

倚杖望晴雪

——人民币估值中枢修复下移

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

报告制作时间：

2022年12月28日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业务资格：证监许可【2012】38号

■ 内容摘要

2022年，在美国不断收紧货币政策产生的负面溢出效应和国内本土疫情反复阻碍经济修复的综合影响下，人民币兑美元汇率出现明显贬值，全年贬值幅度约9.5%，低于其他主要货币，显示出相对韧性。

展望2023年，国内经济运行有望总体回升，对人民币汇率将构成强有力支撑。不过预计出口增速下滑，结汇需求下降将对汇率支撑作用有所减弱。伴随进一步深化改革开放，推进人民币国际化进程，人民币汇率整体将保持在合理均衡水平上基本稳定。货物贸易、外商直接投资等项目将继续发挥稳定资金流入的基础性作用，资本外流压力缓解，跨境资金流动有序。2023年中美货币政策分化边际收敛，美元指数或呈现先扬后抑，预计年内人民币估值将继续得到修复，运行中枢将下移至【6.6, 6.7】。

■ 核心观点

- 2023年中国将逐步走出疫情，整个社会活动也将逐渐恢复正常状态，经济政策重点向保持经济增长的角度倾斜。一季度感染率还处于高位，经济恢复基础尚不牢固，存在诸多挑战，下半年有望全面复苏。
- 2023年美国通胀预期明显回落，货币紧缩进程尚未结束对美元指数仍有一定支撑，不过加息对经济造成的滞后影响将逐步显现，进而令美元承压。

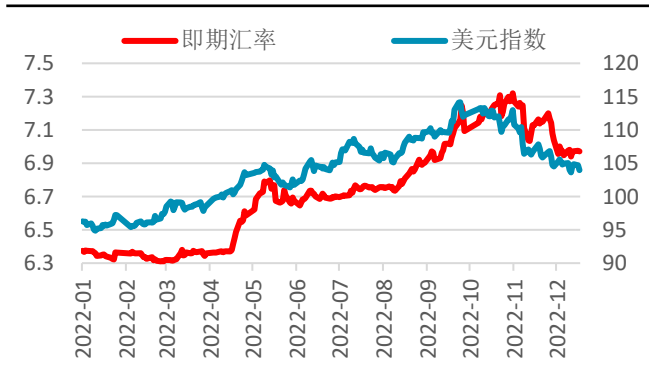
目 录

1. 2022 年人民币汇率走势回顾:	1
2. 2023 年影响人民币汇率因素分析:	2
2.1 经济运行有望总体回升, 对本币构成支撑	2
2.2 出口增速放缓, 结汇需求下降对汇市支撑减弱	4
2.3 中美货币政策分化边际收敛, 美元先扬后抑	5
3. 总结与风险提示:	6
免责声明	7

1. 2022 年人民币汇率走势回顾:

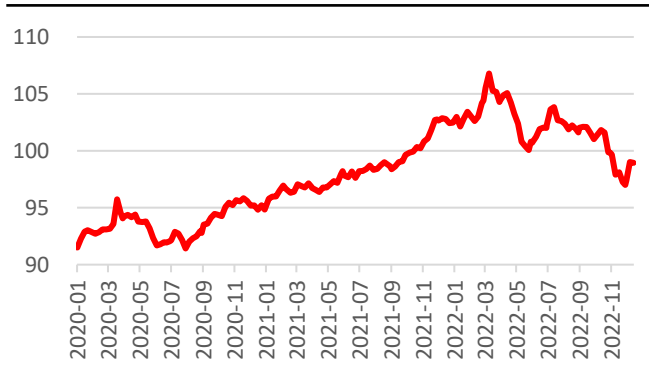
2022 年,在美国不断收紧货币政策产生的负面溢出效应和国内本土疫情反复阻碍经济修复的综合影响下,人民币兑美元汇率出现明显贬值,全年贬值幅度约 9.5%,低于其他主要货币,显示出相对韧性。年中 4-5 月、8-10 月呈现两轮大幅持续贬值,央行及外汇管理局通过年内两次调降外汇存款准备金率、上调远期售汇业务外汇风险准备金率以及上调跨境融资宏观审慎调节参数等工具及时维稳市场预期。11 月以来,随着国内疫情防控措施不断调整优化,加上一系列稳经济政策密集出台,市场对经济修复增长的信心增强。此外,美国通胀指标延续回落,美联储放缓加息路径对美元支撑作用减弱,美元回调,人民币估值得到修复。叠加季节性因素,年末外贸企业结汇旺盛推高人民币汇率阶段走势,12 月重回心理关口“7”以内。CFETS 人民币汇率指数较年初下跌近 4%,在主要货币对中,人民币除兑美元贬值外对欧元贬值 2.8%,对日元与英镑分别升值 5%和 2%。

图 1.1: 美元兑人民币即期汇率与美元指数走势



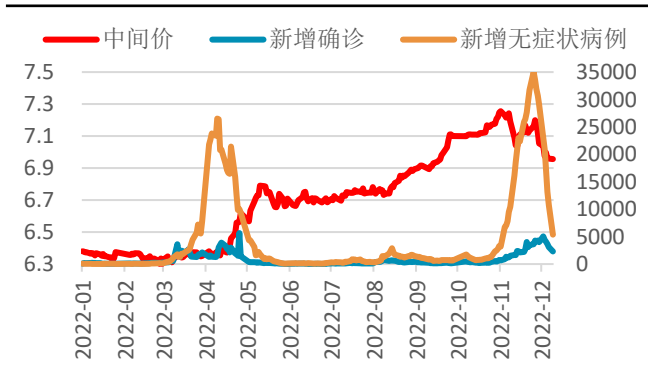
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 1.3: CFETS 人民币汇率指数



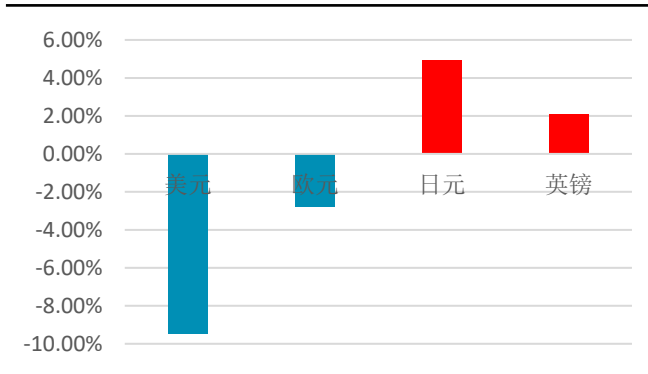
资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 1.2: 2022 年国内疫情新增情况 (年底不再统计)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 1.4: 人民币兑主要货币升/贬值幅度



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

2. 2023 年影响人民币汇率因素分析:

2.1 经济运行有望总体回升，对本币构成支撑

经国务院批准，自 2023 年 1 月 8 日起，解除对新型冠状病毒感染采取的《中华人民共和国传染病防治法》规定的甲类传染病预防、控制措施，实施“乙类乙管”。新型冠状病毒感染不再纳入《中华人民共和国国境卫生检疫法》规定的检疫传染病管理，并将新型冠状病毒肺炎更名为新型冠状病毒感染。当前疫情正从大流行过渡到季节性、地方性流行，在疫苗接种到达到一定水平之后，中国将逐步走出疫情，整个社会活动也将逐渐恢复正常状态。年末在中央经济工作会议上对明年经济政策做了定调，政策重点已经明显向保持经济增长的角度倾斜。会议要求，2023 年要坚持稳字当头、稳中求进，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力。全面深化改革开放，大力提振市场信心，引导市场预期，把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，推动经济运行整体好转。稳健的货币政策要精准有力，要保持流动性合理充裕，保持广义货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，强化金融稳定保障体系。要继续发挥出口对经济的支撑作用，积极扩大先进技术、重要设备、能源资源等产品进口；更大力度促进外资稳存量、扩增量，培育国际经贸合作新增长点。

目前国内各地感染峰值很高，经济恢复基础还不牢固，恰逢明年春节较早，假期间人员流动可能引发第二轮感染率上升，预计一季度经济发展面临的困难挑战还很多，前期实施稳经济一揽子政策和接续措施仍有释放空间。下半年经济有望呈现快速恢复态势，经济增速将逐步向潜在增长率水平回归。在二十大政策红利、走出疫情以及基数效应等因素影响下，预计全年有望超过国际货币基金组织给出的 4.4% 的经济增速。经济运行的逐步回升将对人民币构成强有力支撑，预计人民币兑美元汇率将呈现前低后高走势。

表 1:《世界经济展望》 主要经济体增速预测 (单位: %)

