

- 人民币在经历2020年下半年相较美元的强劲走势以及2021年的高位双向波动后，自2022年4月开始启动修复高估。
- 2022年前三季度，受美联储加息收紧货币和国内疫情反复等因素影响，外需下滑、内需收缩，人民币汇率指数走弱，人民币对美元汇率有所贬值。
- 随着美联储加息节奏预期放缓、国内诸多利好政策出台和基本面稳中向好，美元指数未来大幅上行空间可能有限，人民币对美元贬值压力或将减弱。

截至2022年11月，本轮人民币修复高估已经进入下半场，修复高估的速率较此前半年放缓，且随着全球风险偏好、美元指数和美联储动向、国内疫情动向等变化，人民币汇率已进入升值反弹波段。

展望2023年，本轮美元兑人民币的总体上行趋势未必已见顶，但随着人民币相对美元指数均衡乃至进入低估区域，行情流畅度大幅下降。短期而言，视美联储放

缓加息步

伐甚至降息、国内

基本面改善、全球风险偏好变化等情

况，人民币相对美元将出现反弹波段

。中期而言，人民币汇率趋势性升值则需要国内步入紧货币与宽信用周期、库存出清完毕、境内美元流动性显著宽松等因素的复合作用。

综合分析，

2022年末至2023年初，在美元指数显著回调、国内经济修复与疫情防控动态优化推动下，

预计人民币汇率短线会暂缓修复高估，但人民币升值反弹波段或延续不久、会再度回归趋势；2023年，人民币的持续升值还将依赖稳增长政策的进一步加码

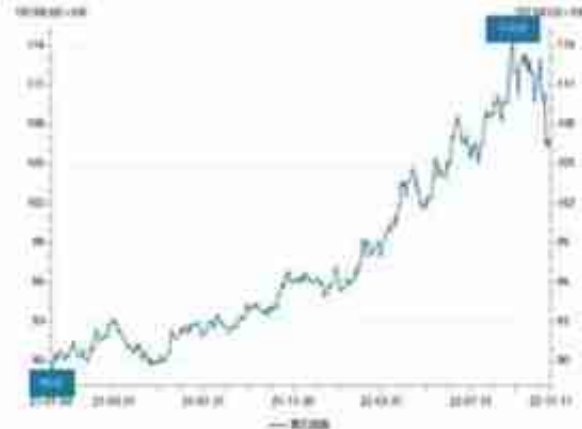
。

图表 1：2021 年以来三大人民币指数



资料来源：Wind，中原银行。

图表 2：2021 年以来美元指数



图表 3：2015 年以来美元兑离岸人民币汇率



二、2022年人民币汇率波动原因

影响汇率变动的因素有国际收支、经济增长、相对通货膨胀率等诸多因素，汇率作为两种不同货币之间的价格比，短期看，供求关系仍是其根本决定因素。受外需下滑和内需收缩双重影响，2022年前三季度，CFETS人民币汇率指数走弱，人民币对美元汇率大幅贬值。

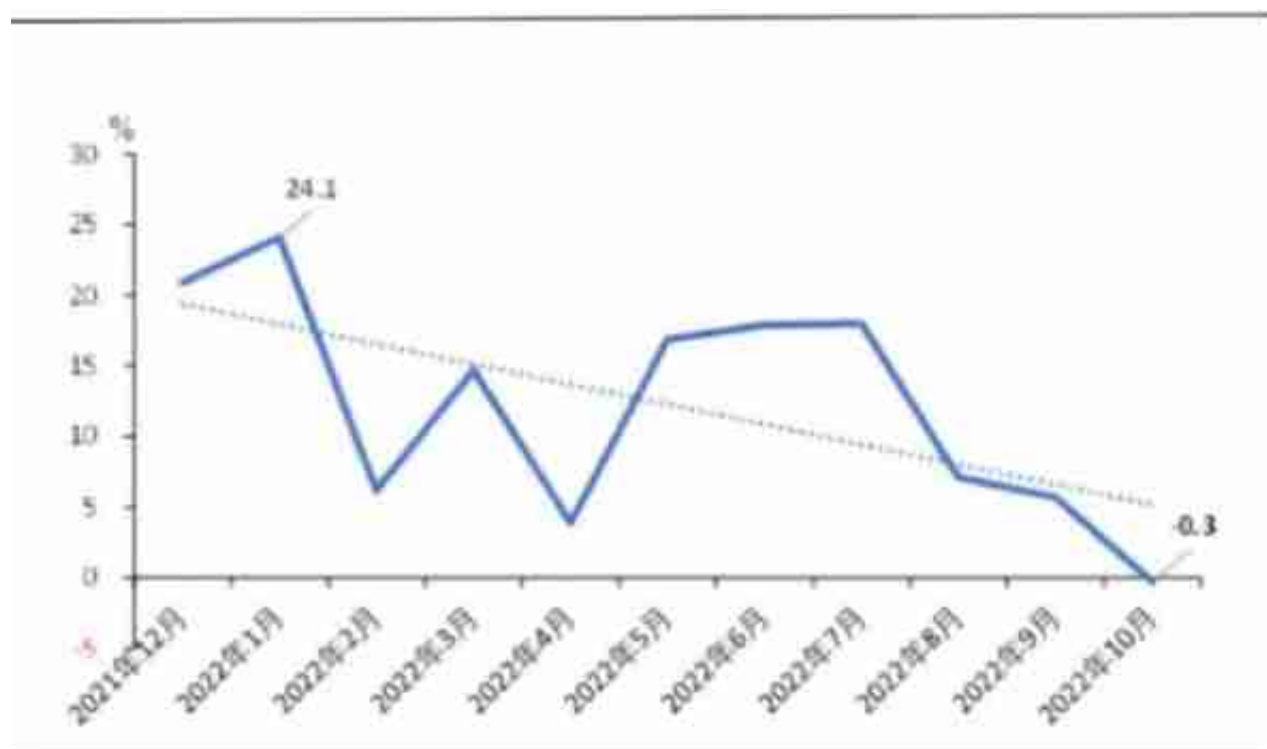
（一）外需下滑

第一，美国高通胀和美联储加息抑制外需，我国出口增速下行。

国际收支中的经常账户是影响汇率变动的重要推动力，2022年以来美联储货币政策史诗级紧缩，于3月、5月、6月、7月、9月、11月分别加息25、50、75、75、75、75个基点，加之欧洲经济迅速降温，制造业和工业部门景气度显著下降，导致海外需求收缩，我国出口大幅回落（图表4和图表5），推动人民币汇率指数走弱。

2022年1月至9月，我国出口总值累计同比增长持续下滑，由1月的24.1%降至9月的12.5%（图表4）；出口总值当期值增速也呈下行走势波动（图表5），1月增速高达24.1%，10月则为负增长（-0.3%）。前三季度，人民币外汇即期

