

宏观点评 20230227

这一次人民币如果破 7，市场该担心什么？

2023 年 02 月 27 日

证券分析师 陶川

执业证书：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

证券分析师 邵翔

执业证书：S0600523010001

shaoh@dwzq.com.cn

相关研究

《政策“空窗期”会在两会后打破吗？》

2023-02-23

《2023 年稳地产，谁更紧迫？谁最重要？》

2023-02-21

■ 在经历 1 月的大涨后，2 月大类资产纷纷出现调整，其中人民币汇率（离岸人民币）在 2 月创下历史同期最大跌幅、再次临近 7 的关口，不过奇怪的是境内外股市出现明显的分化——港股（恒生指数）上周跌超 3%，2 月已经累计跌超 8%；但是 A 股尤其是中小盘 2 月至今仍保持正收益。那么人民币会破 7 吗？这种分化意味着什么？

■ 我们认为，未来两个月人民币破 7 的概率非常大，不过 7 的特殊意义在淡化，可能更重要的是节奏——在美元指数触及 106 的情况下破 7 是比较合理的。而 A 股和港股的表现差异正说明当前中国经济复苏的逻辑仍然存在。往后看，汇率和 A 股的主要风险在于中美关系的后续发酵以及国内政策“保持沉默”带来的不确定性。

■ 回顾宏观逻辑，1 月的三条主线在 2 月出现了“逆转”。我们在之前的报告里曾说明，1 月的三条主线、由强到弱分别是“中国经济强劲复苏+欧（美）经济软着陆（欧洲表现相对更好）+美联储政策加速转向（下半年大幅降息）”，当前或多或少都出现了一定的松动，导致宏观交易上美元指数、美债收益率上涨、风险资产面临调整压力：

中国经济的复苏仍在持续。不确定性因素若隐若现，主要来自两个方面：中美关系紧张以及国内政策可能因为复苏不错而继续保持“沉默”。

欧美经济暖着陆预期仍在，但是欧洲和美国在边际改善上出现强弱互换。如图 4 所示，2 月以来美国经济数据给了市场更多的“惊喜”，这一变化的直接结果是美元指数完全扭转了 1 月的颓势。

美联储政策加速转向宽松的预期发生“180°大转弯”。在预期步子迈得太大的情况下，1 月美国就业、通胀、销售等数据的超预期表现，使得这一最脆弱的逻辑主线发生阶段性发转、并又走向另一个极端的倾向——可能再次回到加息 50bp 的节奏（图 5）。这直接导致美元和美债收益率转而上漲。

■ 对于中国资产来说，这一“宏观逆风”主要来自于外部，不同资产所受的影响不同，其中港股所受影响最大，人民币汇率次之，而 A 股仍有复苏逻辑的支撑。这是近期中国股汇资产出现分化的重要原因：

港股和美元指数之间的相关性众所周知，作为离岸市场，港股容易受到美元指数代表的全球流动性环境 and 市场情绪的影响，这在疫情之后愈发明显（图 6 和 7）。

2 月以来人民币汇率的快速贬值，一方面是源于美元指数的升值，另一方面则是对复苏过度乐观情绪的纠偏。如图 8 所示，集中表现为人民币汇率向美元隐含的人民币汇率水平回归，而并未出现明显的贬值溢价，这说明市场对于中国经济疫后复苏的预期并未改变。

A 股和人民币汇率都会受到国内经济预期和跨境资金流动的影响，但相对而言 A 股更“主内”，汇率则更“主外”，这导致两者在趋势方向上一致，但是在拐点和变化幅度上则时常大相径庭（图 9）。我们觉得当前人民币的贬值并未对 A 股产生明显的拖累，后者更多的受国内基本面的影响。

如何看待汇率贬值对于股市的影响？由于我国政策一直存在对于汇率升值的偏好，所以我们剔除人民币升值溢价的情形（因为存在政策偏差）。如图 12 所示，当前市场并未出现人民币汇率贬值主导的对于股市的拖累。

