

# 宏观与金融研究

中国民生银行研究院

2023年5月11日

温彬 民生银行首席经济学家  
民生银行研究院院长  
王静文 中国宏观经济研究  
张丽云 货币政策与流动性研究  
应习文 国际宏观经济研究  
孙莹 财政政策研究  
李鑫 外汇商品研究  
杨美超 外资外贸研究  
韩思达 资产配置研究

## 【专题研究】

### 加息预期主导汇市，“欧鹰美鸽”仍将延续 ——外汇市场回顾与展望（2023年5月）

#### 【内容摘要】

2023年4月份，美联储加息预期持续降温而降息预期不断增强，美元指数延续硅谷银行破产以来的震荡下行趋势，全月下跌1.76%。其他主要非美货币涨跌互现：由于市场预期欧元区 and 英国在加息方面相较美国会偏鹰，在美元走弱下欧元、英镑均明显上行；4月YCC调整预期再度落空，日元进一步走贬；国内经济复苏偏弱，人民币略有下行。

展望后市，美联储加息或已到达终点，美元指数后市大概率偏弱运行；欧元区和英国相对较鹰的货币政策短期仍可持续，这或支撑欧元和英镑二季度继续偏强运行；6月份日本货币政策调整预期有可能会再次落空，日元或仍有贬值空间；外部压力减轻以及国内经济修复共促人民币汇率平稳运行。

联系人：孙莹

电话：010-58560666-6473

邮件：sunying16@cmbc.com.cn

# 加息预期主导汇市，“欧鹰美鸽”仍将延续

## ——外汇市场回顾与展望（2023年5月）

温彬 李鑫

4月份美元指数窄幅波动、偏弱运行，主要非美货币涨跌互现。展望后市，美联储加息或已到达终点，美元指数后市大概率偏弱运行；欧元区和英国相对较鹰的货币政策短期仍可持续，这或支撑欧元和英镑二季度继续偏强运行；6月份日本货币政策调整预期有可能会再次落空，日元或仍有贬值空间；外部压力减轻以及国内经济修复共促人民币汇率平稳运行。

### 一、2023年4月外汇市场概览

2023年4月份，美元指数窄幅波动、偏弱运行，主要非美货币涨跌互现。美联储加息预期持续降温而降息预期不断增强，美元指数延续硅谷银行破产以来的震荡下行趋势，全月下跌1.76%。其他主要非美货币涨跌互现：由于市场预期欧元区和英国在加息方面相较美国会偏鹰，在美元走弱下欧元、英镑均明显上行；4月YCC调整预期再度落空，日元进一步走贬。

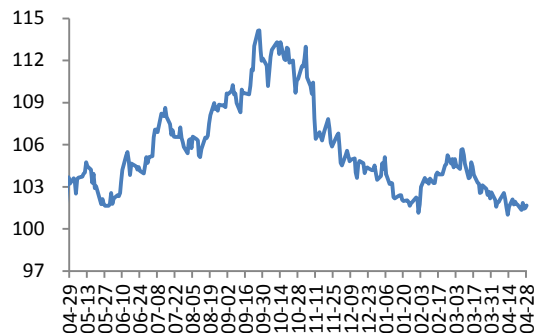
表 1：2023年4月部分币种汇率变化

主要汇率	2023/4/28 汇价	2023/3/31 汇价	4月汇价变动	年内汇价变动
美元指数	101.6645	102.5970	-0.91%	-1.76%
欧元兑美元	1.1019	1.0841	1.63%	2.94%
英镑兑美元	1.2562	1.2330	1.88%	3.86%

