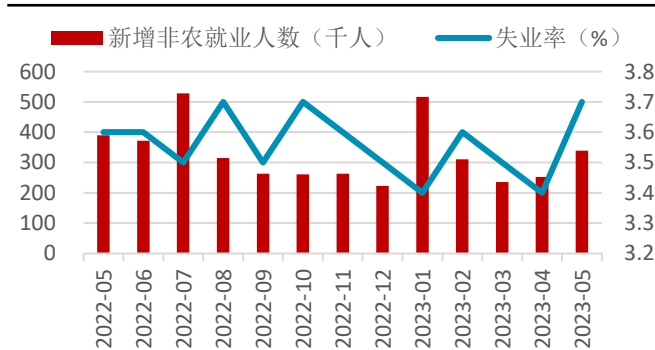
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: 美国 CPI 与核心 CPI 同比 (%)



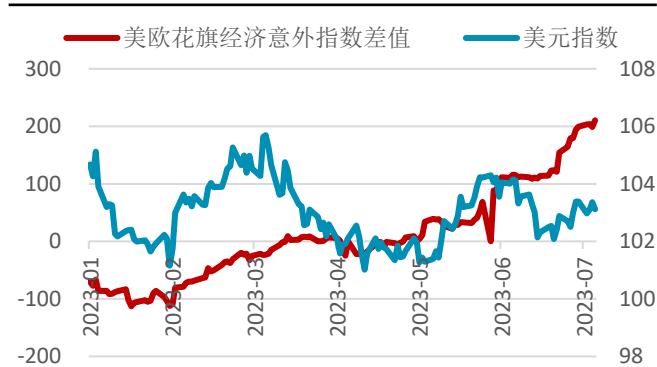
资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.9: 近一年美国新增非农就业人数与失业率



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.10: 美欧花旗经济意外指数差值与美元指数



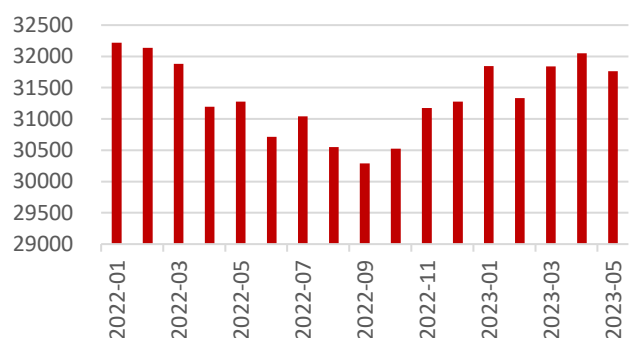
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.4 货币多元化将增加人民币配置价值

截至 2023 年 5 月末,在汇率折算和资产价格变化等因素综合作用下,我国外汇储备规模为 31765 亿美元,今年以来外汇储备规模整体保持基本稳定,为防止汇率大起大落提供有力保障。5 月境外机构持有债券通(中央结算公司+上清所)规模为 31856

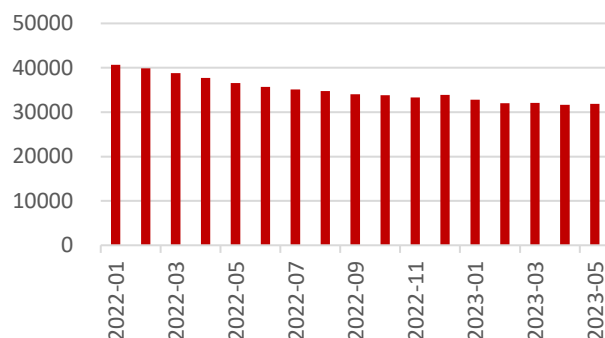
亿元，较4月回升194亿元，年初以来未出现大幅减持情况说明人民币资产在国际大类资产中仍具有较强的吸引力。官方货币和金融机构论坛（OMFIF）预测，未来十年，美元在全球外汇储备中的占比将从58%降至54%，超过30%的央行将计划增加人民币储备，预计到2033年，人民币在全球外汇储备中所占的份额将从3%扩大到6%。随着我国不断推进高水平对外开放，人民币国际化进程不断加深，货币多元化将进一步增加人民币资产的配置价值，对人民币汇率构成长期支撑。