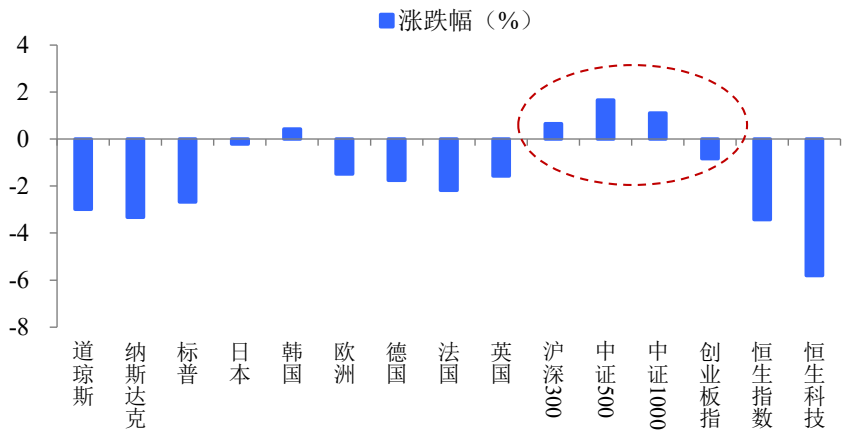
■ 我们认为当前的市场处于微妙的平衡点，7 并非不可破，但人民币的贬值需要注意节奏，否则容易造成对 A 股的额外冲击。我们认为当前人民币跟随美元贬值的节奏比较适宜，7 并非不可破，但是最好是在美元能触及或站上 106 的时候。这一幕在未来 2 个月内极有可能出现。

■ **扰乱人民币节奏的主要风险主要来自两方面：中美“不太平”；政策继续沉默。**如图 13 所示，我们通过美国地区对中国相关内容的 google 搜索热度构造中美关系指数，可以看出中美关系一直是影响人民币波动的重要因素，而且参考历史我们发现该指数对于人民币汇率的主要影响约滞后 2 至 3 个月，这可能意味着美国煽动民意，挑唆中美关系的事件往往要发酵 3 个月。2023 年 2 月初“流浪气球”事件成为重要的美国民意导火索，未来两个月俄乌等事件很可能进一步成为中美关系紧张化的促发因素。

此外，国内政策的持续沉默也会随着时间提高市场的不确定性，进而影响人民币和股市。我们在之前的报告《政策“空窗期”会在两会后打破吗？》中我们提到，鉴于当前经济复苏的速度和财力的限制，两会后的宏观政策并不会贸然发力，**下一次政策定调的时点至少要到 4 月底的一季度政治局经济会议**。在没有地产额外支持的情况下，3 月经济和信用能否延续此前的稳健扩张将是重要的关注点和不确定性来源。

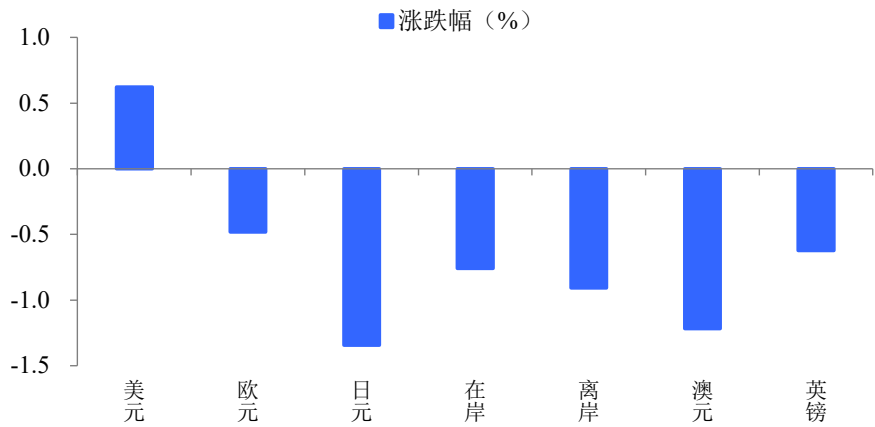
■ **风险提示：**海外货币政策收紧下外需回落，海外经济提前进入显著衰退，严重拖累我国出口。毒株出现变异，疫情蔓延形势超预期恶化。