美元兑日元	136.3295	132.8130	2.65%	3.97%
美元兑人民币	6.9284	6.8713	0.83%	-0.33%

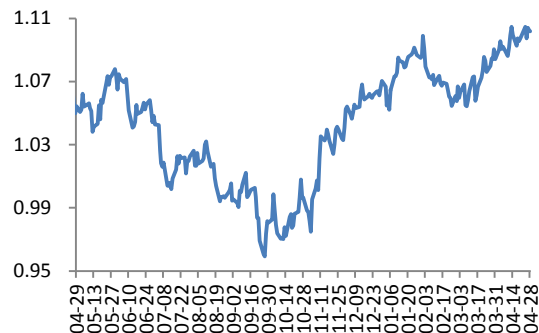
资料来源：Wind

图 1：美元指数近一年走势



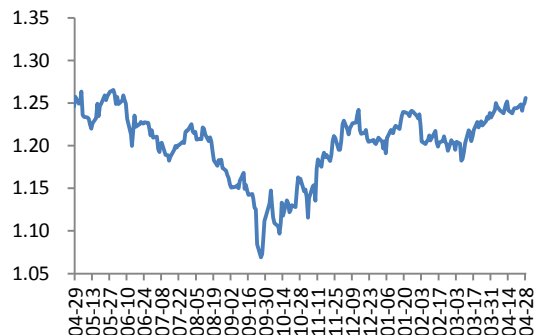
资料来源：Wind

图 2：欧元对美元汇率近一年走势



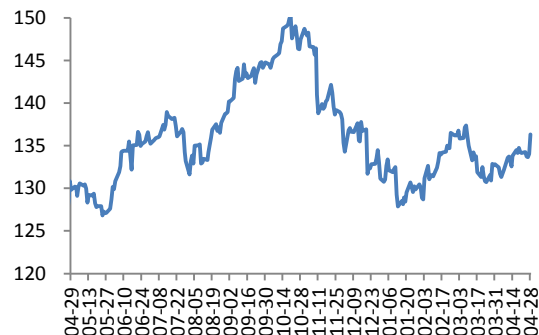
资料来源：Wind

图 3：英镑兑美元汇率近一年走势



资料来源：Wind

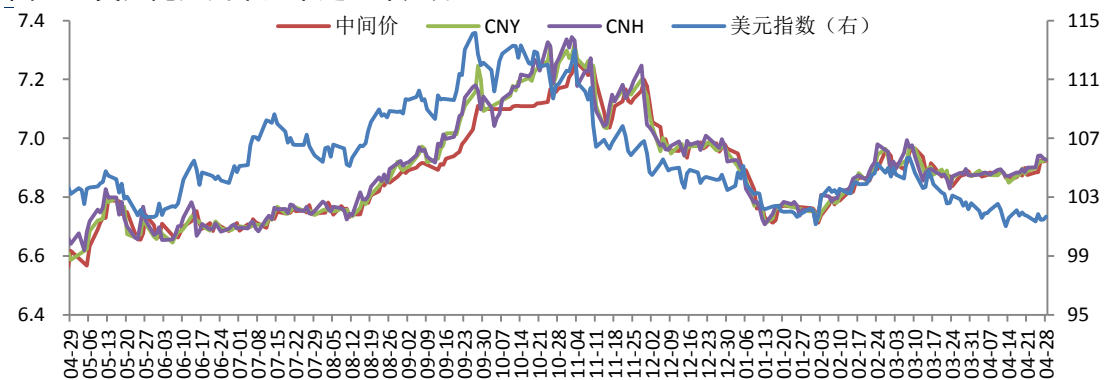
图 4：美元兑日元汇率近一年走势



资料来源：Wind

人民币汇率有所下行。4月以来，尽管美元窄幅波动，但由于国内经济复苏偏弱，人民币仍略有下行。截至4月末，美元兑人民币汇率收于 6.9284，人民币对美元较上月末下跌 0.76%。

图 5：美元兑人民币汇率近一年走势



资料来源：Wind

## 二、预期反转下美指延续震荡下行走势，加息或达终点 后市仍偏弱

加息预期减弱、降息预期升温，美元指数继续震荡下行。在硅谷银行事件爆发后，市场对美联储加息的预期发生较大转变，下半年降息预期不断增强，目前市场预期首次降息或出现在 9 月，由此造成美元指数 4 月份延续震荡下行走势。五一期间，较硅谷银行、签名银行资产规模更大的第一共和银行被接管，原因为存款外流超预期，这表明美国银行业动荡局面可能仍未真正结束。尽管美联储声明表示美国银行体系健康和富有韧性，但在美联储持续加息下，美国金融机构流动性却已普遍承压，未来若美联储仍继续连续加息，不排除类似的银行倒闭情况再次出现。从经济数据来看，尽管美国通胀压力依然较大，且就业保持强劲，但 CPI 同比增速仍在持续下降，核心 PCE 同比增速也重回下降轨道，通胀压力有所缓解。就业方面，失业率依然很低，4 月份已降至 3.4%，不过职位空缺数和职位空缺率仍在持续下降。此外，今年第一季度美国实际 GDP 按年率计算增长 1.1%，显著低于去年第四季度的 2.6%，也低于市场预期，表明美联储连续加息确实已在给美国经济踩“刹车”。

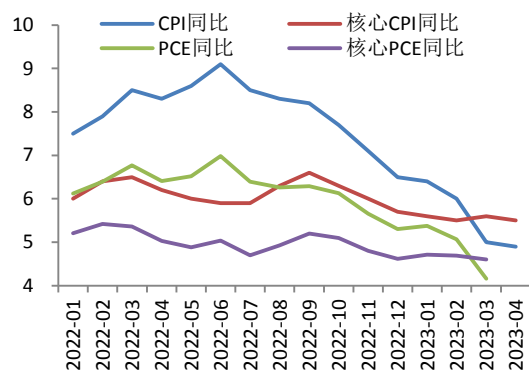
表 2：第一共和银行危机事件历程

时间	主要事件
3 月 10 日	硅谷银行宣布破产。
3 月 11 日	第一共和银行遭遇挤兑。
3 月 12 日	美联储和摩根大通宣布向第一共和银行提供 700 亿美元的流动性额度。
3 月 16 日	美国银行、花旗、摩根大通等 11 家大型银行向第一共和银行注入 300 亿美元存款。 第一共和银行宣布暂停普通股股息发放。

3月24日	第一共和银行股价从3月8日的115美元/每股跌至12.36美元/每股。
4月6日	第一共和银行宣布暂停支付非累积优先股股息、第二季度将裁员20%-25%等。
4月24日	第一共和银行2023年一季度财报显示，存款超预期流失。
4月28日	第一共和银行股价较4月24日暴跌72%，总市值较2月初缩水98%，再次加剧挤兑。
5月1日	美国加利福尼亚州金融保护和创新部宣布关闭第一共和银行，由FDIC接管，同时FDIC宣布接受摩根大通对第一共和银行的要约收购。

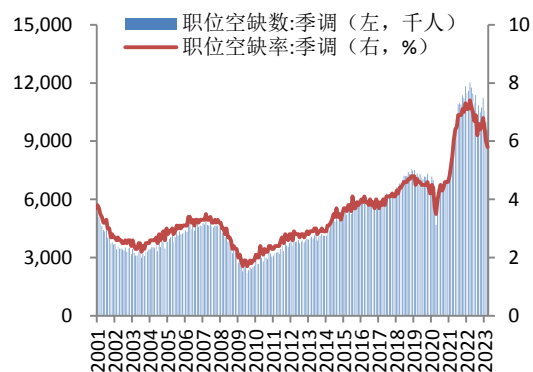
资料来源：民生银行研究院

图 6：美国 CPI、PCE 物价指数走势（%）



资料来源：Wind

图 7：美国职位空缺数和职位空缺率



资料来源：Wind

美联储加息或已到达终点，美元后市或将偏弱运行。此前在通胀十分顽固的情况下，美联储公布的利率预期中值不断上修，但3月份点阵图显示的利率预期中值5.1%与去年12月份相比并无变化，这对市场来说或许是美联储确认加息终点的信号之一。此外，5月议息会议声明删除了“一些额外的政策收紧可能是合适的”和“形成足够限制性的货币政策立场”措辞，令外界猜测这可能是暂停加息的信号。尽管美联储后续加息路径仍存不确定性，但综合研判，5%-5.25%的目标区间大概率是本轮加息的基准利率终点。历史上看，从美联储最后一次加息到确认停止加息之间，美元指数大概率是会下行，叠加近期全球“去美元化”相关舆论密集发酵，二季度美元指数总体或将偏弱运行。

