

宏观年报

2022 年 12 月 11 日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

市场在汇率形成中起决定性作用有望进一步体现

——2023 年人民币汇率展望

前言：

笔者在 2022 年的汇率年度报告《均衡稳定有基础，双向波动更显著——2022 年人民币汇率展望》中指出：“展望 2022 年，人民币汇率的稳定性和坚挺性可能面临挑战，但是，如果从全面和综合的角度进行考察，这些挑战不必过度解读，人民币汇率依旧有望在合理均衡水平上保持相对稳定，并在增强汇率弹性的基础上保持双向波动的基本格局。当然，人民币汇率的市场化和人民币的国际化进程将不会停滞，甚至有望加快，但这一过程必然是一个曲折的过程，不会一帆风顺。”在 2022 年下半年的半年度汇率报告中又指出：“下半年，影响人民币汇率回调的因素依旧存在，人民币兑美元汇率总体存在着易跌难涨的基本格局，情况比去年底我们所作的分析更加明显。但在有管理的浮动体系下，但这一贬值压力总体是可控的。央行可能容忍有序贬值，以发挥汇率的调节作用，为了防范系统性风险，央行最为关注的汇率在短期内急跌。从贬值的极限区间看，我们不认为 7 元是极限位置，7 元只是个心理卡位，极限位置和关注点可能还在 7.2 元。”

而从实际情况看，2022 年因为受到疫情反复对经济造成的冲击影响，以及受到俄罗斯和乌克兰之间发生的军事冲突等导致的国际政治和经济变化，人民币汇率的稳定性受到的挑战远远高于笔者的预期。

正文:

一、2022 年人民币汇率走势的五个阶段说明了什么？

图1、2：年内人民币兑美元走势



数据来源：Wind、银河期货

纵观 2022 年人民币汇率的走势，我们大致可以细分为五个阶段。

第一个阶段：三月下旬前的上升阶段：在这个阶段，人民币汇率受到 2021 年积累的巨额未结汇额等因素的推动，而构成结汇拥挤效应一路上行。3 月 1 日，人民币在岸价格曾经上摸 6.3048 元。

图3：月度未结汇额与汇率走势



数据来源：央行、Wind、银河期货

第二个阶段：三月下旬后的人民币年内第一波贬值阶段：但是进入三月中下旬后，人民币汇率在高位出现了剧烈的放量震荡，笔者一直认为 6.3 元是央行隐含目标管理区的上限，因此，在 3 月 19 日撰写了《人民币在高位震荡说明了什么？》，准确的预测了人民币汇率的凌厉上升攻势可能已经到头，人民币汇率短期可能见顶部。随着疫情在上海等地的肆虐，市场对经济增长预期的减弱，人民币出现了 2022 年第一波下跌，直到 5 月 13 日探底到 6.8150 的地点。期间，央行采取提升商业银行外汇存款准备金等稳定汇率的措施。

第三阶段：五月后人民币汇率相对平稳阶段 受到 429 中央政治局会议精神的鼓舞，同时，中中央果断出台了稳定经济大盘的措施，对经济增长的预期有明显好转，6 月的经济数据也有明显好转，人民币汇率趋于稳定，进入了平盘整理的阶段。在 8 月初，尽管佩罗西窜访台湾，导致中美关系紧张，但是，人民币汇率依旧保持了一定的稳定，并没有受到中美关系恶化的明显影响。

