

总量研究

人民币汇率转向，反弹还是反转？

——光大宏观周报（2022-12-11）

要点

核心观点：10 月美国通胀降温速度明显快于市场预期，市场对美联储加息幅度和终点利率的预期显著回落，叠加国内疫情防控优化和金融政策加码支持房地产领域，推动人民币对美元汇率呈现修复态势。短期来看，美国通胀走势仍然具有较高不确定性，美联储加息预期存在回摆风险，叠加俄乌冲突和能源短缺风险尚未出清，人民币汇率在短期修复后有望维持震荡。展望明年，随着美联储紧缩节奏放缓，叠加国内经济持续复苏，人民币汇率有望修复至 6.8 以内。同时，贸易差额收敛将弱化经常账户盈余，也不宜抱有过度乐观的预期。

人民币对美元汇率自 11 月以来持续修复。2022 年以来，在中美经济和通胀周期错位的推动下，中美货币环境松紧程度迥然相异，进而导致人民币对美元汇率持续大幅贬值。11 月 4 日，美元兑人民币中间价跌至 7.26，年内人民币贬值幅度达 13.80%；但是自 11 月 4 日后，人民币对美元汇率呈现持续修复态势，至 12 月 9 日，中间价已修复至 6.96，期间人民币升值 4.09%。

中美周期错位是驱动人民币对美元汇率贬值的主导因素。今年以来，人民币对美元汇率的两轮贬值均由中美周期分化所主导。2021 年下半年以来，中美经济增速的相对强弱开始呈现逆转态势，美国经济受益于疫情扰动趋弱开始呈现修复态势，而我国经济则在高基数、结构调整以及疫情二次冲击等多重因素的拖累下边际走弱。中美经济和通胀周期的错位导致政策周期持续分化，在美国不断加快货币紧缩节奏的同时，我国则继续维持较为宽松的货币环境，推动了中美利差倒挂和资本流出，进而带动人民币对美元汇率持续贬值。

中美经济政策周期背向而行的态势，正在预期层面出现改善，预期交易能否延续，关键在于数据是否能够持续验证预期。经济和通胀表现迥异，是中美周期相位差持续走阔的主要推手。11 月 10 日，美国劳工部公布的 10 月 CPI 同比增速显示，美国通胀的回落速度明显超出市场预期。随后，期货交易数据显示，市场对美联储的加息预期明显回落，美元指数自 11 月 4 日的 110.78，回落至 12 月 9 日的 104.93。同时，国内持续推进疫情防控优化，以及金融政策加码支持房地产领域复苏，推动中美利差收敛和人民币对美元汇率的修复。

后续通胀数据能否持续验证市场预期，将是人民币对美元汇率能否持续修复的关键。短期来看，一是，美国通胀仍然存在回落不及预期的可能性，并且明年一季度之前，美联储大概率仍将维持加息态势；二是，欧洲能源短缺和俄乌冲突等风险因素尚未出清，美元指数可能受益于避险情绪升温等因素反弹。因而，强美元周期对人民币汇率的压制渐趋缓和但仍将存在，人民币对美元汇率在经过一段时间的修复之后，在明年二季度之前维持震荡的可能性较高。

2023 年，强美元周期对人民币汇率的压制渐趋走弱，国内经济温和复苏支撑汇率修复，人民币汇率有望修复至 6.8 以内。

外部环境来看，随着美国消费者通胀回落的确定性逐步增强，美联储加息路径渐趋明朗并接近尾声，强美元周期对人民币汇率的冲击有望逐步走弱。内部环境来看，疫情反复和房地产行业收缩，对经济增长的冲击正在趋弱，国内经济持续修复也有望对人民币汇率形成支撑。

在两方面因素的共同支撑下，人民币汇率有望逐步修复至 6.8 以内。同时，考虑到全球经济增长放缓带来的需求回落，可能会对我国出口增速形成明显拖累；但国内经济持续修复的背景下，进口增速放缓空间相对有限，贸易差额的收敛将弱化经常账户盈余。因而，也不宜对人民币汇率抱有过度乐观的预期。