图 2.11：我国外汇储备（亿美元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.12：境外机构持有银行间市场债券数量（亿元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

3. 总结与风险提示：

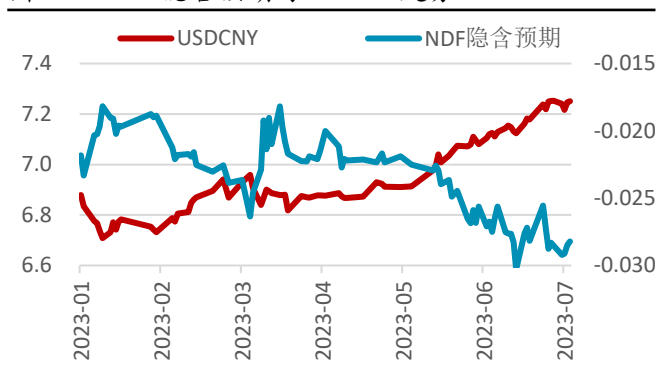
二季度以来，国内经济整体修复程度不及市场预期，对人民币汇率支撑明显减弱，内外货币政策持续分化导致利差倒挂进一步走阔，资本的逐利性加剧机构套利交易，热钱流出，市场持续存在贬值预期出现羊群效应，很多外贸企业选择储备美元并延期结汇，对人民币汇率形成较大的贬值压力。面对本轮人民币汇率贬值，政府部门减少直接干预，市场驱动提高对人民币贬值幅度的容忍度，是进一步推进人民币国际化和市场化的必由之路。7月以来，人民币汇率贬值速率趋缓，但跨境资本流动对人民币走势的负面影响尚未消除，货币市场即期情绪指标显示贬值预期犹在，预计短期维持高位偏弱运行。

展望下半年，随着国内新一轮稳增长政策措施出台，经济内生增长动能不断增强，基本面长期向好发展格局不变，根据世界银行对主要经济体经济增速的相对变化预期，

我们认为下半年人民币汇率的支撑将有所增强，经济修复的程度将直接影响人民币反弹的高度，预计年内重回 7 以内问题不大。此外，主要发达经济体货币政策紧缩周期已接近尾声，相关外溢影响将逐步减弱，中美货币政策保持分化但空间有限，国内银行下调美元存款利率使得存款利差明显收窄，在一定程度上减轻利率倒挂压力，预计阶段性的资本流出不可持续，人民币贬值将得到缓解。美国持续加息影响将进一步传导经济，美元走强较难持续，人民币汇率回升还需要关注美元何时拐头。我国充足稳定的外汇储备规模为防止汇率剧烈波动提供有力保障，货币多元化将增强人民币资产的配置价值，对人民币汇率构成长期支撑。

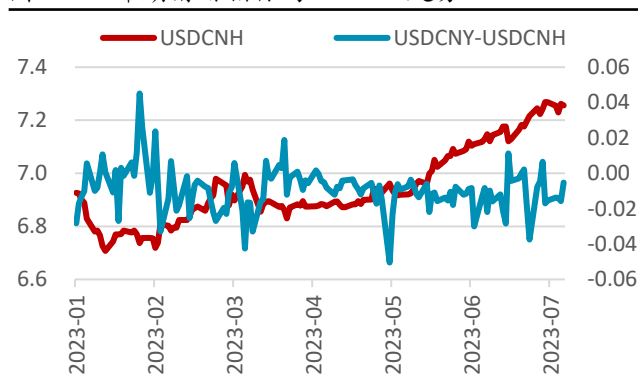
风险提示：经济修复不及预期；中美关系紧张；美联储超预期收紧

图 3.1：NDF 隐含预期与 USDCNY 走势



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 3.2：即期情绪指标与 USDCNH 走势



资料来源：wind，一德宏观战略部

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn