管涛：人民币汇率大起大落，彰显外汇市场韧性——2022年外汇市场分析报告

意见领袖 | 管涛

摘 要

2022 年，人民币汇率出现大幅调整，但境内外汇市场仍然保持了平稳运行，市场担心的“资本外流—汇率贬值”的恶性循环并未形成。

2022 年人民币汇率纠偏行情如期而至，验证了我们此前在《2021 年外汇市场分析报告》中的观点。人民币双边和多边汇率均出现明显回调，有效改善了出口企业财务状况和出口产品竞争力。

虽然人民币汇率出现大幅贬值，但并未改变境内外汇市场平稳运行态势：境内外汇供求总体保持顺差；“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。银行代客涉外收付款中人民币占比创历史新高，但涉外外币收付降低对单一币种的过度依赖依然任重道远。

之所以外汇市场在人民币大幅调整过程中保持平稳运行，是因为市场明显加大了防范人民币贬值风险力度，并且在此轮人民币回调过程中，四重保护均已开启，民间部门货币错配程度明显改善，市场主体对汇率波动容忍度和适应性增强。

证券投资项下跨境资金转为净流出，但人民币贬值并非资金流出原因，市场担心的“资本外流—汇率贬值”的恶性循环并未形成。这轮人民币汇率调整过程中，当局并未引入新的限流出措施，反而加快了境内债券市场开放，扩大了企业自主对外借债试点，进一步增强了境外投资者的信心。

经济稳金融稳，经济强货币强。中国经济加速重启是 2023 年人民币汇率逆转的有利条件，但需要各方付出艰辛的努力。增长、就业、通胀等三大指标，将是我们全面、准确判断中国经济基本面强弱的重要参考。由于内外部不确定不稳定因素依然较多，市场主体不宜单边押注汇率涨跌，而需要强化风险中性意识，加强货币错配和汇率敞口管理。

风险提示：地缘政治局势发展超预期，海外主要央行货币紧缩超预期，国内经济复苏不如预期

正文

2023 年 1 月 18 日，国家外汇管理局发布了 2022 年 12 月份外汇收支数据。现结合最新数据对 2022 年境内外汇市场运行情况具体分析如下：

人民币汇率纠偏行情如期而至，双边和多边汇率均出现明显回调

https://www.yunbaogao.cn

人民币兑美元汇率走势大致经历三个阶段。第一阶段，年初至 3 月初，人民币汇率延续升值态势，尤其是 2 月 24 日俄乌冲突爆发后，全球资金逃向安全资产，人民币汇率不跌反涨，展现出了非典型的避险货币特征，中间价和收盘价（指境内银行间市场下午四点半收盘价，下同）最高分别升至 6.3014、6.3107，前者创 2018 年 5 月以来新高；第二阶段，3 月 11 日至 11 月初，美联储紧缩预期增强，叠加国内疫情反复，经济恢复受阻，促使人民币出现快速调整，9 月份跌破 7，此后最低跌至 7.3 下方，创 2008 年以来新低；第三阶段，11 月 4 日至年末，美联储紧缩预期放缓、国内疫情防控措施优化、房地产金融支持措施，以及企业结汇需求增加，共同推动人民币走强，年末再次升至 7 以内。全年，中间价和收盘价累计分别贬值了 8.5%、8.3%，大于均值跌幅 4.1%、4.3%，验证了我们此前在《2021 年外汇市场分析报告》中的观点，即警惕市场和政策因素触发的汇率纠偏风险（见图表 1）。

在岸人民币兑美元贬值是由离岸市场驱动。与在岸人民币（CNY）不同，离岸人民币（CNH）按照离岸市场对国际货币的监管方式运作，因此离岸人民币汇率调整更加及时充分，对在岸人民币汇率产生影响。2022 年各月，CNH 持续弱于 CNY，境内外汇差年度均值由上年+2.5 个基点扩大至+92 个基点。尤其是 3 月至 5 月（即年内人民币第一波贬值期间），境内外汇差均值分别为+120 个基点、+177 个基点和+234 个基点，明显高于其他月份。11 月和 12 月，CNH 仍然弱于 CNY，不过 CNY 转为升值，显示年末人民币升值转为由在岸市场驱动（见图表 2）。

