

## 人民币汇率突破 7.2

2023 年 6 月 30 日 星期五

兴证期货·研发中心  
金融衍生品研究团队

林玲

从业资格编号：F3067533

投资咨询编号：Z0014903

杨娜

从业资格编号：F03091213

投资咨询编号：Z0016895

周立朝

从业资格编号：F03088989

投资咨询编号：Z0018135

联系人：杨娜：

电话：021-20370947

邮箱：

yangna@xzsfutures.com

### 内容提要

#### ● 我们的观点

人民币兑美元在四月之后持续攀升，继 6 月 16 日收盘汇率破 7 之后，至 6 月 23 日，离岸汇率盘中跌破 7.2 关口，截至 23 日收盘，离岸人民币即期汇率和在岸人民币即期汇率分别贬至 7.2167 和 7.1793，市场对汇率贬值担忧加剧。

经过四个月的下跌，人民币贬值压力得到一定释放，持续贬值风险减弱。海外方面，美国经济相对韧性较足，消费者支出增长强劲，就业保持韧性且一季度 GDP 终值超预期，美联储主席鲍威尔称，利率限制性时间不够长，不足以让通胀达目标，预计会有更多紧缩，多数决策者预计今年再加息两次，不排除两次会议连续加息。国内方面，经济维持弱复苏，国内利率仍位于向下调降阶段，国内外利差倒挂明显，企业结汇意愿偏弱。整体看，人民币汇率仍有贬值压力，但鉴于预期央行将会采取更多的干预措施，包括采取重启逆周期因子，加大对短期资本外流监管力度，提高金融机构远期售汇风险准备金等措施，预期汇率贬值不会失控。

## 报告目录

1. 汇率变动理论基础.....	3
2. 汇率贬值外部因素.....	4
3. 汇率贬值内部因素.....	7
5. 人民币汇率展望.....	9

## 图表目录

图表 1: USDCNH 即期汇率.....	3
图表 2: 一年期国债利差.....	4
图表 3: 十年期国债利差.....	4
图表 4: 银行压力测试.....	5
图表 5: 2023 年第一季度人民币贷款结构.....	6
图表 6: 美国与欧元区 PMI.....	6
图表 7: 工业利润及 PMI.....	7
图表 8: 货币及企业中长贷款.....	8
图表 9 一年期存款利率.....	8

人民币兑美元在四月之后持续攀升，继 6 月 16 日收盘汇率破 7 之后，至 6 月 23 日，离岸汇率盘中跌破 7.2 关口，截至 23 日收盘，离岸人民币即期汇率和在岸人民币即期汇率分别贬至 7.2167 和 7.1793，市场对汇率贬值担忧加剧。

## 1. 汇率变动理论基础

依据利率平价理论看，均衡汇率是通过国际抛补套利引起的外汇交易形成。在中美两国利率存在差异的情况下，资金从低利率国流向高利率国谋取利润。套利者在比较金融资产收益率时，需要同时考虑两种资产收益率以及两种资产因汇率变动的收益变动情况（外汇风险）。

自 1994 年汇率并轨以来，人民币实行以市场供求为基础、有管理的浮动汇率制度，伴随着资本市场开放程度加剧及国内利率市场化增加，利率理论对于人民币兑美元汇率的解释将更加准确。就数据看，中美利差倒挂及国内外近远端利息差及套利者的交易都是导致近期汇率贬值的重要因素。

图表 1: USDCNH 即期汇率



数据来源：wind，兴证期货研发部

图表 2: 一年期国债利差



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图表 3: 十年期国债利差



数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 2. 汇率贬值外部因素

2023 年以来，美元指数维持高位徘徊态势，就年内走势而言，美元指数于 4 月起逐渐走强，从 4 月 13 日最低 101.0148 上升至 104.2208，随后在 103 上下排行。美元指数抬升对人民币形成贬值压力。美元走强，一方面源自于美国经济相对韧性偏强，鲍威尔偏鹰派表态使得市场对于美国年内加息重新升温，依据 CME，7 月 27 日美联储加息 25bp 的概率升至 89.3%，而 8 月 21 日目标利率位于 5.00-5.25 概率为 7.9%，位于 5.25-5.5 的概率为 68.9%，位于 5.5-5.75 的概率为 23.2%；另一方面，美国银行流动性风险暂缓，且美国债务问题解决使得市场风险偏好大幅回落。依据美联储最新发布压力测试结果显示，所有 23 家美国大银行都通过了今年的年度压力测试，包括瑞信在美国的公司，大银行处于有利地位，能抵御严重的衰退，即使严重衰退期间，也能继续向家庭和企业提供贷款。目前美国暂缓债务上限生效至 2025 年年初，但仍需要一个长期的解决方案，短期风险得以缓解；最后，虽然美国 6 月 Markit PMI 低于预期回落，最终报收 46.3%，但相较而言，6 月欧元区制造业 PMI 报收 43.6%，并且连续 12 个月位于荣枯线下方，压力明显，一定程度支撑美元指数。