图1: 上周在人民币大幅贬值的情况下 A 股的表现可圈可点



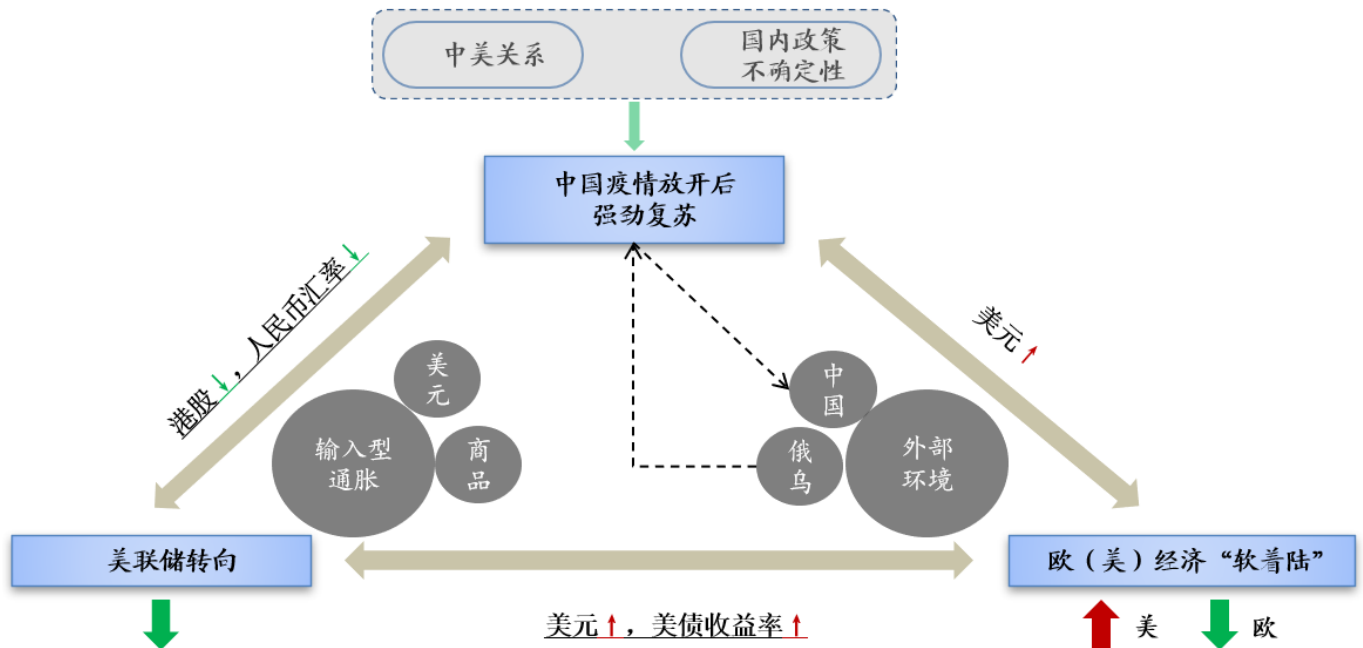
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 上周在美元升值下人民币贬值也较为明显



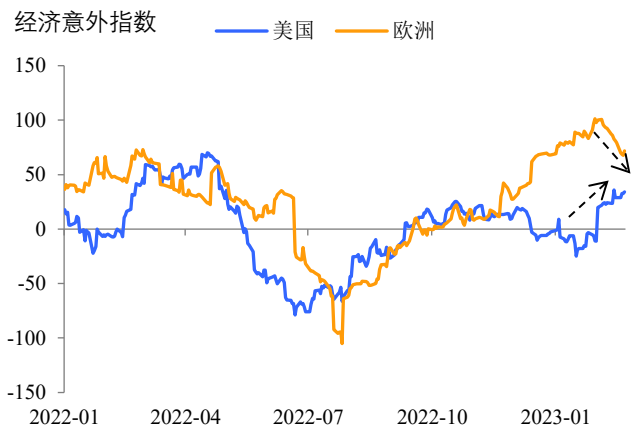
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图3：1月的三条主线在2月出现了一定的逆转