风险提示：政策落地不及预期，新冠肺炎本土疫情大范围扩散。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebscn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwh@ebscn.com

相关研报

欧债危机 2.0：市场在担忧什么？——流动性洞见系列十一（2022-11-07）

四季度还会有降准吗？——光大宏观周报（2022-10-23）

美元指数何时有望见顶？——光大宏观周报（2022-09-25）

人民币汇率急贬，未来怎么走？——流动性洞见系列十（2022-09-05）

超常态的资金利率还能维持多久？——流动性洞见系列九（2022-08-18）

LPR 下行空间多少：投资回报率的视角——流动性洞见系列八（2022-06-30）

房地产的涟漪效应：经济增长、融资与就业——流动性洞见系列七（2022-05-24）

中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？——流动性洞见系列六（2022-04-11）

如何宽信用：空间、方向、节奏——流动性洞见系列五（2022-03-31）

区域失衡上篇：资金往哪里流淌——流动性洞见系列四（2022-01-25）

当我们谈及流动性的时候，我们在说什么——流动性洞见系列三（2021-12-23）

人民币汇率见顶了吗？——流动性洞见系列二（2021-12-06）

周期不止，宽松不息——光大宏观周报（2021-12-05）

美国货币政策外溢的三重预期差——流动性洞见系列一（2021-11-21）

为什么我们认为四季度可能会降息？——货币政策前瞻系列四（2021-07-22）

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？——货币政策前瞻系列一（2021-04-22）

目 录

1、人民币汇率的修复可持续吗？	4
1.1、中美经济政策周期的相对态势正在改变	4
1.2、人民币汇率的贬值压力有望逐步缓释	7
2、海外观察	8
2.1、金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期下行	8
2.2、全球市场：全球股市涨跌不一，大宗商品走势分化	9
2.3、央行观察：日欧央行料将维持政策基调	9
2.4、海外政策：欧盟公布第九轮对俄制裁措施	10
3、国内观察	11
3.1、上游：原油价格环比下跌，铜价、铝价环比上涨	11
3.2、中游：水泥价格指数环比下跌，螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	11
3.3、下游：商品房成交面积跌幅收窄，猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
3.4、流动性：货币利率下行，债券利率分化	13
4、下周财经日历	13
5、风险提示	13

图目录

图 1：人民币对美元汇率自 11 月以来持续修复	4
图 2：2022 年以来人民币汇率经历了两段快速贬值期	4
图 3：人民币对多数 CFETS 篮子货币保持强劲态势	4
图 4：中美货币宽松程度的相对态势呈现逆转态势	5
图 5：中美政策周期持续分化	5
图 6：中美资金和国债利差倒挂程度持续加深	6
图 7：2 月以来境外机构持有的中债规模持续减少	6
图 8：美联储加息预期明显回落	6
图 9：11 月中美利差呈现收敛态势	6
图 10：中美消费者通胀相位差有望逐渐收敛	7
图 11：中美经济景气度相位差正在逐步收敛	7
图 12：中美货币政策分化程度有望修复	7
图 13：强美元周期有望转向，进而缓解人民币汇率压力	7
图 14：经济修复有望推动“衰退式”贸易顺差回落	8
图 15：银行结售汇差额对人民币汇率的支撑有望减弱	8
图 16：美国 10 年期国债收益率较上周上行	8
图 17：法德 10 年期国债收益率较上周上行	8
图 18：美国 10 年期和 2 年期国债期限利差震荡上行	9
图 19：美国投资级企业债利差走阔	9
图 20：全球股市涨跌不一	9
图 21：大宗商品价格走势分化	9
图 22：原油价格环比下跌	11
图 23：铜价环比上涨，铝价环比上涨	11
图 24：水泥价格指数环比下跌	12
图 25：螺纹钢价格环比上涨，库存同比下降	12
图 26：商品房成交面积跌幅缩窄	12
图 27：猪价、菜价、水果价格趋势分化	12
图 28：货币市场利率下行	13
图 29：债券市场利率趋势分化	13

表目录

表 1：下周全球经济数据热点	13
----------------------	----

1、人民币汇率的修复可持续吗？

人民币对美元汇率自 11 月以来持续修复。2022 年以来，在中美经济和通胀周期错位的推动下，中美货币环境松紧程度迥然相异，进而导致人民币对美元汇率持续大幅贬值。11 月 4 日，美元兑人民币中间价跌至 7.26，年内人民币贬值幅度达 13.80%；但是自 11 月 4 日后，人民币对美元汇率呈现持续修复态势，至 12 月 9 日，美元兑人民币中间价已修复至 6.96，期间人民币升值 4.09%。那么，驱动人民币贬值的潜在因素是否已经出清，人民币对美元的修复趋势是否具备持续演绎的空间呢？

图 1：人民币对美元汇率自 11 月以来持续修复



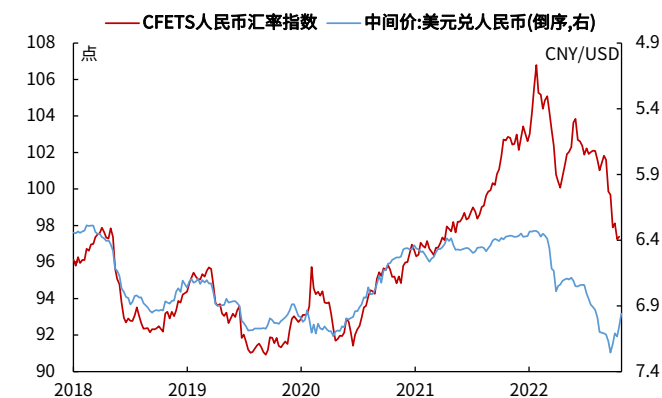
资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 12 月 9 日

1.1、中美经济政策周期的相对态势正在改变

2022 年以来，人民币汇率走势维持分化态势，对美汇率大幅贬值，对欧货币多以震荡为主。以 CFETS 一篮子货币来看，人民币对美元等 4 种货币呈现大幅贬值态势，对欧元等 18 种货币呈现窄幅震荡态势。以 CFETS 货币篮子中权重最大的美元来看，人民币对美元汇率贬值主要发生在两个区间段，一是 3 月 26 日至 5 月 13 日，美元兑人民币中间价跌破 6.7；二是 8 月 15 日至 11 月 4 日，中间价进一步突破 7.2。