表 3：历次美联储加息尾声至衰退期间各币种上涨概率

阶段	美元	欧元	英镑	日元	人民币
最后两次加息之间	83%	17%	0%	20%	50%
最后一次加息到确认停止加息之间	33%	67%	80%	60%	67%
确认停止加息到开始降息之间	33%	67%	60%	50%	67%
开始降息到确认衰退之间	25%	50%	50%	25%	25%
经济衰退期间	57%	29%	33%	83%	40%

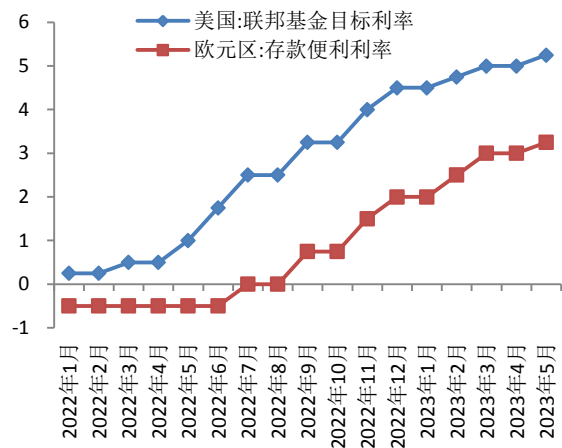
资料来源：招商证券

### 三、“欧鹰美鸽”支撑欧元兑美元升值，二季度仍将延续偏强走势

“欧鹰美鸽”继续支撑欧元走强，但经济增长动力仍显不足。尽管欧央行 5 月放缓加息步伐至 25 个基点，但市场对其后续加息的预期变动并不大，如果按市场一致预期来看，大致后续还会有 50 个基点的加息空间，与市场普遍预计美联储已经加息至顶相比，“欧鹰美鸽”的预期依然存在，这也是 3 月份以来支撑欧元走强的主要原因之一。从欧元区经济复苏情况来看，欧元区制造业与服务业走势分化的局面已然延续，4 月份制造业 PMI 继续下探至 45.8，而服务业 PMI 进一步升至 56.2。从近期公布的 GDP 数据来看，2023 年一季度欧元区 GDP 环比增长 0.1%，较 2022 年四季度提升 0.2 个百分点，但同比增速下降 0.5 个百分点至 1.3%，显示当前欧元区整体经济增长动力仍不足。其中，德国 GDP 环比增长 0%，尽管较 2022 年四季度有所回升，仍未摆脱停滞局面。

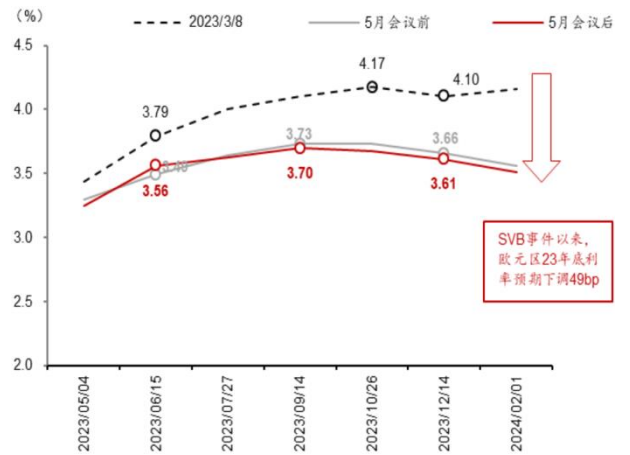


图 8：欧美基准利率走势对比



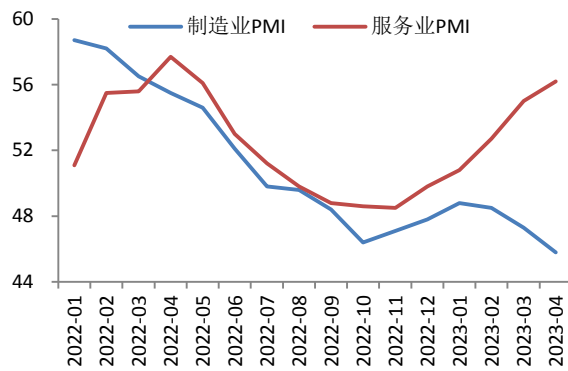
资料来源：Wind

图 9：欧央行存款便利利率的彭博一致预期



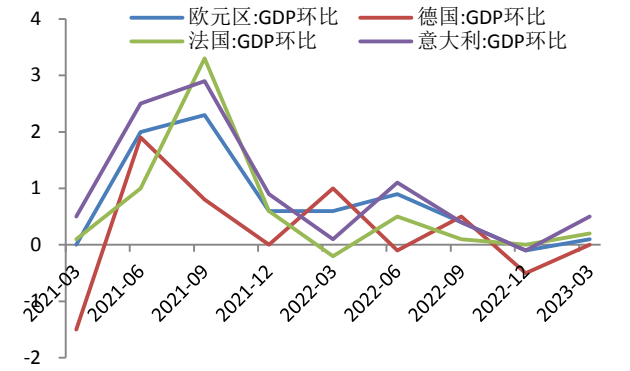
资料来源：华泰证券

图 10：欧元区制造业、服务业 PMI 走势分化 (%)



资料来源：Wind

图 11：欧元区及主要国家 GDP 环比增长情况 (%)