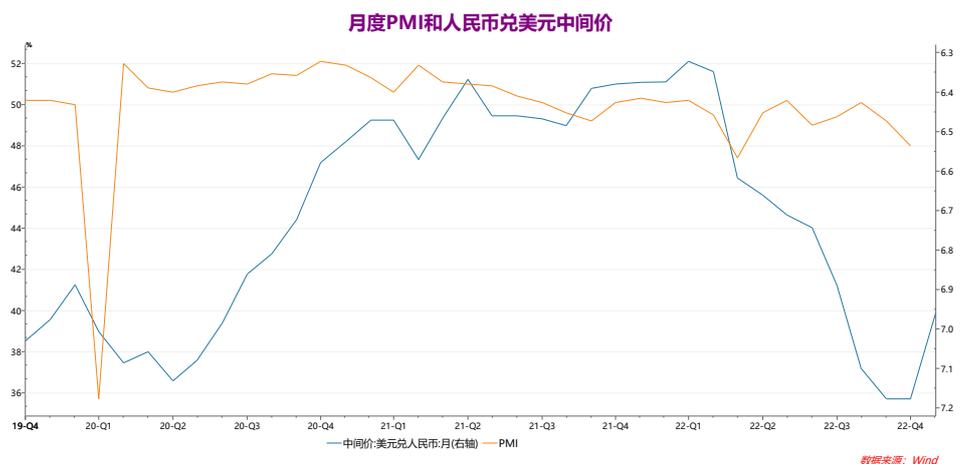
第四阶段：八月下旬后的人民币年内第二波贬值阶段： 8 月中旬后，一方面受到 7 月经济数据反复的影响，说明稳定经济基础的大盘并不牢固，另一方面，疫情在全国再度加剧，导致进入了年内第二波贬值。笔者在 9 月 22 日撰写了《蛇还会出洞不？》一文，明确指出 7 元仅仅是心理关口，7.2 元才是重要观察点位，但不是铁底。果然，汇率直逼 7.2 元的央行隐含汇率目标区的下限，并在国庆节跌破 7.2 元，探低到了 7.328 元，央行在国庆前对人民币空头发出了警告，称将用市场和政府的手段，双管齐下维持人民币汇率的基本稳定，并在 10 月组织了 2 次大反攻，但空方力量依旧强大。期间，值得关注的是在 11 月 1 日，人民币中间价定在了 7.2 元以下，报 7.2081 元，这是空前的，尽管历史上人民币的在岸价和离岸价下探到过 7.2 元。需要指出的，央行在关键点位对空方的打击，没有采取前 2 次的阵地战而在 7.2 元死守，而是诱敌深入，然后进行反击。期间，央行还悄悄地启用了逆周期因子，采取了包括将金融机构和境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25、提升商业银行外汇存款准备金、将银行远期售汇保证金从 0% 上调到 20% 在内的间接调控措施。

第五阶段：人民币汇率的大幅反弹阶段： 11 月底，受到以前毒性减弱，对政策防控松绑措施的影响，市场预期再度改善，人民币汇率出现了强势反弹，收复了 7 元的心理关口。

温故而知新。回顾和分析人民币在 2022 年的走势特征，有利于我们把握人民币汇率在 2023 年的走势及其特征。通过如上分析，我们不难揭示出以下特点。

首先，人民币汇率和经济增长及其预期紧密相关。2022 年的两次大跌均和经济数据反复、稳固经济大盘的基础不稳和预期转差有着密切的关系。在这方面，我们用 PMI 数据就可以基本刻画这一特征。