交易累计成交金额折合6.5万亿美元，同比减少13.1%。



图表5：我国出口总值（当期值）同比增长

（2021.12-2022.10）

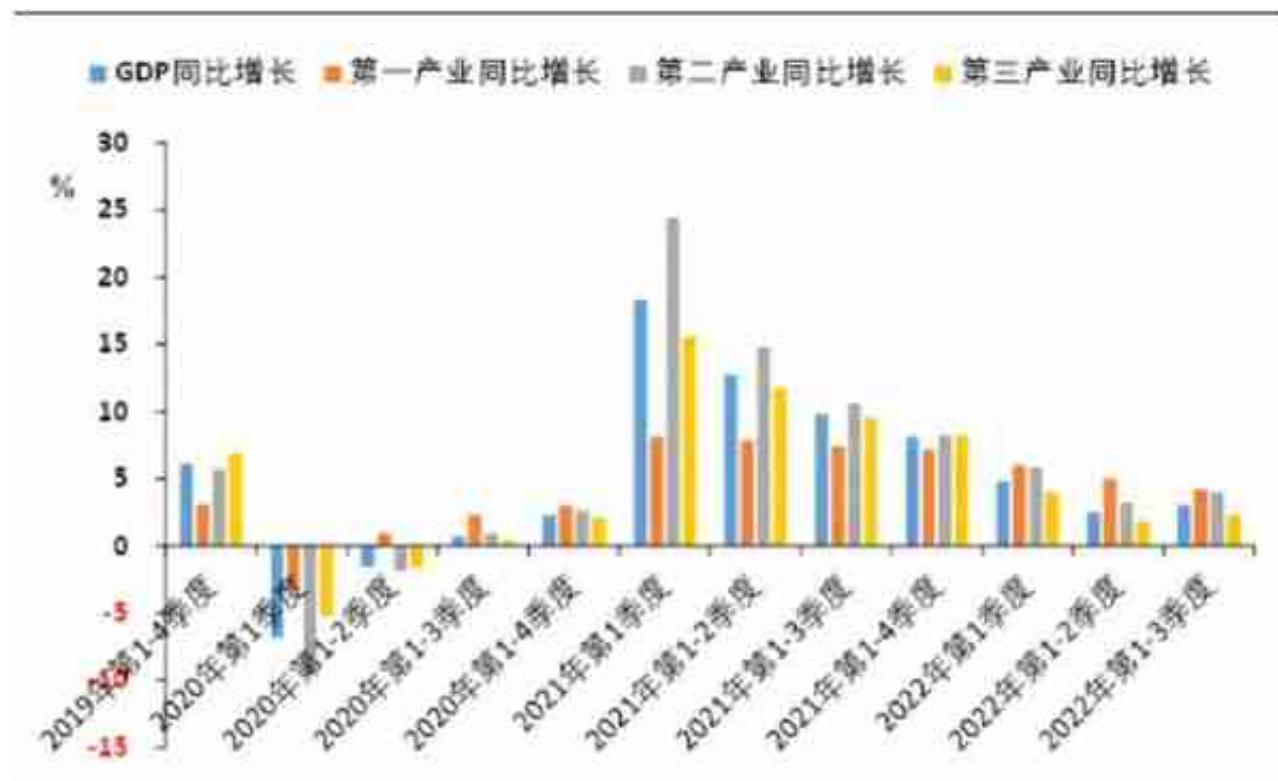
数据来源：国家统计局，图表5中虚线为趋势线

第二，美联储激进的紧缩政策，引发全球非美金融市场动荡，外资流出助推人民币贬值。

国际收支中的金融账户是影响汇率变动的另一重要因素，当全球美元流动性收紧、市场风险偏好较低时，相对而言，外资会流出我国等新兴市场国家。

一方面，在美国加息、我国降息背景下，中美利差急速缩窄甚至倒挂（图表6），我国3月至8月资本净流出548亿美元，其中股票净流出59亿美元，债券净流出488亿美元；如果以境内银行代客收付证券投资看作资本流动指标，我国2月至9月净流出超1700亿美元；而美国8月海外私人资本净流入2929亿美元，外国投资者持有美国长期证券增加1752亿美元，资本净流入斜率几近创造1980年以来最快记录。我国FDI增速2月至8月累计同比持续下滑（图表7），2月累计同比增长45.2%，8月累计同比增速则降至20.2%；FDI当月同比增速也呈