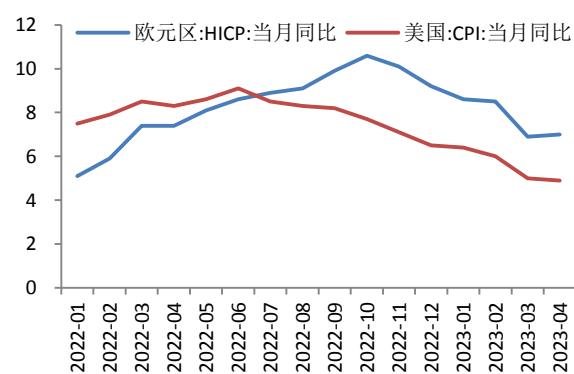


资料来源：Wind

信贷紧缩下“欧鹰美鸽”或不会持续太久，但二季度欧元仍偏强。尽管 4 月份欧元区调和 CPI 同比增速为 7.0%，较 3 月份略有上行，但核心 CPI 同比增速为 5.6%，低于上月的 5.7%，10 个月来首次放缓。当然，即便后续能够印证 4 月确实是欧元区核心 CPI 走势的拐点，那么欧洲核心通胀周期见顶也较美国晚了半年时间，此外欧洲启动加息和通胀见顶均较美国晚 4 个月，这或许意味着无论是从加息周期还是通胀周期来看，“欧鹰美鸽”局面或仍将持续。不过欧洲央行发布的《银行贷款调查》显示，欧元区银行业第一季度信贷标准收紧程度超预期，贷款动能持续减

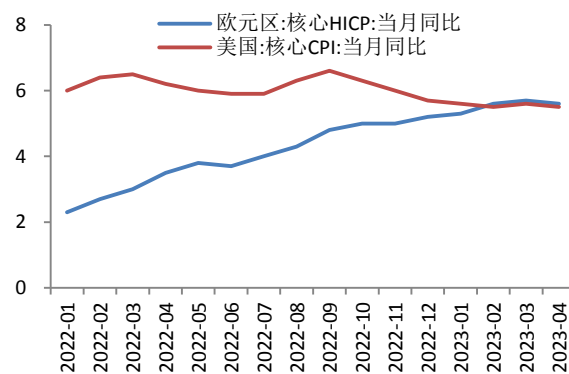
弱。事实上，如果观察信贷周期的话，则欧元区银行业信贷规模从去年 12 月起就已呈收缩态势，而美国银行业信贷明显收缩则始于硅谷银行事件爆发后。由此可见，尽管欧央行的货币政策步伐尽管滞后于美联储，但在紧缩货币的实际效力发挥方面似乎还要领先于美联储，此外，6 月份以后 TLTRO（长期再融资工具）将会大量到期，可能会进一步压缩欧元区信贷环境。故政策上的“欧鹰美鸽”或许不会持续太久。此外，欧洲金融稳定性未来可能也会面临挑战：一方面，下半年将是意大利、西班牙、葡萄牙、希腊等国的债务集中偿还期，主权债务风险不容忽视；另一方面，波兰、匈牙利、捷克、罗马尼亚等国银行流动资产构成都是以国债和地方政府债务为主（占比分别为 90%，84%、81%和 79%），加息背景下都有可能面临不同程度的减值风险。故综合来看，货币政策“欧鹰美鸽”可能会支撑欧元兑美元二季度继续偏强运行，但也不宜对欧元有过强期待，全年来看欧元兑美元升值空间或有限。