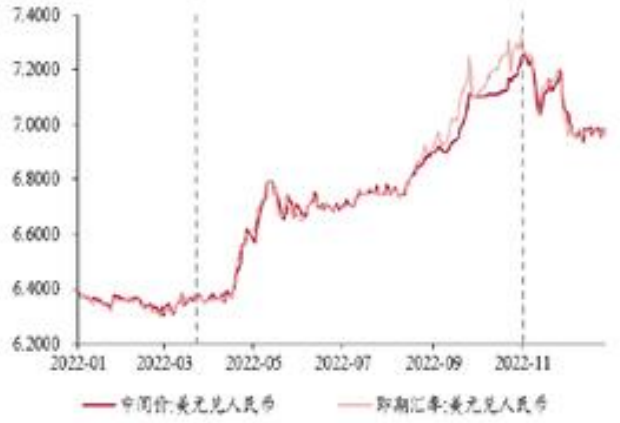
https://www.yunbaogao.cn

人民币兑美元贬值改善出口企业财务状况。2020 年 6 月至 2022 年 3 月，人民币升值对出口企业财务影响明显加重，滞后 3 个月和 5 个月环比的收盘价涨幅最高分别达到 4.9%、7.3%。2022 年 4 月至 11 月，人民币汇率大幅回调，滞后 3 个月和 5 个月环比的收盘价均值持续下跌，跌幅最高分别为 6.7%（10 月）、8.4%（9 月）。这意味着，如果企业在 7 月（4 月）出口货物，并在 10 月（9 月）将收到的货款结汇，可以获得 6.7%（8.4%）的汇兑收益（见图表 3）。

人民币汇率指数下跌改善出口产品竞争力。2021 年，境内美元流动性十分充裕，推动人民币成为比美元更强的世界强势货币，人民币对银行间外汇市场（CFETS）交易的 24 种货币均有所升值，但 2022 年人民币对 18 种货币转为贬值，CFETS 人民币汇率指数从 2021 年末的 102.5 降至 2022 年末的 98.7，累计下跌 3.7%。在海外高通胀背景下，中国通胀水平保持了基本稳定，因此国际清算银行（BIS）公布的人民币实际有效汇率指数下跌 7.9%，大于名义有效汇率指数跌幅 2.9%（见图表 4）。

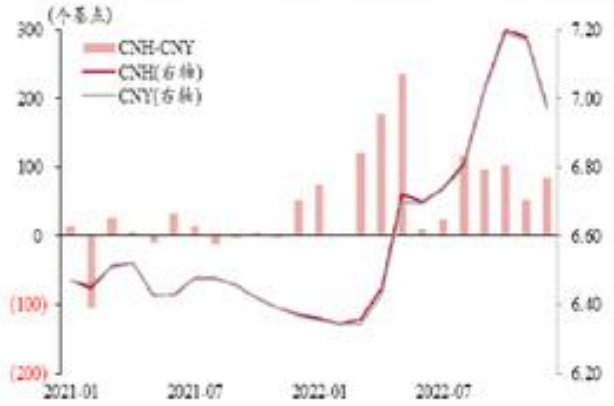
https://www.yunbaogao.cn

图表 1. 2022 年人民币兑美元汇率走势



资料来源：Wind，中银证券

图表 2. 2021 年以来境内外人民币汇率差值月度均值



资料来源：ICAP，Wind，中银证券

注：CNH 相对 CNY 的偏离为正代表 CNH 偏弱，为负代表 CNH 偏强。

图表 3. 2020 年以来人民币汇率收盘价均值变动情况

资料来源：Wind，中银证券

图表 4. 2020 年以来人民币汇率指数表现

资料来源：BIS，Wind，中银证券

人民币汇率大幅贬值，并未改变境内外汇市场平稳运行态势

境内外汇供求总体保持顺差。2022 年，人民币对美元中间价累计贬值 8.5%，但银行即远期（含期权）结售汇（以下简称银行结售汇）合计顺差 771 亿美元。同期，银行即期结售汇累计顺差 1073 亿美元，是银行结售汇顺差的唯一正贡献项；远期净结汇累计未到期额减少 235 亿美元，上年减少 178 亿美元；未到期期权 Delta 敞口净结汇余额减少 67 亿美元，上年增加 244 亿美元（见图表 5）。