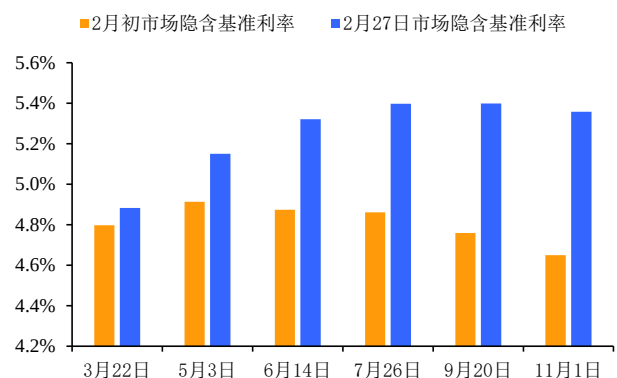
数据来源：东吴证券研究所绘制

图4：2023年2月美国经济的边际改善更加明显



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

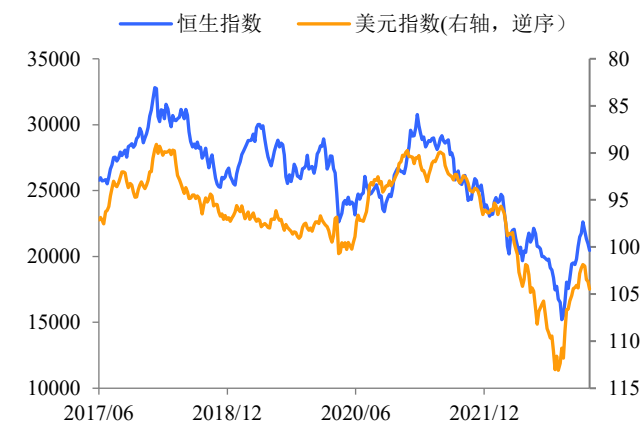
图5：市场对美联储加息预期明显提高



注：横轴 2023 年美联储召开议息会议、公布利率决议的日期。

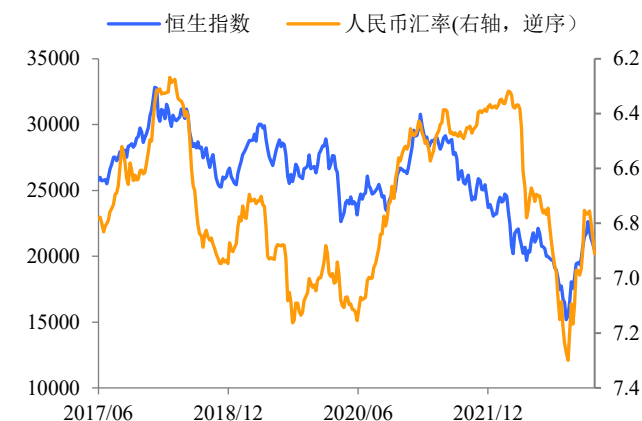
数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图6: 港股和美元指数的相关性更好, 尤其是疫情后



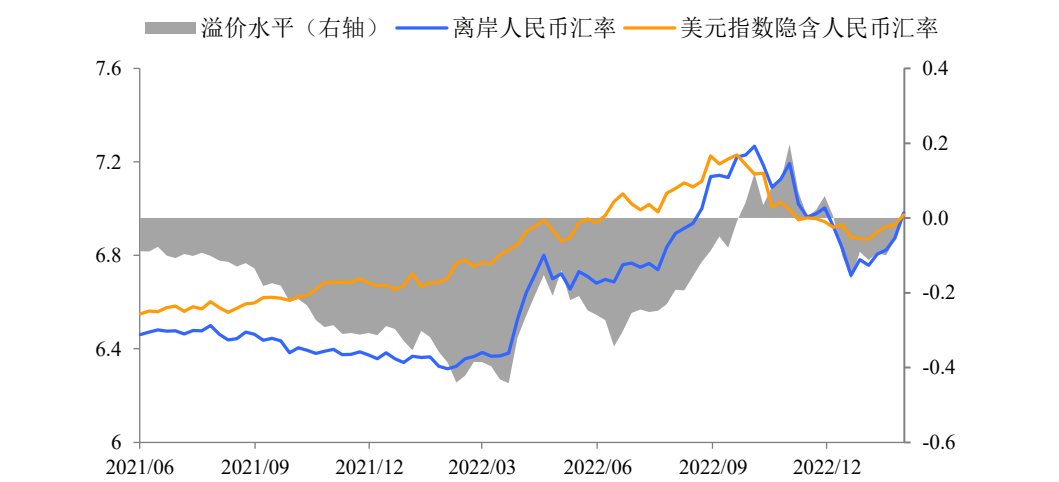
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图7: 港股和离岸人民币汇率



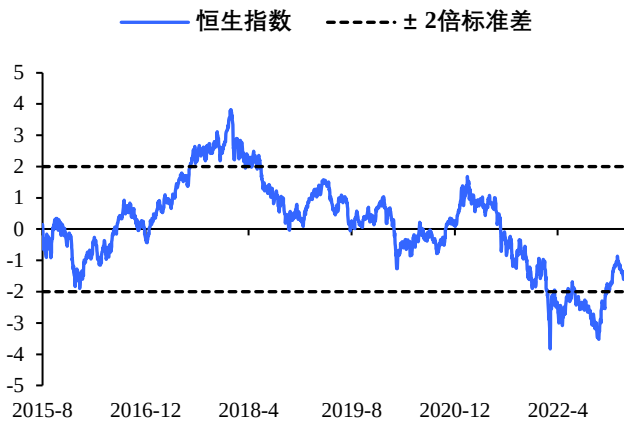
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图8: 人民币汇率的定价逐步回归美元基准



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图9: 恒生指数标准化后的行情



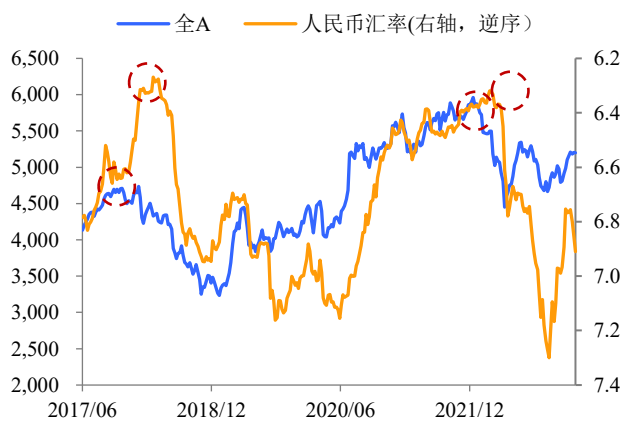
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图10: 离岸人民币汇率标准化后的行情



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

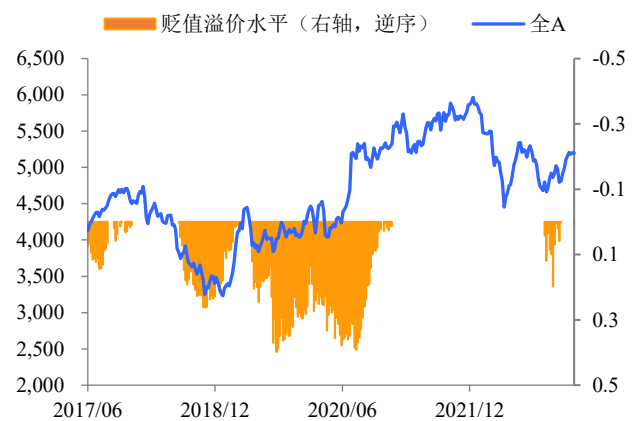
图11: 人民币和 A 股的走势一致, 拐点不一致



注: 全 A 指的是 Wind 全 A 指数。

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图12: 当前人民币汇率的贬值尚未对 A 股形成额外的拖累



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52668