图 12：欧洲通胀见顶比美国晚 4 个月（%）



资料来源：Wind

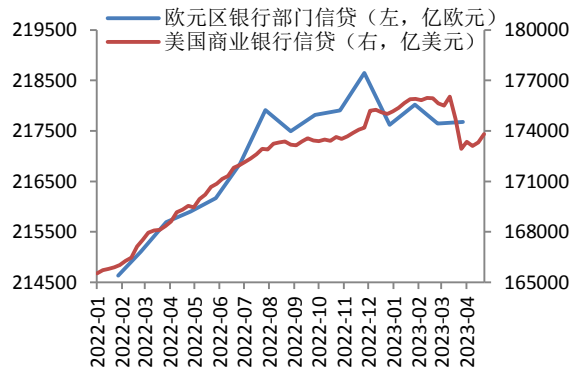
图 13：欧洲核心通胀见顶或比美国晚半年（%）



资料来源：Wind

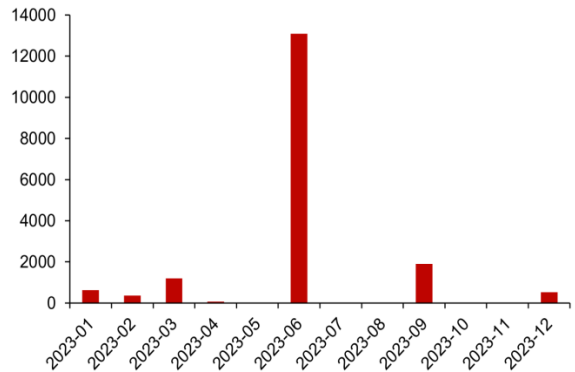


图 14：欧元区银行信贷见顶早于美国



资料来源：Wind

图 15：欧洲 TLTRO 到期规模分布（亿欧元）

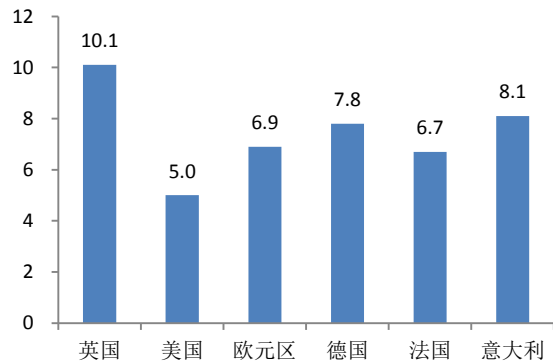


资料来源：Wind

## 四、高通胀、强加息预期推动英镑上涨，较鹰货币政策短期可持续

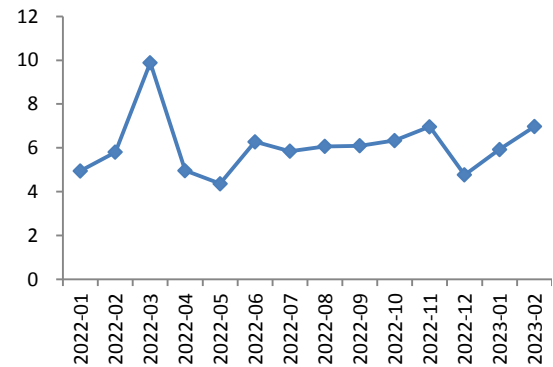
高通胀与强加息预期推动英镑上涨。与欧元区类似，较强的加息预期推动英镑兑美元 4 月份继续走升，且英镑兑欧元也有所升值。英国 3 月 CPI 同比增速尽管有所下降，但仍保持在两位数水平，同比上涨 10.1%，涨幅较 2 月的 10.4% 有所回落，但仍高于市场预期；核心 CPI 同比增速为 6.2%，与 2 月份持平。此外，英国薪资水平仍在快速上涨，价格-工资螺旋上升的风险不容忽视。可以说，在主要发达经济体中，英国通胀粘性最强。由于 3 月通胀未见明显缓解，市场也在重新评估英国央行加息节奏。相比于美联储和欧央行，目前市场对英国央行未来加息的预期要更强，这也造成英镑近期相对美元和欧元要更为强势。

图 16：各国 3 月 CPI 同比增速比较 (%)



资料来源：Wind

图 17：英国周薪同比增速未现趋势性下行 (%)

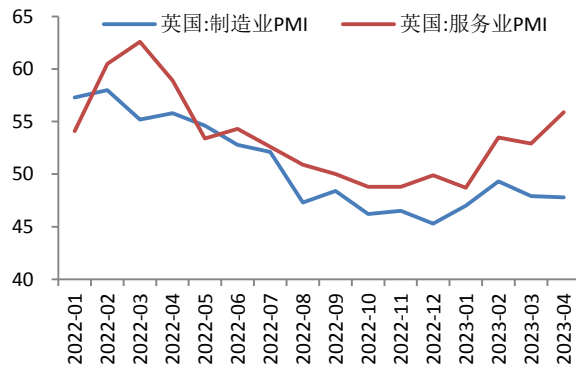


资料来源：Wind

景气度回升但经济增长仍偏弱，较鹰货币政策短期可持续。

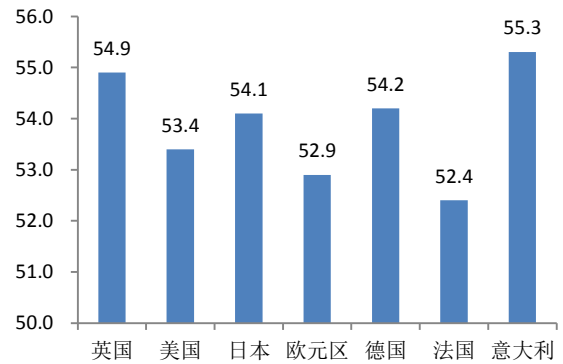
从一些主要的景气调查来看，英国 4 月制造业 PMI 为 47.8，尽管较 3 月份略有下行，但远高于预期的 46.6；服务业 PMI 则大幅上行至 55.9，并带动综合 PMI 大幅升高至 54.9，在各主要发达经济体中处于较高水平。英国 4 月 GFK 消费者信心指数为 -30，较 3 月份继续回升。此外，英国 4 月 Nationwide 房价指数环比涨 0.5%，为 2022 年 8 月以来首次录得正直。诸多指标向好也对英镑有所提振。不过仍要看到英国经济的下行压力其实并不小，尽管去年四季度 GDP 环比转正避免了陷入技术性衰退，但从 3 个月滚动 GDP 环比来看，2 月份也就 0.1%，仍处于零增长边缘。如果后续通胀迟迟不降，则更多的加息必然会进一步加剧经济衰退的压力。故与欧元情况类似，英国央行较鹰派的货币政策可能会在二季度继续支撑英镑兑美元上涨，甚至英镑兑欧元可能也会偏强，但全年来看英镑兑美元升值空间或有限。

图 18：英国制造业、服务业 PMI 走势 (%)



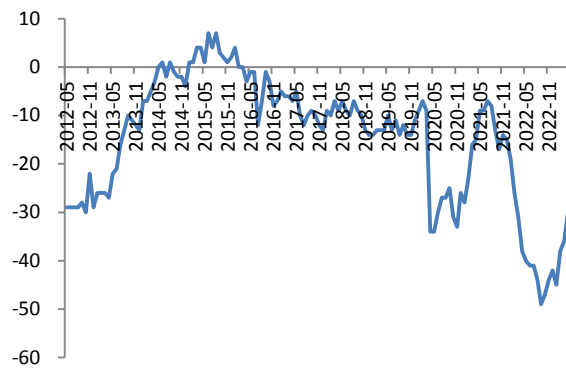
资料来源：Wind

图 19：各国 4 月综合 PMI 比较 (%)



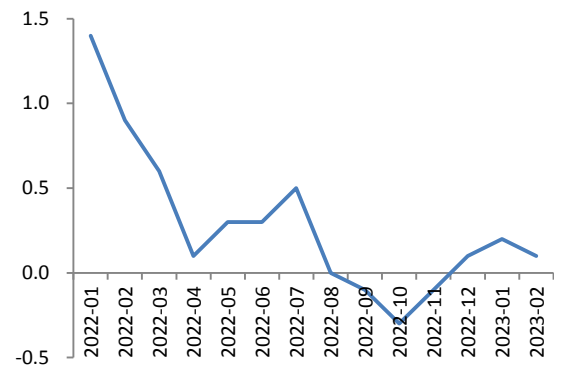
资料来源：Wind

图 20：英国 GFK 消费者信心指数继续回升



资料来源：Wind

图 21：3 个月滚动 GDP 环比在 0 附近徘徊 (%)