货物贸易仍是顺差主要来源。2022 年，受主要经济体刺激政策退坡和地缘政治冲突影响，全球经济疲弱态势显现。外需疲弱叠加国内疫情反复对企业生产经营活动的扰动，中国货物出口增速明显回落，但仍快于进口增长，货物贸易顺差创历史新高。而外汇局公布的货物贸易项下结售汇累计顺差 2466 亿美元，同比减少 27%；与海关进出口顺差之比为 28%，远低于过去五年平均为 52%的水平。不过，直接投资和证券投资结售汇差额同比降幅更大，分别减少了 64%、134%，进一步凸显出货物贸易顺差的重要性，其相当于银行代客结售汇顺差规模的 2.2 倍，2021 年则为 1.1 倍（见图表 6）。

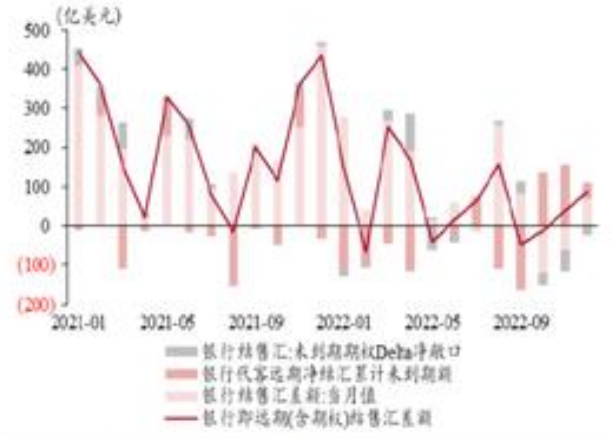
汇率杠杆调节作用正常发挥。2022 年 3 月至 10 月（即人民币贬值期间），剔除远期履约额之后的银行代客结汇额占涉外外汇收入比重（收汇结汇率）均值为 55.0%，大于 2020 年 6 月至 2022 年 2 月（即人民币升值期间）均值 53.9%；剔除远期履约额之后的银行代客购汇额占涉外外汇支出比重（付汇购汇率）均值为 53.8%，小于 2020 年 6 月至 2022 年 2 月均值 55.9%；收汇结汇率均值与付汇购汇率差额由-1.9 个百分点转为+1.2 个百分点（见图表 7、8）。

人民币涉外收付占比创新高。2022 年，银行代客涉外收付中的人民币占比延续 2018 年以来升势，较上年上升 2.6 个百分点至 42.5%，创历史新高。对于境内市场主体而言，在跨境收付中使用人民币，有助于避免汇率波动风险，降低货币错配风险。不过，在外币币种构成中，境内主体对

https://www.yunbaogao.cn

美元依赖度仍然较强，美元占比延续 2016 年以来升势，较上年上升 0.5 个百分点至 90.8%，同样为历史新高（见图表 9、10）。其中，3 至 12 月份，非银行部门涉外外币收付中美元占比为 90.7%，较前 2 个月占比回落 0.7 个百分点，但较上年同期上升 0.3 个百分点。这意味着人民币兑美元双边汇率变化对境内涉外企业财务状况影响进一步加深。同时，也表明境内主体涉外外币收付降低对单一币种的过度依赖依然任重道远。

图表 5. 2021 年以来境内客户市场外汇供求状况



资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期额环比变动+未到期期权 Delta 净敞口环比变动。

图表 6. 银行代客结售汇差额及主要构成

资料来源：国家外汇管理局，Wind，中银证券

凭澜观涛

图表 7. 市场整体结售汇意愿变化

图表 8. 市场结售汇意愿与人民币汇率表现

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_51862