下降趋势波动，2月同比增速高达74.76%，4月和5月分别降至8.46%、6.06%，8月仅回升至11.12%，FDI投资放缓。



数据来源：eastmoney.com



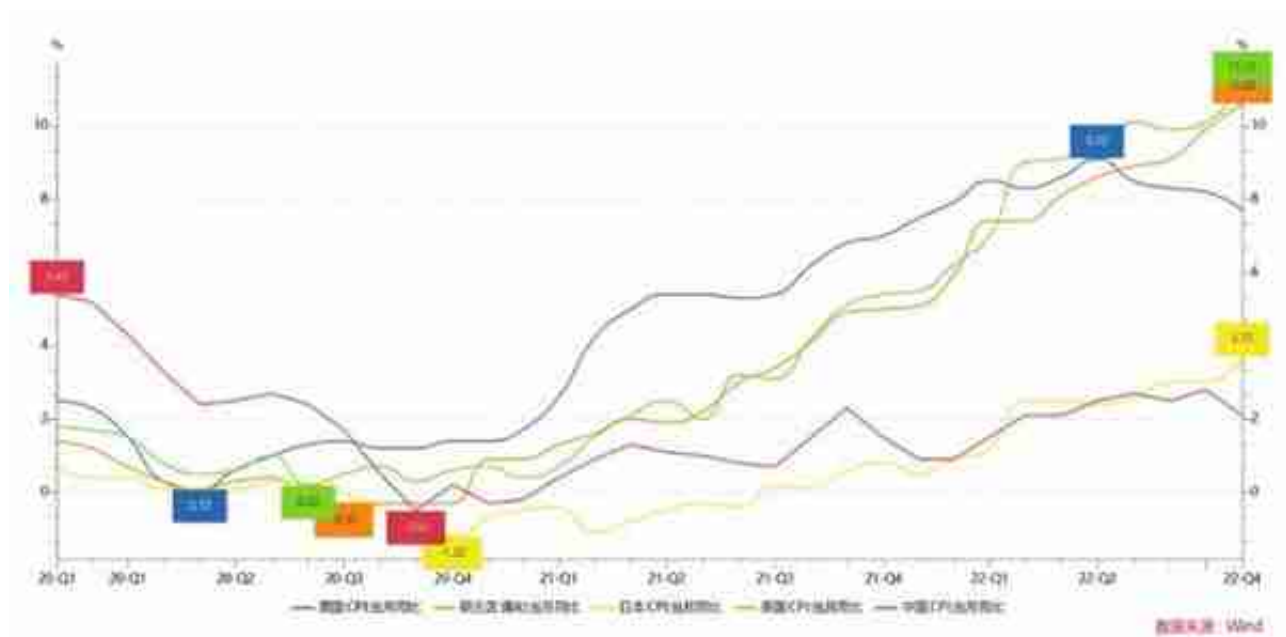
三、2022年人民币汇率影响因素

(一) 基本面

1. 国外经济

2022年以来，美联储一路加息。在美国加息、中国降息的背景下，中美利差倒挂程度不断深化。10月，美国CPI同比增速7.7%，低于市场预期7.9%和前一月的8.2%，已连续第4个月回落，终端通胀降温趋势基本确立。考虑到前期的加息步伐过于紧凑或将产生的不利影响，美联储现已释放出明显的放缓未来加息节奏的信号。进入11月后，美国10年期国债收益率最低跌至3.745%，为10月6日以来最低水平。以上因素带动了近期美元指数走弱，未来，美元指数有限的上行空间会减轻人民币对美元的被动贬值压力。

图表11：2015年以来中国与美国10年国债收益率



资料来源：Wind，中原银行

2.国内经济

根据国家统计局我国10月经济数据，我国国民经济展现出强大韧性与良好前景。工业经济总体保持稳定恢复态势。1—10月，全国规模以上工业增加值同比增长4.0%，增速较1—9月加快0.1个百分点；10月，高技术制造业增加值同比增长10.6%，较9月份加快1.3个百分点。

国际收支大盘基础坚实，外汇市场能够平稳运行。2022年前三季度我国经常项目顺差3104亿美元，同比增长56%；1-9月货物贸易顺差6452亿美元，同比增长52%，贸易渠道充沛的资金净流入充分满足企业和居民用汇需要。8月份FDI为144.9亿美元，同比增长11.12%，环比增长25.24%；FDI累计1384.1亿美元，同比增长20.20%，外商直接投资回升。此外，5月11日，人民币在国际货币基金

组织特别提款权货

币篮子中的权重由10.92%上调至12.