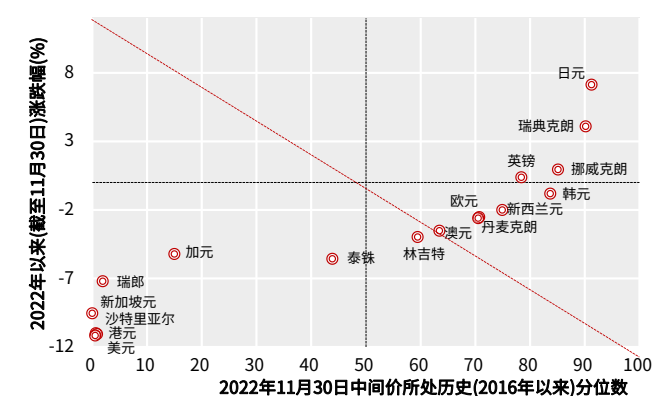
图 2：2022 年以来人民币汇率经历了两段快速贬值期



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 12 月 9 日

图 3：人民币对多数 CFETS 篮子货币保持强劲态势



资料来源：万得，光大证券研究所

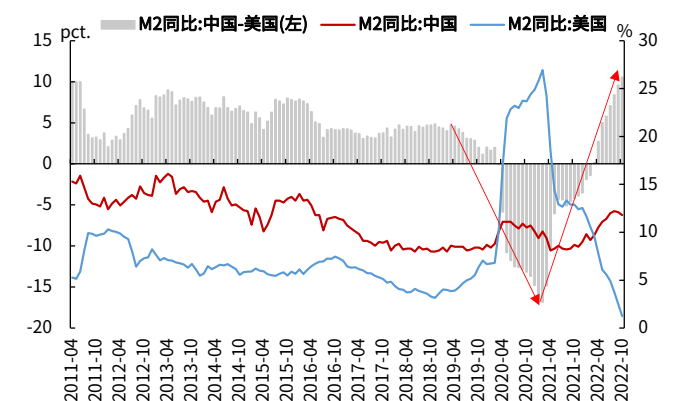
数据截至 2022 年 11 月 30 日

中美周期错位是驱动人民币对美元汇率贬值的主导因素。人民币对美元汇率的两轮贬值均由中美周期分化所主导。2021 年下半年以来，中美经济增速的相对强弱开始呈现逆转态势，美国经济受益于疫情扰动趋弱开始呈现修复态势，而我国经济则在高基数、结构调整以及疫情二次冲击等多重因素的拖累下边际走弱。中美经济和通胀周期的错位导致政策周期持续分化，在美国不断加快货币紧缩节奏的同时，我国则继续维持较为宽松的货币环境，推动了中美利差倒挂和资本流出，进而带动人民币对美元汇率持续贬值。

第一次快速贬值区间(3 月 26 日至 5 月 13 日)：一方面，美国消费品通胀持续超出市场和政策预期，在经济基本面仍然具有韧性的背景下，美联储货币政策紧缩预期持续增强；另一方面，3 月国内疫情再度呈现多点散发的态势，并且疫情的范围和程度均明显超出 2021 年的小规模散发，叠加社融信贷和商品房销售等经济数据边际转弱，国内维持货币宽松的预期的不断增强，央行在 4 月 15 日宣布降准。中美经济和通胀周期的错位导致政策周期错位，催化了中美利差收窄以及资本流出，人民币对美元汇率出现了年内的第一波快速贬值。(详见 2022 年 4 月 11 日发布的《中美利差倒挂，人民币汇率怎么走？》)

第二次快速贬值区间(8 月 15 日至 11 月 4 日)：一方面，美国消费品通胀粘性持续超出市场预期，俄乌危机下能源价格持续处于高位，以及美国用工短缺导致服务通胀高烧不退，进一步加剧了美国消费品通胀回落的不确定性。因而，美联储主席鲍威尔在 8 月 25 日召开的杰克逊霍尔年会上，向市场传递出不惜代价持续收紧货币政策的取向，交易数据显示市场紧缩预期迅速升温。另一方面，8 月以来国内疫情再度呈现散发态势，房企现金流压力不断加剧市场风险，社融信贷等多方面数据显示国内需求呈现出超预期的低迷态势，央行于 8 月 15 日超预期地调降了政策利率，成为人民币对美元汇率再度开启快速贬值的导火索。(详见 2022 年 9 月 5 日发布的《人民币汇率急贬，未来怎么走？》)