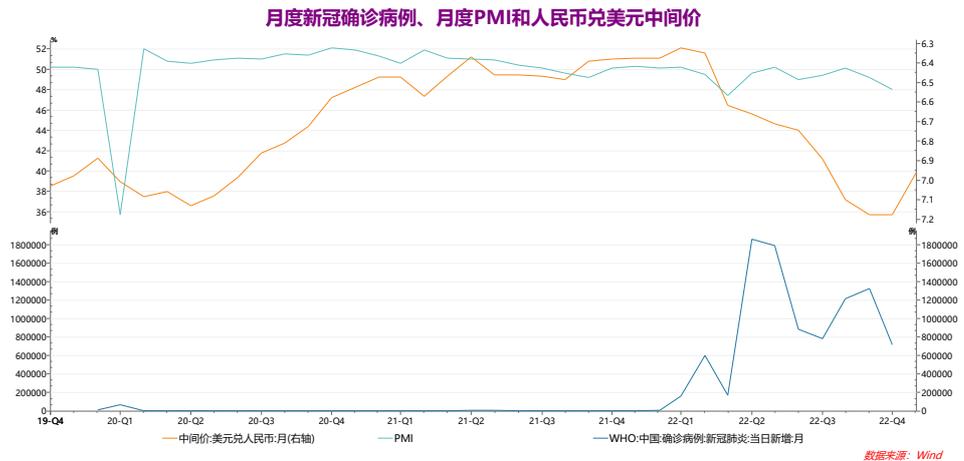
图4：月度PMI和人民币兑美元中间价



数据来源：Wind、银河期货

而在经济预期的背后，2022 年受到最大的影响因素是疫情问题。如下图所示，疫情的演变和经济增长预期存在明显的线性关系，因此，也和汇率存在着明显的线性关系。

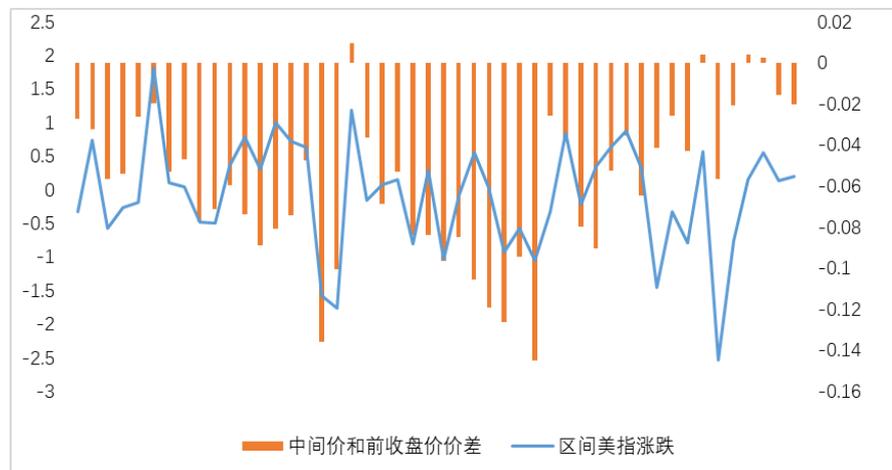
图5：月度新增病例、PMI和人民币兑美元中间价



数据来源：央行、Wind、银河期货

第三，2022年的人民币走势，在有管理的浮动体系下，人民币汇率存在着一个隐含的目标管理区，这个目标管理区在6.3元和7.2元之间。对此，本人在2018年一系列汇率分析文章中反复提到了这一点。同时，在有管理的浮动体系下，央行主要通过间接手段和改变中间价计算方法（即重启逆周期因子）及口头警告对汇率进行管理，无论从外汇储备和外汇占款数据看，均没有出现2015年、2016年对外汇市场的直接干预。

图6：区间美指波动下的中间价和前日下午收盘价价差（9/6-11/18）：央行重启逆周期因子



数据来源：央行、Wind、银河期货

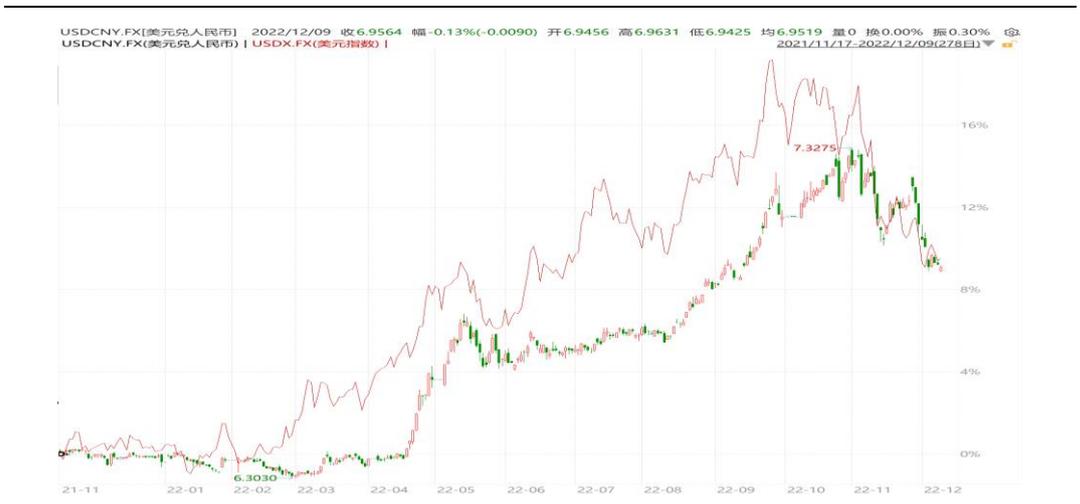
表1：区间美指波动下的中间价和前日下午收盘价价差（9/6-11/18）：央行重启逆周期因子

2020年以来减缓升值的间接措施	今年以来稳定汇率的部分间接措施
将银行远期售汇保证金从20%下调到0	将银行远期售汇保证金从0%上调到20%
逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响	事实上改变了中间价的制定规则
将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25下调至1	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25
将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由0.3上调至0.5	未调整
将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25下调至1	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1下调至1.25
提升商业银行外汇存款准备金从5%到9%（分2次完成）	提升商业银行外汇存款准备金从9%到6%（分2次完成）