28%

，人民币储备货币地位进一步提升，人民币资产对全球投资者吸引力较强。

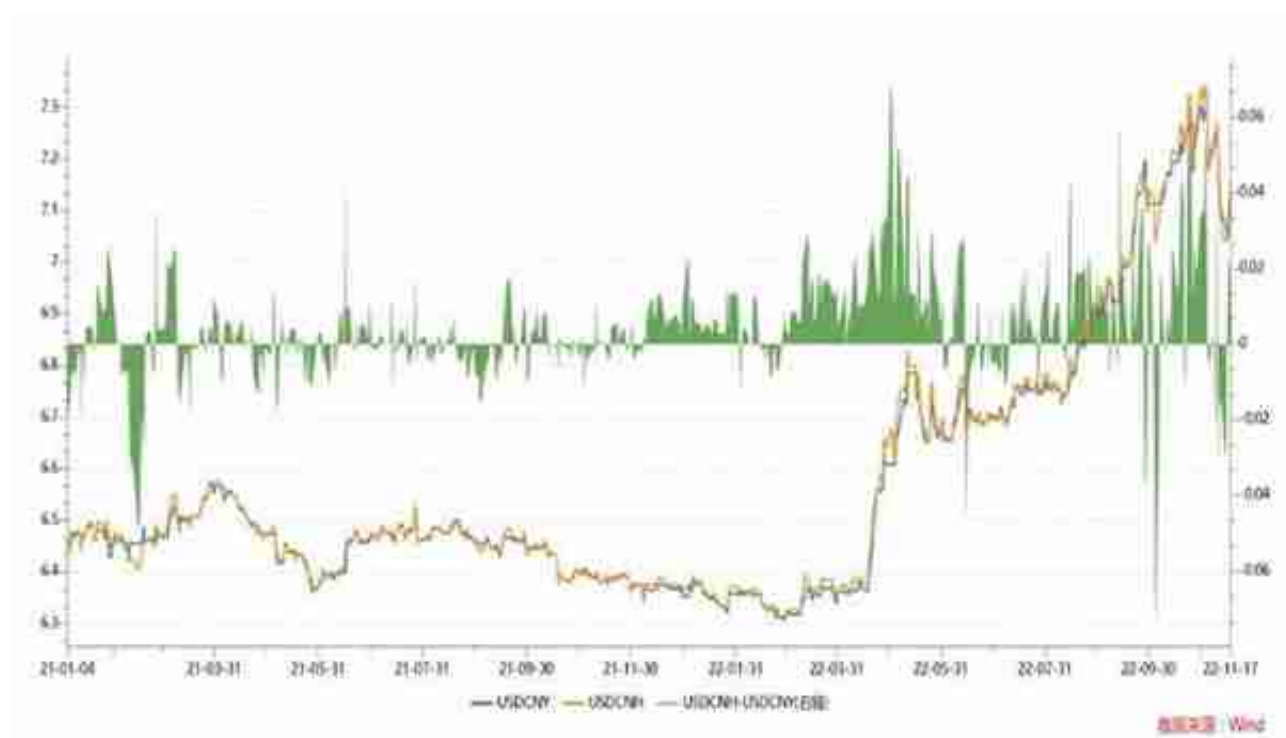
外汇储备居世界首位，能够维护汇率稳定。

2022年10月份，我国外汇储备30524.27亿美元，环比由负转正（0.77%），持续保持在3万亿美元上方，能够应对进口付汇，外汇资金充足，能够抵御外部冲击。

（二）政策面

国内诸多利好政策出台。在本轮人民币汇率贬值周期中，央行已经连续动用了外汇存款准备金率和外汇风险准备金率两项工具。同时，近期人民币汇率中间价与离/在岸即期价格出现明显偏离，或也表明央行已经开始使用逆周期调节因子来对人民币中间价进行调控。另外，央行也多次通过开会等方式向市场投资者传递政策取向，叠加有关部门密集发声。目前，此轮人民币贬值或已出现拐点，若后续人民币贬值延续，预计央行会继续推出新的政策工具或加大已出台政策工具力度，以引导人民币汇率预期。