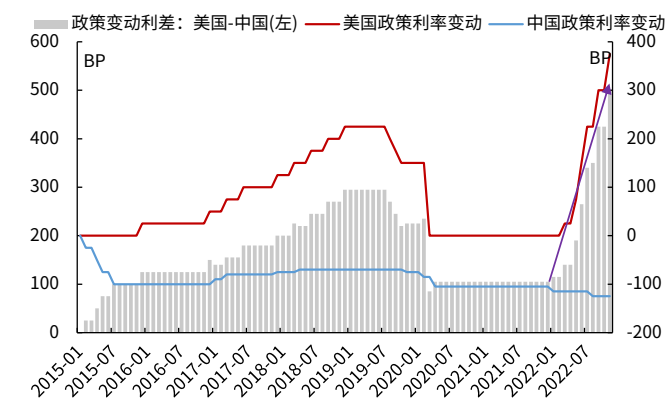
图 4：中美货币宽松程度的相对态势呈现逆转态势



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 10 月

图 5：中美政策周期持续分化

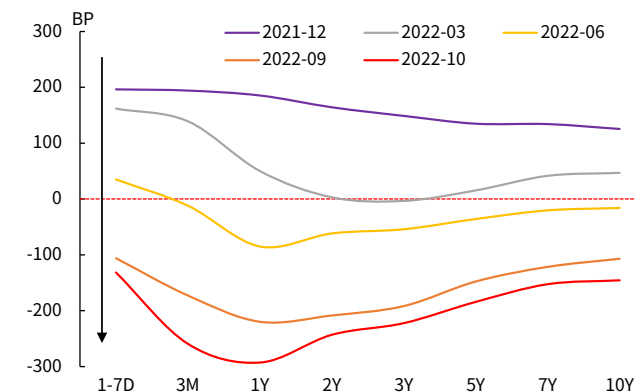


资料来源：万得，光大证券研究所；

数据截至 2022 年 11 月 30 日

数据说明：政策利率变动均是以 2014 年 12 月政策利率为基准，后续政策利率相较于基准的变动幅度。其中，美国政策利率选用的是联邦基金目标利率，中国政策利率在 2016 年之前选用的是 1-3 年贷款基准利率，2016 年及以后选用的是 7 天期逆回购操作利率。

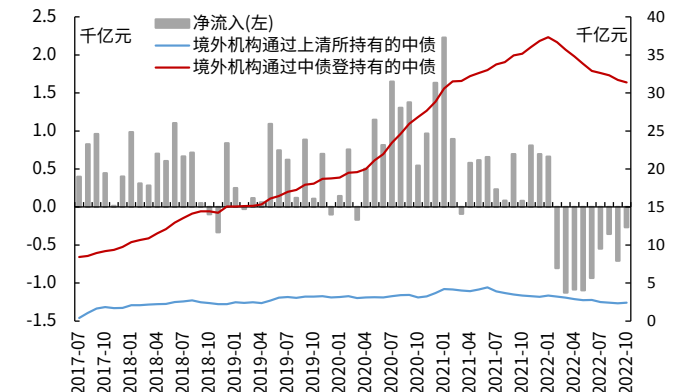
图 6：中美资金和国债利差倒挂程度持续加深



资料来源：万得，光大证券研究所

数据说明：当月最后一个交易日的中美国债利差，数据截至 2022 年 10 月 31 日。

图 7：2 月以来境外机构持有的中债规模持续减少



资料来源：万得，光大证券研究所

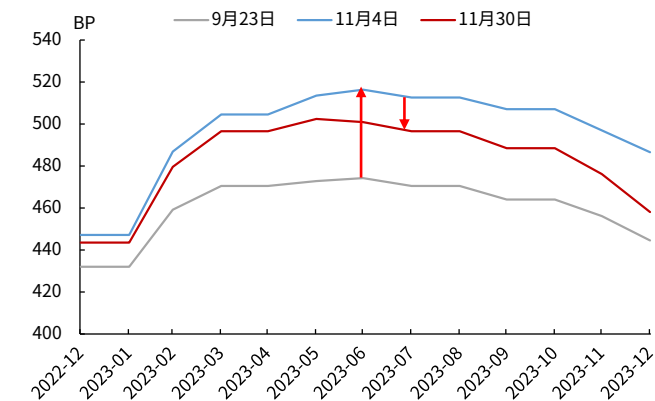
数据截至 2022 年 10 月

中美经济政策周期背向而行的态势，正在预期层面出现改善。经济和通胀表现迥异，是中美周期相位差持续走阔的主要推手。11 月 10 日，美国劳工部公布的 10 月 CPI 同比增速显示，美国通胀的回落速度明显超出市场的预期。随后，期货交易数据显示，市场对美联储的加息预期明显回落，美国十年期国债收益率自 11 月 4 日的 4.17%，回落至 12 月 9 日的 3.57%；美元指数自 11 月 4 日的 110.78，回落至 12 月 9 日的 104.93。同时，国内持续推进疫情防控优化，以及金融政策加码支持房地产领域复苏，进而带动中美利差收敛和人民币对美元汇率的修复。