数据来源：央行、Wind、银河期货

第四，美元在人民币汇率中的影响正如笔者在先前一系列文章分析的那样是间接的，而不是直接的。其间接影响是通过中间价的管理实现的，尽管，美元指数的涨跌会对人民币汇率的波动起到推波助澜的顺周期作用。如在2022年的第五阶段，美元指数的调整对人民币汇率的反弹起到的一定的推动作用，在第二阶段和第四阶段前期，美元指数上升也对人民币汇率的回落又起到了帮推作用，但是在第一、三阶段美元指数尽管大幅上涨，但人民币汇率相对平稳，而在第四阶段的后期，美元指数的回落并没有阻挡人民币的跌势。总体来看，人民币兑美元汇率和美元指数并不存在线性关系。

图7：美元指数与人民币兑美元在岸价比较

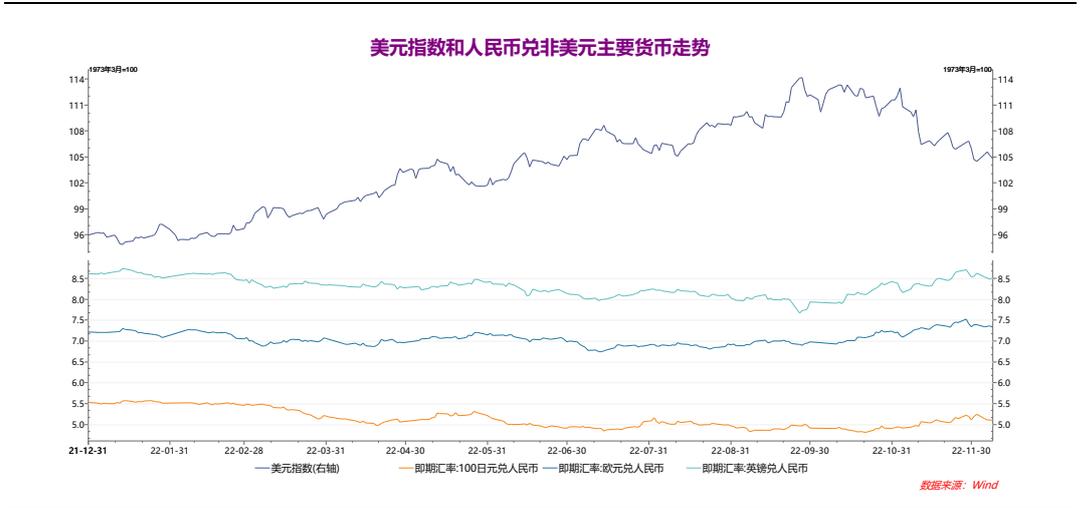


数据来源：Wind、银河期货

第五，人民币兑美元汇率在2022年总体回落，但兑欧元、日元、英镑等汇率在10月底前总体上升，在10月底后随着美元指数汇率而转跌。这进一步说明人民币作为不可兑换货币是盯住美元、即和美元保持相对稳定关系参与国际浮动的，即美元指数上涨，人民币跟着兑非美元货币也出现上涨，反之则反然。对此，笔者在先前有关汇率分析的系列文章中有个多次分析。

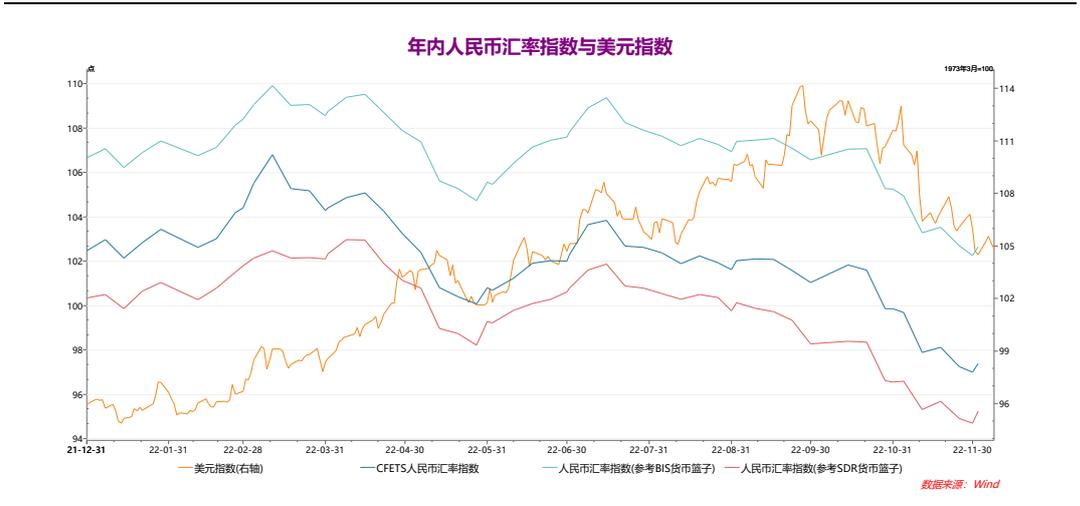
人民币汇率指数也印证了这一点，10 月底后因为美元指数的下跌导致了人民币汇率指数的下跌。