资料来源：Wind

## 五、YCC 调整预期落空日元走贬，货币政策正常化可期但短期难改

YCC 调整预期落空，日元再度走贬。欧美银行业危机降温，日元走势的主导因素再次从避险转向日本央行货币政策。尽管植田和男在 2 月下旬接受国会问询以及 4 月中旬就职记者会的两次公开表态上，均表示维持当前货币政策是合适的，但市场仍对日本央行新任行长主持的首次货币政策会议存在一些期待。因此，4 月利率决议宣布继续坚持超宽松货币政策，对收益率曲线控制政策不做任何改变，令市场对日本央行短期内将调整货币政策的

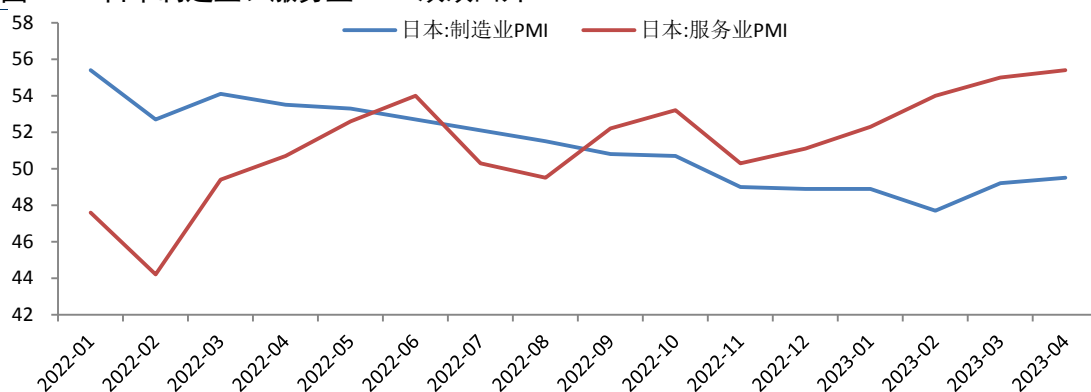
预期落空。虽然日本央行取消了将利率保持在“当前或更低水平”的承诺，并表示将“对货币政策进行广泛的审查”，但这仍然无法满足人们对日本央行立即改变政策立场的预期，日元因此加速贬值。此外，尽管日本制造业、服务业 PMI 均在回升，但日本央行在 4 月议息会议上仍将 2023 财年的 GDP 增长预测由前值 1.7% 下调至 1.4%，表明经济增长仍存在不确定性。

表 4：日本央行 4 月利率决议重点内容

分类	主要内容
利率	一致通过将基准利率维持在历史低点-0.1%、将10年期国债收益率目标维持在0%附近的决定；取消对基准利率的前瞻性指引。
经济	工资上涨有利于达成通胀目标，2023财年价格风险偏向上行；日本经济不确定性极高，经济增长速度可能在预测期末前放缓。2023财年实际GDP中值预测为1.4%，1月份预测为1.7%。
政策	日本经济不确定性极高，在必要情况下日本央行将继续实施量化质化宽松(QQE)和收益率曲线控制(YCC)，旨在达到维持价格目标稳定。
金融	需要对外汇市场给予足够关注。需要密切关注金融、外汇市场走势及其对日本经济和物价的影响。

资料来源：华鑫证券

图 22：日本制造业、服务业 PMI 双双回升

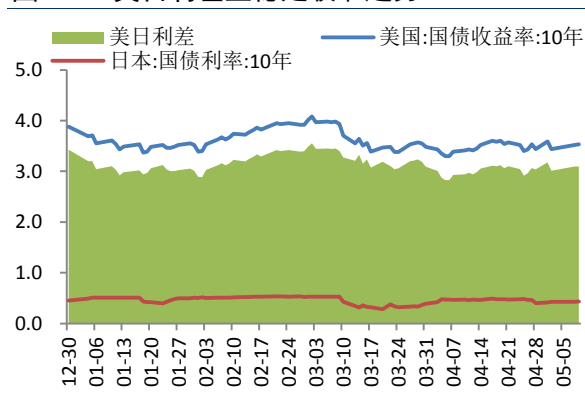


资料来源：Wind

货币政策正常化可期，但短期政策调整预期或再次落空。今年以来，美日利差总体保持稳定且略有收窄，随着美联储大概率结束加息，美债利率大幅上行的可能将进一步下降，美日利差有望进一步回落，未来日元的贬值压力也相应将有所减弱。更重要的是，日本货币政策正常化的可能性也在加大。虽然日本 3 月

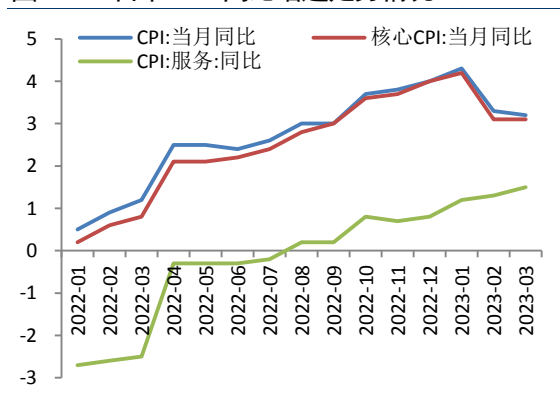
CPI 同比增速略降至 3.2%，但核心 CPI 增速维持 3.1% 不变，同时服务 CPI 同比增速继续上行至 1.5%；叠加本轮春斗达成的近 3.8% 的提薪比例，已经突破此前日央行认为的理想工资增速阈值，日本通胀趋势已进一步接近货币政策正常化的条件。日本央行在 4 月发布的经济活动和物价展望中也将 2023 财年 CPI 同比增速进一步由 1.6% 上调至 1.8%。日本央行将对货币政策展开全面评估，这或也可视为未来调整货币政策的信号之一，不过植田和男在 4 月议息会议上明确指出，只有当通胀趋势稳定在 2%，日本央行才会考虑退出 YCC。目前市场对日本央行在 6 月会议上有所动作仍抱有一定的期待，比如再次上调 YCC 波动区间，不过随着美日利差带来的压力减弱，同时货币政策评估刚刚启动，综合来看 6 月份日本货币政策调整预期有可能会再次落空，故二季度日元或仍贬值空间，但全年来看日元或不会大幅贬值。此外，国际上包括银行业风险、衰退风险、地缘风险等依然存在，日元的避险属性仍有发挥空间，全年来看日元或将宽幅震荡。