预期交易能否延续，关键在于数据是否能够持续验证预期。在 10 月美国通胀回落速度超出市场预期后，市场对美国通胀回落确定性变得更加乐观，进而对美联储放缓加息节奏的预期明显改善。但美国食品、能源、住房价格仍然维持较强的韧性，后续通胀数据能否持续验证市场预期，将是人民币对美元汇率能否持续修复的关键。

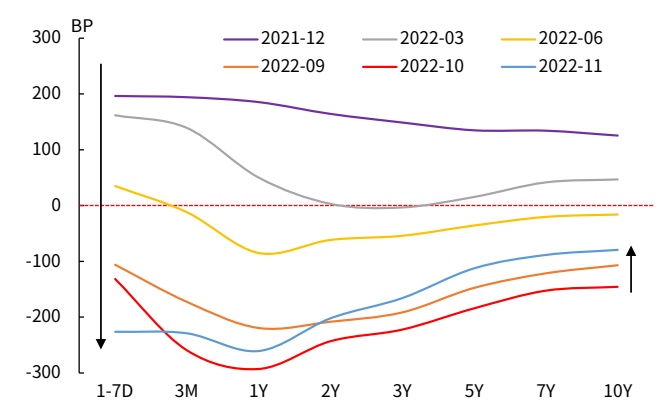
短期来看，一是，美国通胀仍然存在回落不及预期的可能性，并且明年一季度之前，美联储大概率仍将维持加息态势；二是，欧洲能源短缺和俄乌冲突等风险因素还未出清，美元指数可能受益于避险情绪升温等因素反弹。因而，强美元周期对人民币汇率的压制渐趋缓和但仍将存在，人民币对美元汇率在经过一段时间的修复之后，在明年二季度之前维持震荡的可能性较高。

图 8：美联储加息预期明显回落



资料来源：CME，光大证券研究所；图中数据为联邦利率期货隐含联邦利率，数据截至 2022 年 11 月 30 日

图 9：11 月中美利差呈现收敛态势



资料来源：万得，光大证券研究所

数据说明：当月最后一个交易日的中美国债利差，数据截至 2022 年 11 月 30 日。

1.2、人民币汇率的贬值压力有望逐步缓释

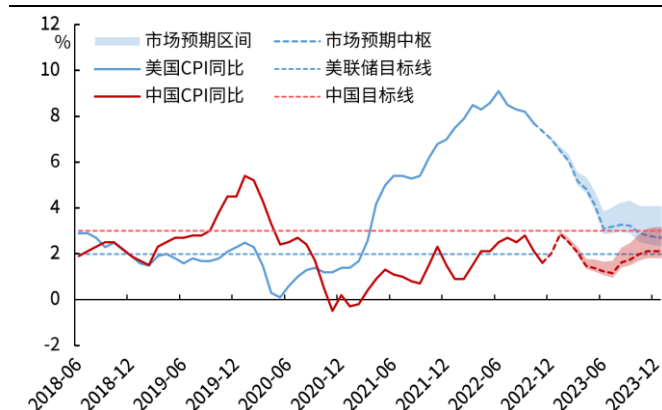
2023 年，强美元周期对人民币汇率的压制渐趋走弱，国内经济温和复苏支撑汇率修复，人民币汇率有望修复至 6.8 以内。同时，贸易差额的收敛将弱化经常账户盈余，也不宜对人民币汇率抱有过度乐观的预期。

外部环境来看，快节奏大幅加息带来的高利率环境，将会持续压抑美国实体经济部门的需求，供需缺口收敛有望推动美国消费者通胀继续降温，随着美国消费者通胀回落的确定性逐步增强，美联储加息路径渐趋明朗并接近尾声，强美元周期对人民币汇率的冲击有望逐步走弱。

内部环境来看，疫情反复和房地产行业收缩，对经济增长的冲击正在趋弱。随着外需对经济增长的贡献逐渐减弱，扩大内需的紧迫性上升将会倒逼宏观政策更加积极，广义财政和结构性货币政策重点支持的基建投资和制造业投资，防疫政策进一步优化，超额储蓄支撑消费需求深度释放，国内经济温和修复也有望对人民币汇率形成支撑。