图8：人民币兑非美元主要国际货币走势



数据来源：Wind、银河期货

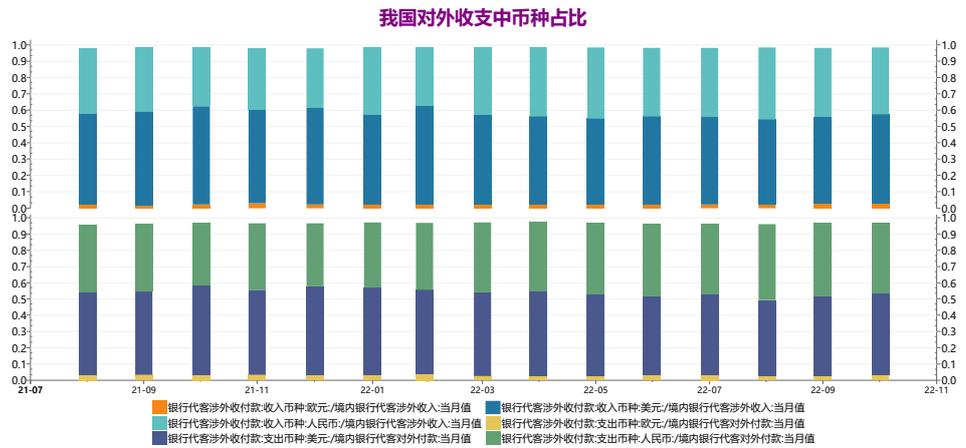
图9：年内人民币汇率指数与美元指数



数据来源：Wind、银河期货

同时，还必须指出的是由于中国外汇交易中心（CFETS）的人民币汇率指数尽管有 24 中货币组成，这 24 种是根据贸易权重而确定的，而实际上，目前，中国的对外贸易主要以美元和人民币进行结算，第三大货币——欧元占比在对外收和支中仅仅分别占到 2%-3%。