图 23：美日利差呈稳定收窄趋势（%）



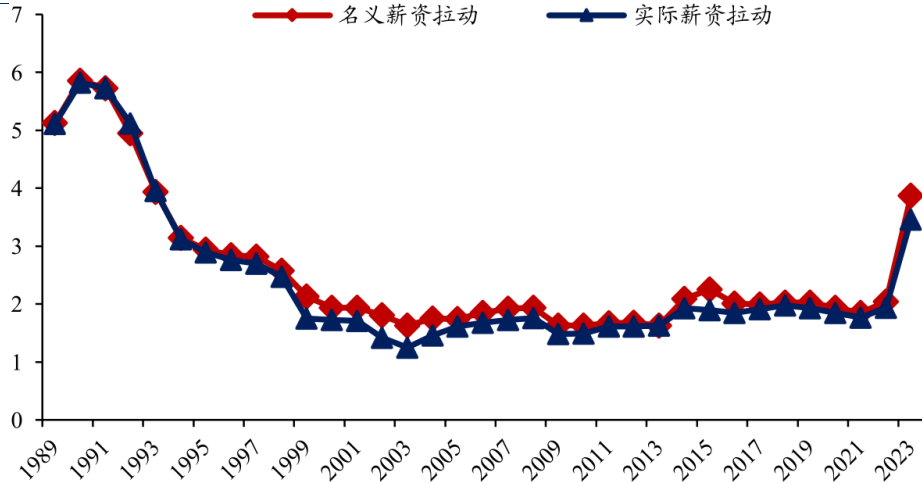
资料来源：Wind

图 24：日本 CPI 同比增速走势情况（%）



资料来源：Wind

图 25：本轮春斗预计将带来 3.8%的薪资增速



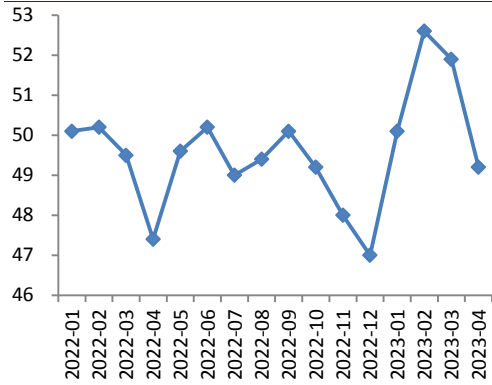
资料来源：浙商证券

## 六、经济冷热不均下人民币略走弱，外部压力减轻后市将平稳运行

经济弱复苏下人民币汇率双向波动略有下行。尽管 IMF 和世界银行均大幅上调了中国今年增长预期，但从前四个月来看，国内经济总体仍呈弱复苏格局，制造业 PMI 在连续三个月处于景气区间后，4 月份又回落至荣枯线下。同时，冷热不均现象依然存在，其中房建和消费仍有较大修复空间。房地产开发投资完成额累计同比依然为负，国房景气指数今年前三月尽管有所回升，但依然处于低位水平；从消费恢复领域看，出行类消费快速修复，但汽车、通讯器材、家电等耐用品消费表现仍较弱。3 月以来出口增速转正且大幅回升，货物贸易的银行代客涉外收付款顺差也维持高位水平，但由于结汇率偏低而售汇率偏高，银行代客结售汇仍出现较大幅逆差，故尽管出口数据表现强劲，但人民币仍偏弱运行。

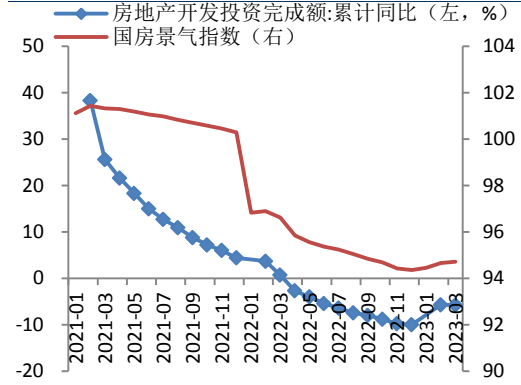


图 26: 制造业 PMI 走势 (%)



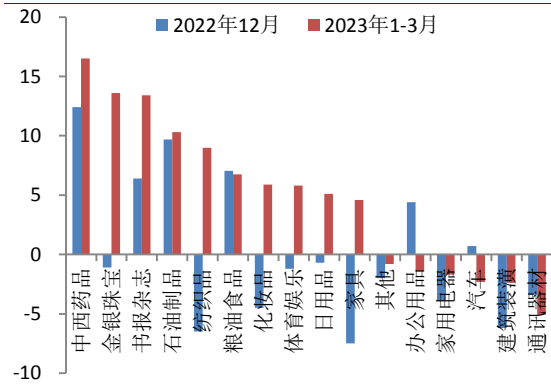
资料来源: Wind

图 27: 房地产开发投资和国房景气指数



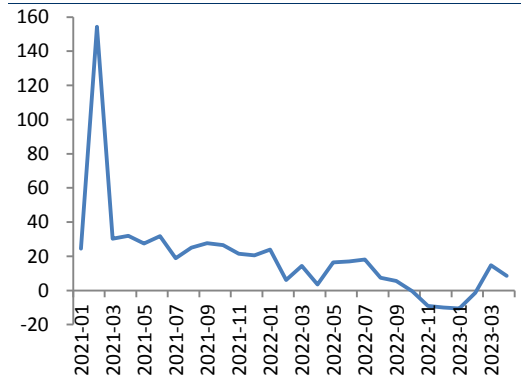
资料来源: Wind

图 28: 各类商品限额以上零售当月同比 (%)