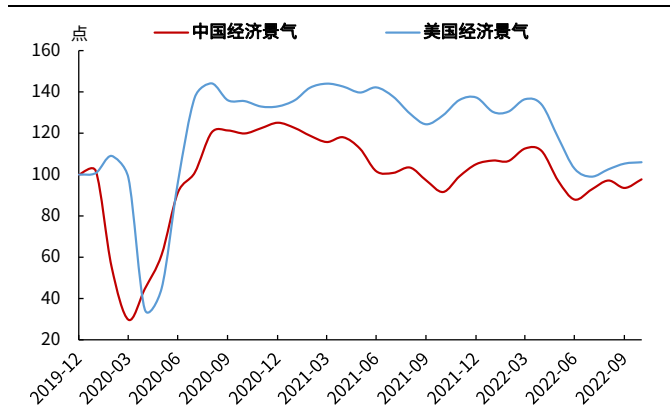
在两方面因素的共同支撑下，人民币汇率有望逐步修复至 6.8 以内。同时，考虑到全球经济增长放缓带来的需求回落，可能会对我国出口增速形成明显拖累；但国内经济持续修复的背景下，进口增速放缓空间相对有限，贸易差额的收敛将弱化经常账户盈余。因而，也不宜对人民币汇率抱有过度乐观的预期。