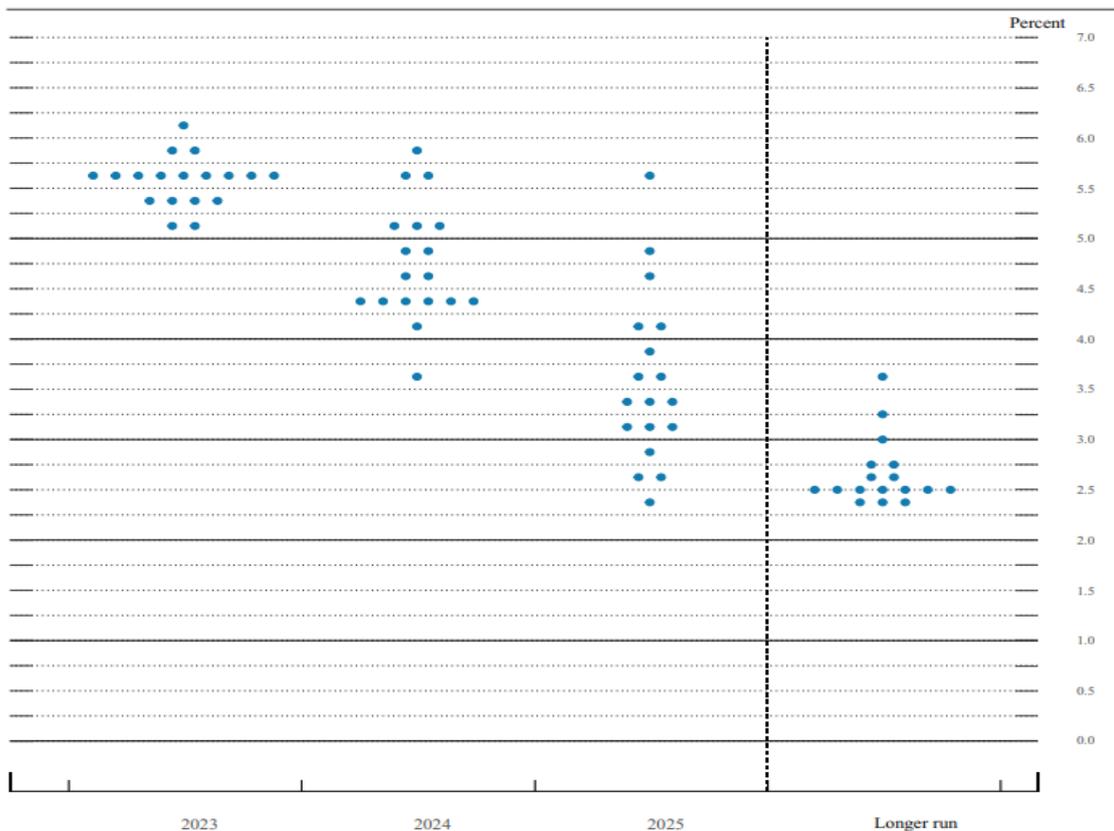
图表 4: 银行压力测试

Name	Risk based category
Bank of America Corporation	Category I
The Bank of New York Mellon Corporation	Category I
Barclays US LLC	Category III
BMO Financial Corp.	Category IV
Capital One Financial Corporation	Category III
The Charles Schwab Corporation	Category III
Citigroup Inc.	Category I
Citizens Financial Group, Inc.	Category IV
Credit Suisse Holdings (USA), Inc.	Category III
DB USA Corporation	Category III
The Goldman Sachs Group, Inc.	Category I
JPMorgan Chase & Co.	Category I
M&T Bank Corporation	Category IV
Morgan Stanley	Category I
Northern Trust Corporation	Category II
The PNC Financial Services Group, Inc.	Category III
RBC US Group Holdings LLC	Category IV
State Street Corporation	Category I
TD Group US Holdings LLC	Category III
Truist Financial Corporation	Category III
UBS Americas Holding LLC	Category III
U.S. Bancorp	Category III
Wells Fargo & Company	Category I

Note: BMO Financial Corp., Citizens Financial Group, Inc., M&T Bank Corporation, and RBC US Group Holdings LLC are on a two-year stress test cycle; therefore, they were included in last year's stress test and would normally be included next in 2024. In connection with their recent applications, the Board required BMO Financial Corp., Citizens Financial Group, Inc., and M&T Bank Corporation to receive a new capital requirement this year based on the 2023 stress test. RBC US Group Holdings LLC elected to opt in to the 2023 stress test.  
Source: Federal Reserve Supervision and Regulation Report, table A.1.