图表13：近年人民币兑美元汇率走势与外汇政策工具



资料来源：Wind，中原银行

近一个月以来，股债市场资本流出压力呈缓解趋势。2022年8月以来，股债市场存在巨大的资本外流压力，其中债市表现更为显著，是人民币快速走贬的一大原因。

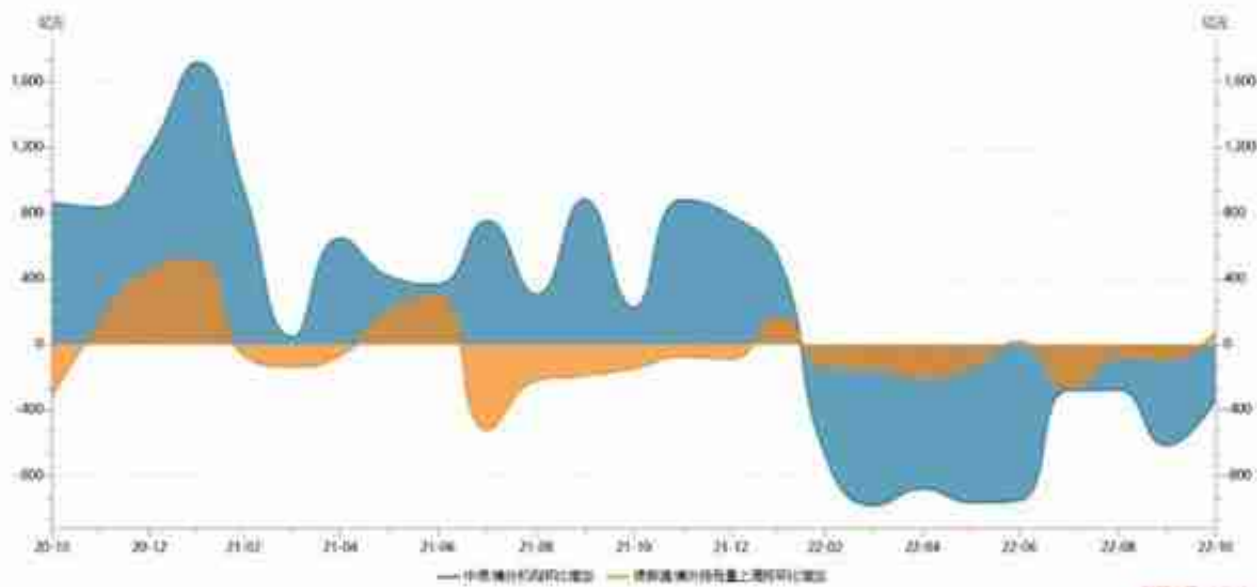
A股市场方面，10月21日以来，周度北向资金从净卖出逐步转为净买入状态。11月18日北向资金净买入额51.2亿元；11月14日至11月18日一周北向资金净买入322.83亿元，居2022年以来单周净买入额第二位；而截至11月18日，11月份北向资金净买入额达到416.84亿元。

债券市场方面，2022年6月以来外资减持我国债券资产的规模逐步缩小。上清所数据显示，境外机构在连续3个月减持人民币债券之后开始转为增持，当月净增持76亿元，主要贡献项是同业存单，由上月净减持31亿元转为净增持95亿元。中债登数据显示，境外机构净减持人民币债券规模由上月615亿元降至340亿元。

图表 16: 2021 年以来北向资金周买入(周)



资料来源：Wind，中原银行



资料来源：Wind，中原银行

五、政策建议

对于投资者而言，在前期人民币汇率贬值过程中，受资本外流等因素影响，投资者倾向于配置与汇率相关性较低的板块或行业来分散潜在风险。随着人民币汇率快速贬值期过去，前期被压制的板块或许会出现一轮回调，投资者可以适当把握人民币汇率反转带来的机会。同时，在资产配置过程中应尽量选择外债负担轻、内需潜力大、基本面良好的国家。

对于企业而言，近年来，市场主体更加理性成熟，企业汇率避险意识明显增强，但也存在少数企业跟风“炒汇”、金融机构违规操作等现象。企业应理性看待汇率，积极适应汇率双向波动的新常态，树立风险中性意识、建立财务纪律、管理好货币错配，对汇率敞口运用恰当金融工具进行适当管理，进而规避经营风险。

对于银行而言，应在树立风险中性理念的前提下，通过加强内部控制建设、提高经营管理能力，规避自身汇率风险；通过开展宏观知识普及、衍生品投资教育等活动，引导企业与投资者规避风险；同时，通过创新外汇衍生品业务、优化保值服务，帮助企业与投资者规避避险；及时洞察客户支出项目结构变化，引导客户调整财富结构，从产品层面上化解可能存在的汇率风险。