图 10：中美消费者通胀相位差有望逐渐收敛



资料来源：彭博，万得，光大证券研究所；美国 11 月及后续数据为市场预期，蓝色相关为美国数据；中国 12 月及后续数据为市场预期，红色相关为中国数据。

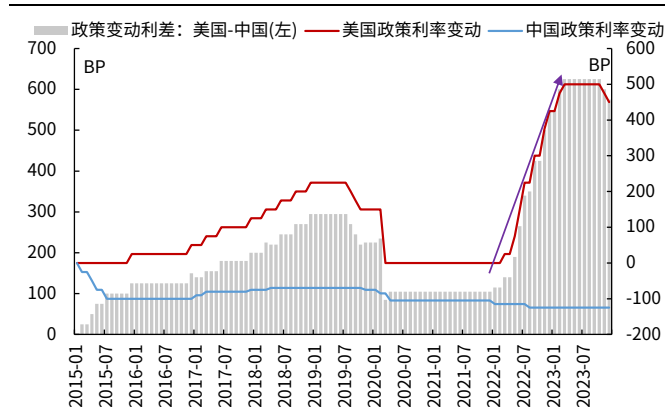
图 11：中美经济景气度相位差正在逐步收敛



资料来源：OECD，光大证券研究所

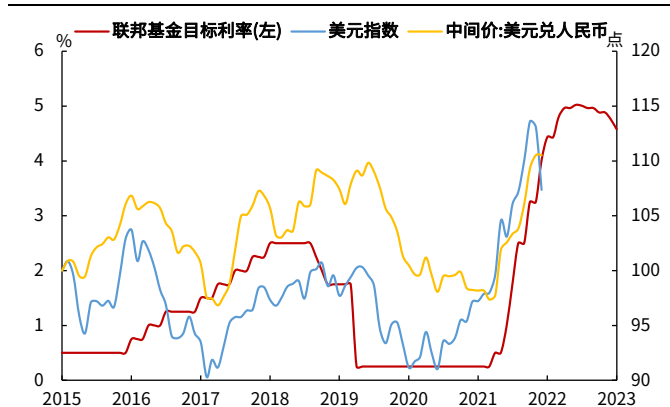
数据截至 2022 年 10 月

图 12：中美货币政策分化程度有望修复



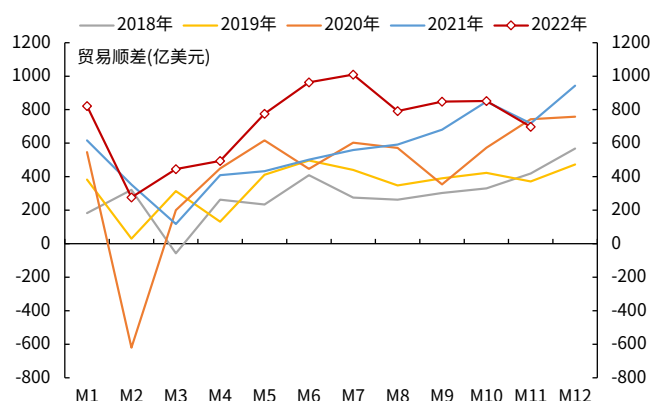
资料来源：万得，光大证券研究所；数据说明：政策利率的选择同图 5，2022 年 12 月及 2023 年数据为光大宏观预测数据。

图 13：强美元周期有望转向，进而缓解人民币汇率压力



资料来源：万得，光大证券研究所；数据说明：12 月及随后联邦基金目标利率为联邦利率期货隐含目标利率；美元指数和中间价均以 2015 年末为 100。

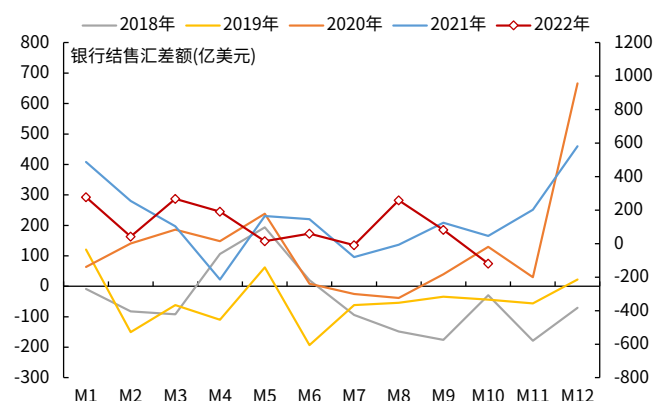
图 14：经济修复有望推动“衰退式”贸易顺差回落



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 11 月

图 15：银行结售汇差额对人民币汇率的支撑有望减弱



资料来源：万得，光大证券研究所

数据截至 2022 年 10 月

2、海外观察

2.1、金融与流动性数据：美债收益率上行，通胀预期下行

美国 10 年期国债收益率上行，通胀预期下行。12 月 9 日，美国 10 年期国债收益率收于 3.57%，较上周上行；法国 10 年期国债收益率较上周末上行 9 个 bp 至 2.39%；德国 10 年期国债较上周末上行 7 个 bp 至 1.86%。美国 10 年期国债隐含的通胀预期较上周末下行 17 个 bp，实际收益率高于上周末。

图 16：美国 10 年期国债收益率较上周上行

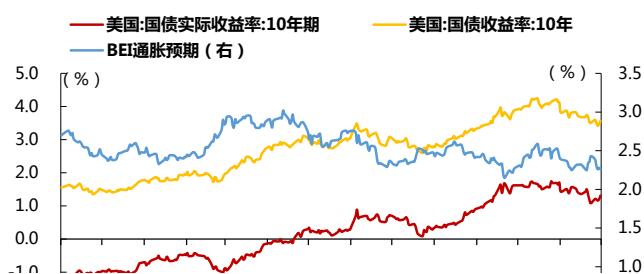
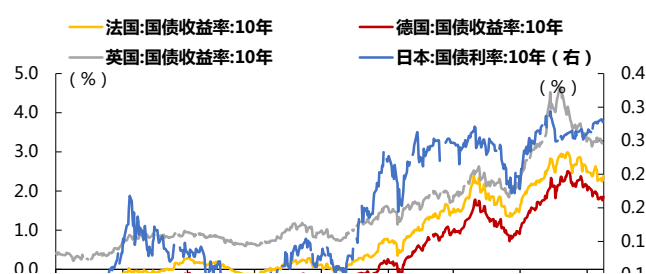


图 17：法德 10 年期国债收益率较上周上行



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_50123