数据来源：公开市场资料，兴证期货研发部

图表 5: 2023 年第一季度人民币贷款结构



数据来源：公开市场资料，兴证期货研发部

图表 6: 美国与欧元区 PMI

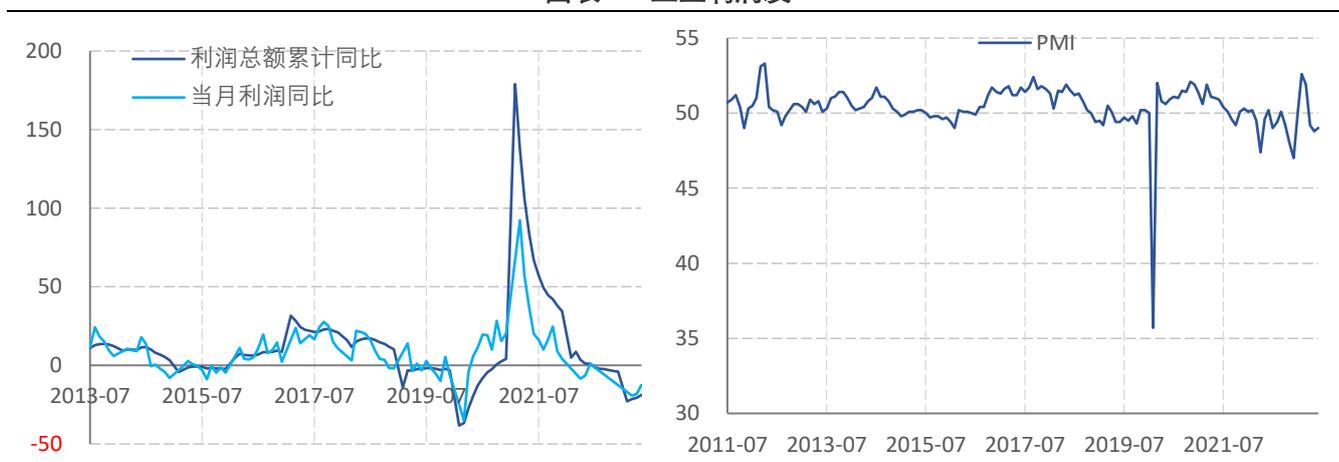


数据来源：货币政策执行报告，兴证期货研发部

### 3. 汇率贬值内部因素

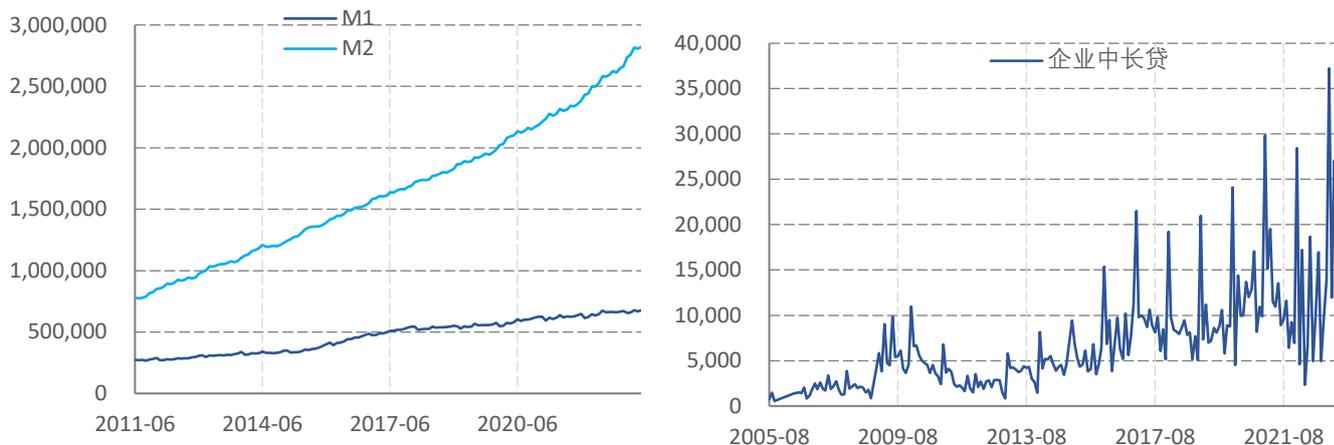
宏观经济角度看，国内经济处于弱复苏态势。6月制造业PMI为49%，较上月回升0.2个百分点，但依然位于荣枯线下方，非制造业PMI报收53.2%，较上月回落，但仍处于扩张区间；固定资产投资受到地产投资累计同比回落拖累表现不及上月，5月制造业固定资产投资累计同比增加6%，较上月窄幅回落0.4个百分点，连续8个月回落；基建固定资产投资累计同比增加10.5%，较上月增加0.25个百分点，维持震荡；出口在海外经济未有起色之下表现依然弱势，5月出口金额同比减少7.5%，其中美国、欧盟和日本出口同比大幅回落；就业恢复放缓，失业率（尤其16-24岁）继续攀升，5月城镇失业率5.2%，与上月持平，但16-24岁失业率较上月增加0.4个百分点至20.8%，仍反应青年失业率较为严峻；25-59岁失业率回落0.1个百分点至4.1%，连续四个月回落；信用重回扩张轨道，居民端资产负债表再次进入扩张阶段，企业经营性贷款回升；CPI同比回落趋势改善，PPI同比增速继续回落。