图10：我国对外收支中币种占比



数据来源：央行、Wind、银河期货

而且，在外汇交易中心（CFETS）中，主要交易品种是美元，其他货币交易量相当小，有的货币甚至半年无交易量，因此，用人民币汇率指数来衡量汇率稳定的意义并不大。

表2：三季度外汇交易中心外币交易情况

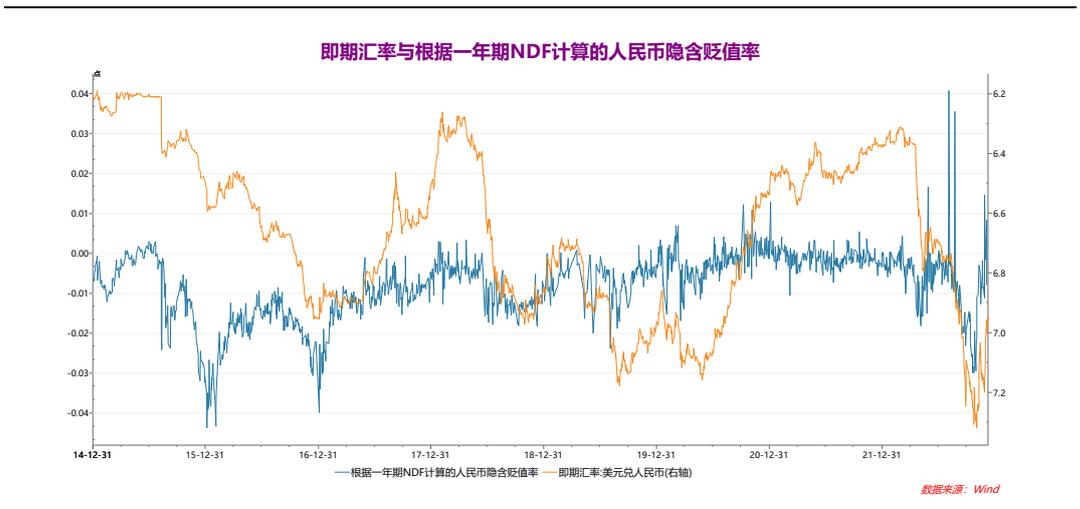
币种	美元	欧元	日元	港元	英镑	澳大利亚元	新西兰元
交易量	178970.06	4346.42	1032.99	782.26	107.89	88.08	35.00
币种	新加坡元	瑞士法郎	加拿大元	马来西亚林吉特	俄罗斯卢布	南非兰特	韩元
交易量	40.08	59.65	97.46	1.77	17.68	0.05	11.09
币种	阿联酋迪拉姆	沙特里亚尔	匈牙利福林	波兰兹罗提	丹麦克朗	瑞典克朗	挪威克朗
交易量	0.81	14.82	0.00	0.28	2.71	4.75	1.34
币种	土耳其里拉	墨西哥比索	泰铢	柬埔寨瑞尔	哈萨克斯坦坚戈	蒙古图格里克	印尼卢比
交易量	0.02	0.00	4.68	0	0.04	0.01	7.39

数据来源：央行、Wind、银河期货

第七，2022年，尽管人民币兑美元出现了比较明显的回落，但是，市场心态总体相比较于2015年和2016年那波贬值相对平稳，以一年期NDF计算的人民币隐含贬值率相对较为有限，尽管本轮即期汇率的波动明显较大。

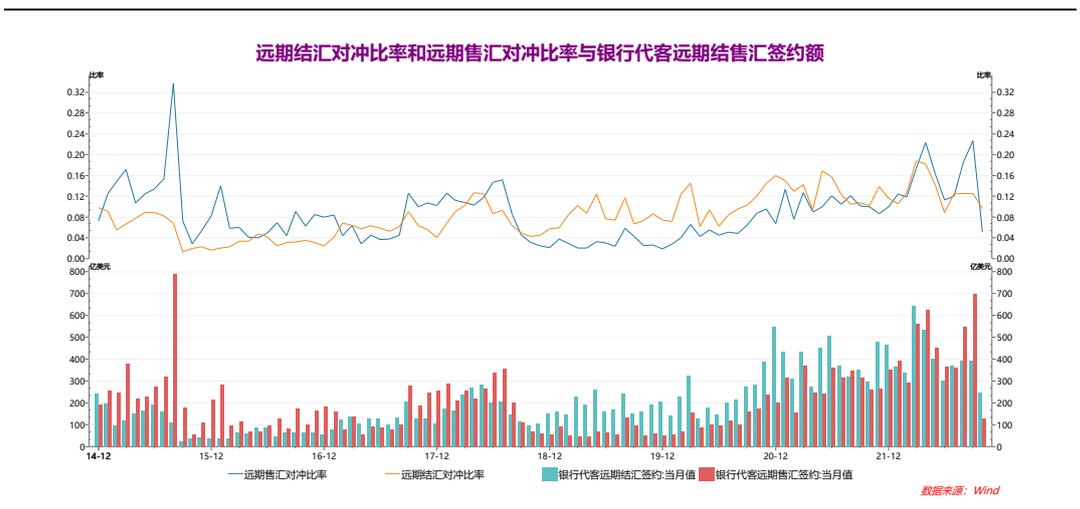
其背后的原因在于风险管理市场的发展。从数据看，近年，远期售汇对冲比率和远期结汇对冲比率总体有所提升。央行也一再要求“汇率中性”。外汇管理局年内公布了《企业汇率风险管理指引》，对企业实现汇率风险管理具有重要的指导意义。

图11：即期汇率与根据一年期NDF计算的人民币隐含贬值率



数据来源：Wind、银河期货

图12：远期结汇对冲比率和远期售汇对冲比率与银行代客远期结售汇签约额



数据来源：央行、Wind、银河期货

第八，和往年不同，美元兑人民币和美元兑港币形成了明显的共震局面，在人民币贬值期间，形成两者之间的汇率波动幅度在75%左右，且波动方向保持一致。从政策传导银行系统外入

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_50090



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn