

经济有望呈现“内强外弱”，人民币汇率有望升值

广州金控期货 程小勇

年初至今，人民币汇率波动相对平稳，逆转了去年 1-10 月的贬值趋势，其中美元兑人民币汇率在 7.1169~7.2314 这个区间窄幅波动。从汇率的影响因素来看，海外经济出现温和走弱的特征，但由于通胀的反复，美联储降息预期有所降温，降息时间延后，国际资本流动性相对温和；国内经济复苏不及预期，但政策非常积极，国际收支相对平稳，且通胀有所反弹降低了投资者对国内通缩的担忧。展望后市，随着国内财政政策发力，基建、大规模设备更新、耐用品依旧换新和动城中村改造等项目落地，国内经济复苏动能会增强，而美国经济减速叠加货币转向宽松，人民币汇率有望出现阶段性升值的走势。

美国货币转向只是延后而非缺席

从经济增长动能来看，美国经济在一季度延续去年降温的势头。尽管 3 月 6 日美联储主席鲍威尔国会证词表示劳动力市场依然紧张，没有理由认为近期内有衰退的风险，但是从各项经济指标来看美国经济在降温。

从经济景气度来看，3 月花旗美国经济意外指数从 2 月明显下行，截止 3 月 18 日降至 23 点，此前在 2 月一度反弹至 47.7%。消费方面，2 月美国零售销售环比增长 0.6%，但是 2 月非农部门薪资环比增速放缓至 0.1%，意味着 3 月美国零售销售大概率会减速。美国制造业走弱更为明显，3 月纽约联储制造业商业活动指数下滑至 -20.9%。且美国制造业还处于去库存阶段，1 月美国制造业存货同比下降 0.5%，这是自去年 10 月以来连续第四个月负增长。贸易商同样在去库存，其中零售商库存同比增速下滑至 5%，去年同期高达 10%；批发商库存自去年 8 月以来持续负增长，1 月同比增速仅有 -2.5%。

虽然具有粘性的服务业通胀、仍然很高的名义工资增长以及全球运输成本飙升带来的核心商品通胀上行风险，会使美联储对首次降息相当谨慎，但是美国经济减速意味着美联储未来必然会实施货币宽松。3 月 6 日，美联储主席鲍威尔在国会证词中表示，今年降息将取决于经济发展方向，美联储的确预计今年会降息，而在降息前，希望看到更多数据。

美联储在二季度可能会结束缩表。美联储证券持有量会影响经济中可用的现金量，即美联储的购入行为会将资金注入银行，然后银行以准备金的形式持有这些资金。当准备金充足时，货币市场利率稳定，由美联储支付的准备金利率支撑。当准备金变得过度匮乏时，银行为了争夺现金而陷入混乱，货币市场利率攀升并变得不稳定。为了提前防止美元流动性风险，美联储很大可能在 6 月减少机构抵押贷款支持证券（MBS）的持仓的同时增持短期国债，让美联储持有资产的久期缩短。

中国经济复苏力度会加大

2024 年 1-2 月经济数据显示中国经济复苏还是相对温和。制造业方面，2 月份，制造业采购经理指数（PMI）为 49.1%，比上月下降 0.1 个百分点。2 月，生产指数为 49.8%，比上月下降 1.5 个百分点，表明制造业生产活动有所放缓。新订单指数为 49.0%，与上月持平，仍低于临界点，表明制造业市场需求较上月有所下降。

1-2 月出口有所好转，但是进口增速相对疲软，反应内需弱于外需。以美元计价，中国 1-2 月出口金额同比增长 7.1%，好于 2023 年的 -4.7%；而出口金额同比增速仅有 3.5%，虽然较 2023 年进口金额 -5.5% 的增速改善，但是依旧远低于出口金额的增速。2 月出口改善主要是机电产品出口大幅增长，其中家电出口同比增速达到 52.5%。

信贷和社融同样表明资金需求在 1-2 月没有爆发性增长。央行公布的数据显示，截止 2 月末，人民币贷款余额 243.96 万亿元，同比增长 10.1%，增速较 1 月末放缓 0.3 个百分点；社会融资规模累计同比增速回落至 9%，较 2023 年全年下滑 0.5 个百分点。此外，1-2 月人民币贷款增加 6.37 万亿元，较去年同期少增 3600 亿元，其中居民部门贷款同比少增 6000

亿元左右，这表面地产依旧疲软。

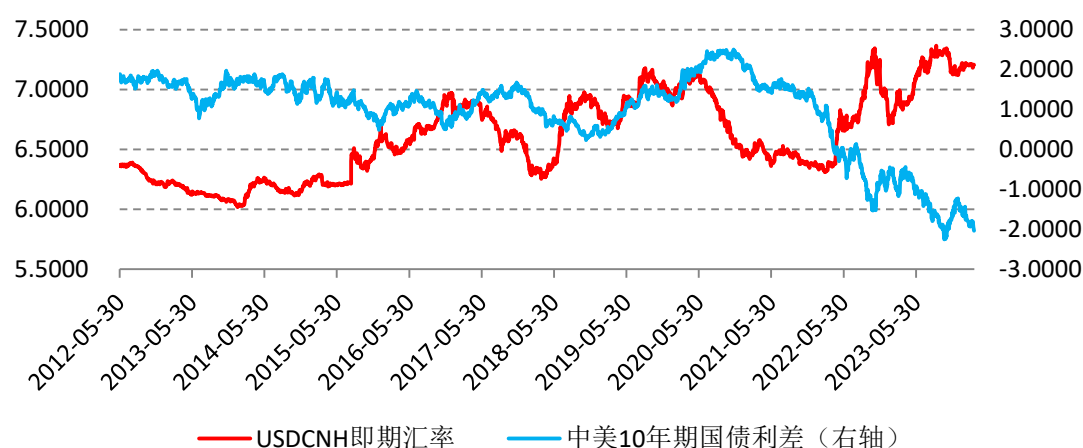
投资在 1-2 月略有加速，但增速还处于低位。1—2 月份，全国固定资产投资同比增长 4.2%，增速比 2023 年全年加快 1.2 个百分点。其中，制造业投资增长 9.4%，增速加快 2.9 个百分点；基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）增长 6.3%，增速加快 0.4 个百分点。与此同时，民间投资增速回升至 0.4%，逆转了 2023 年负增长的疲软。

国际收支平衡支撑人民币汇率

均衡汇率是在一定时期内，使国际收支保持均衡，而不引起国际储备额变动的一种汇率。2023 年 12 月，我国官方外汇储备 32379.77 亿美元，再次攀升 3.2 万亿美元上方，环比增加 661.7 亿美元。我国外汇储备环比上行，国际收支平衡仍是政策核心考量。即国家外汇政策重点在于防范外资大规模流出，对国内经济和金融市场构成较为严重的冲击。

2024 年全国外汇管理工作会议指出，加强宏观审慎管理和预期引导，完善跨境资金流动监测预警和响应机制，坚决对顺周期、单边行为进行纠偏，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，维护国际收支基本平衡。2023 年美联储转向，中美利差收敛给人民币升值提供了驱动力。

图为离岸人民币汇率和中美 10 年期国债利差走势对比



综上所述，海外美国经济减速意味着美联储未来必然会实施货币宽松，只不过 2 月美国通胀出现反复，导致美联储降息时间延后，但结束缩表可能性逐步增加。国内经济复苏会在二季度加速，且国际收支平衡和中美国债利差收敛，人民币汇率未来有望走出一波升值的趋势。

投资者可以运用芝商所旗下的 美元兑离岸人民币期货合约 (产品代码: CNH)来对冲风险和捕捉交易机会。美元兑离岸人民币期货合约以现金结算，为市场参与者提供灵活、安全的对冲工具，有效管理人民币风险敞口和降低人民币融资成本。