图表 7: 工业利润及 PMI



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

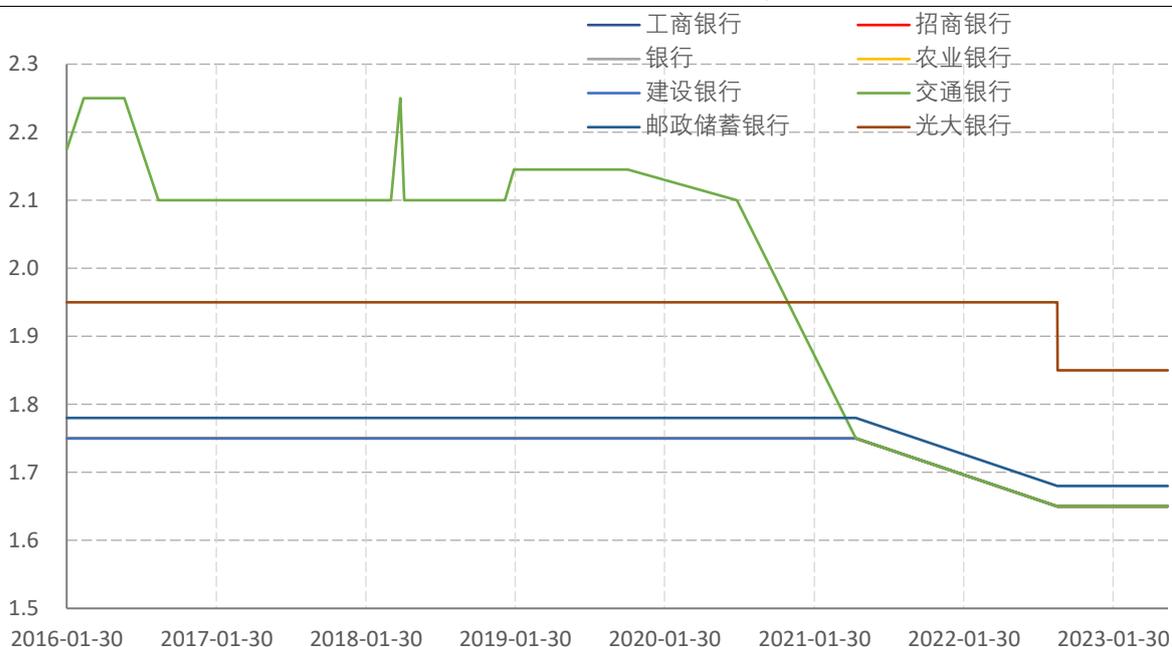
图表 8: 货币及企业中长贷款



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

银行调降人民币存款利率, 则人民币在国内存款收益减弱。6月中旬以来, 央行先后下调OMO、SLF、MLF和LPR利率, 且多家银行下调美元定期存款利率, 一年期、两年期产品最高利率以4.3%封顶, 部分银行降至2.1%, 从八家银行一年期存款利率看, 虽然年内暂未调降一年期存款利率, 但目前利率水平均位于历史低位水平。综合看, 一方面带来中美利差倒挂增加, 另一方面国内资本市场对资金吸引力降低。

图表 9 一年期存款利率



数据来源: wind, 兴证期货研发部

## 5. 人民币汇率展望

经过四个月的下跌，人民币贬值压力得到一定释放，持续贬值风险减弱。海外方面，美国经济相对韧性较足，消费者支出增长强劲，就业保持韧性且一季度 GDP 终值超预期，美联储主席鲍威尔称，利率限制性时间不够长，不足以让通胀达目标，预计会有更多紧缩，多数决策者预计今年再加息两次，不排除两次会议连续加息。国内方面，经济维持弱复苏，国内利率仍位于向下调降阶段，国内外利差倒挂明显，企业结汇意愿偏弱。整体看，人民币汇率仍有贬值压力，但鉴于预期央行将会采取更多的干预措施，包括采取重启逆周期因子，加大对短期资本外流监管力度，提高金融机构远期售汇风险准备金等措施，预期汇率贬值不会失控。

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。