资料来源: Wind

图 29: 出口金额当月同比 (%，以美元计)



资料来源: Wind

外部压力减轻+国内经济修复共促人民币汇率平稳运行。从外部看，美联储加息已近尾声，美元持续升值动能减弱，美债收益率处于下行通道，中美利差稳定收敛，人民币面临的外部贬值压力将会明显减轻。国内来看，尽管存在冷热不均现象，但总体而言今年以来我国经济还是呈现温和复苏态势，生产端工业用电量稳中有升，消费端餐饮收入、人流、物流等指标纷纷回升，线下消费呈复苏态势。外部压力减轻叠加国内经济修复，共同为人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定奠定了良好的基础。总体来看，今年以来美元兑人民币汇率走势与美元指数走势大体趋同，CFETS 人民币汇率指数始终围绕 100 窄幅波动。展望后市，

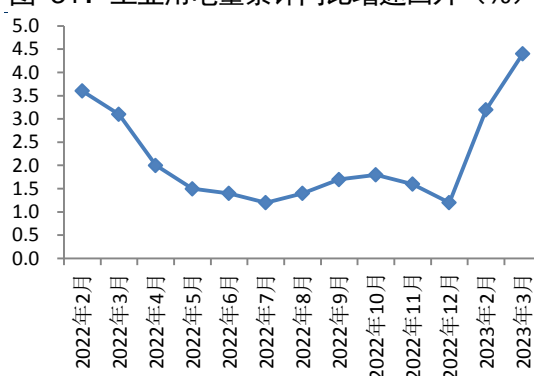
在经济弱复苏格局下，短期内人民币汇率仍将以双向波动为主。不过中长期看，人民币国际化加快推进以及海外银行业风险持续暴露或令国内资产一定程度上发挥“避风港”作用。综合来看，二季度人民币汇率将依然呈现平稳双向波动的运行格局，全年或将小幅走升。

图 30：中美利差呈稳定收敛态势（%）



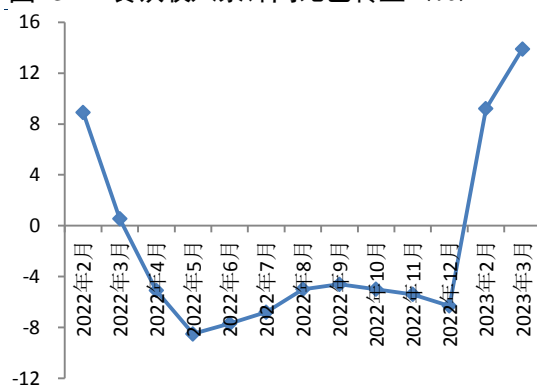
资料来源：Wind

图 31：工业用电量累计同比增速回升（%）



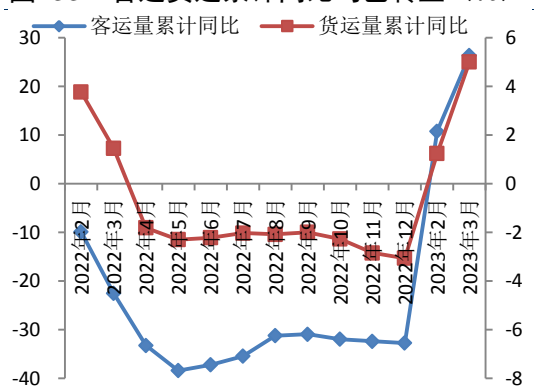
资料来源：Wind

图 32：餐饮收入累计同比已转正（%）



资料来源：Wind

图 33：客运货运累计同比均已转正（%）



资料来源：Wind

## 近期研究成果

1. 4月LPR报价继续“按兵不动”，降息空间进一步收窄（2023年4月20日）
2. 对当前经济形势的几个判断（2023年4月30日）
3. 控通胀仍是主要政策目标，本轮加息或已到达终点——美联储5月议息会议点评（2023年5月4日）
4. 地方债发行规模环比大降（2023年5月5日）
5. 季度展望之一：内生动力有待增强——二季度中国经济形势展望（2023年5月6日）
6. 5.5国常会有哪些新关切（2023年5月6日）
7. 季度展望之二：旧趋势的尾声与新趋势的序曲——全球经济形势展望（2023年5月7日）
8. 季度展望之三：二季度信贷、金融市场运行展望及大类资产配置策略（2023年5月9日）
9. 近期出口保持韧性的原因与未来展望——4月外贸数据点评（2023年5月10日）
10. 4月物价为何继续走弱（2023年5月11日）
11. 从GDP平减指数研判是否通缩（2023年5月11日）

### 声明

本报告所采用的基础数据和信息均来自市场公开信息，所载的资料、数据、意见及预测结果仅反映发布本报告当时的情况，相应数据资料可能随时间被修正、调整或更新。

本报告知识产权归中国民生银行所有，任何对报告内容进行的复制、转载，均需注明来源，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

本报告中的所有信息仅供研究讨论或参考之用，所表述的意见并不构成对任何人、任何机构的投资或政策决策。

如对报告有任何意见或建议，欢迎发送邮件至：[yjy@cmbc.com.cn](mailto:yjy@cmbc.com.cn)

欢迎扫描二维码加入中国民生银行研究院公众账号“民银研究”（见右图）