	2022E	2022E (10月较7月预测调整)	2023E	2023E (10月较7月预测调整)
中国	3.2	-0.1	4.4	-0.2
美国	1.6	-0.1	1.0	-0.3
欧元区	3.1	0.5	0.5	-0.7
日本	1.7	0.0	1.6	-0.1
英国	3.6	0.4	0.3	-0.2

资料来源: IMF, 一德宏观战略部

回顾 2022 年中国人民银行在香港发行 8 期人民币央行票据共 1200 亿元, 每期认购金额均超出发行金额的数倍, 表明人民币资产对境外投资者有较强吸引力, 也反映了全球投资者对中国经济的信心。近年来, 我国持续推进债券市场高水平对外开放, 落实便利境外机构投资者投资中国债券市场举措, 提高跨境贸易投资自由便利化水平, 扩大优质企业贸易外汇收支便利化政策优惠面。在离岸市场发行的人民币国债、金融债券和企业债券不断增加, 发展人民币离岸市场对于推进人民币国际化具有重要意义。

表 2: 2022 年中国人民银行在香港发行人民币央行票据情况

日期	3 个月	中标利率	6 个月	中标利率	1 年期	中标利率
2022/2/21	100 亿元	2.50%			150 亿元	2.70%
2022/3/22			50 亿元	2.60%		
2022/5/23	100 亿元	2.49%			150 亿元	2.80%
2022/6/21			50 亿元	2.30%		
2022/8/22	100 亿元	1.90%			150 亿元	2.30%
2022/9/20			50 亿元	2.20%		
2022/11/21	100 亿元	2.09%			150 亿元	2.50%
2022/12/20			50 亿元	2.2%		

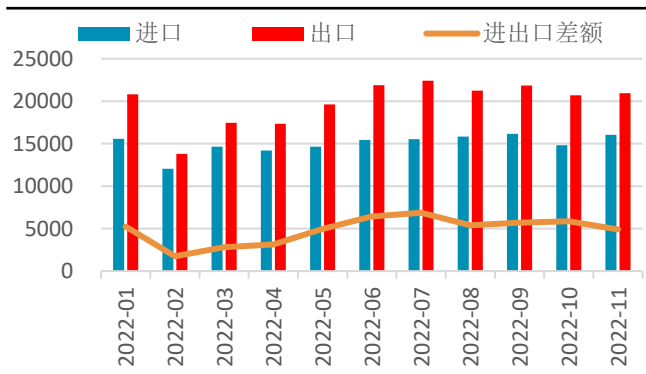
资料来源: 中国人民银行, 一德宏观战略部

2.2 出口增速放缓，结汇需求下降对汇市支撑减弱

据海关统计，2022年1-11月，我国进出口总值38.34万亿元人民币，较去年同期增长8.6%。其中，出口21.84万亿元，增长11.9%；进口16.5万亿元，增长4.6%；贸易顺差5.34万亿元，扩大42.8%。一般贸易进出口24.47万亿元，增长12.4%，占外贸总值的63.8%。东盟、欧盟和美国是我国前三大贸易伙伴，出口方面，今年对东盟出口3.42万亿元，增长22.2%；对欧盟出口3.44万亿元，增长14.3%；对美国出口3.55万亿元，增长5.8%；年中出口达到峰值后逐步放缓。2023年欧美等主要经济体加息滞后效应将逐渐显现，经济衰退风险增加，对我国的进口或将明显减少，加上高基数影响，预计明年出口增速下滑，结汇需求下降将对汇率支撑作用有所减弱。通过近年来出口走势对比分析，全年呈现前低后高，季末和年末结汇旺盛增强对汇市支撑。

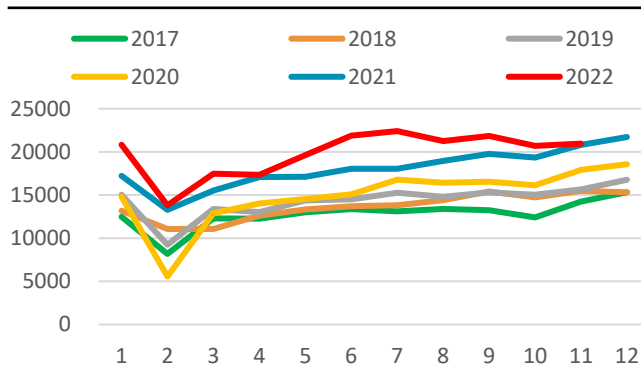
今年前三季度，我国国际收支保持基本平衡，经常账户顺差3104亿美元，为历史同期最高值，同比增长56%，顺差规模与同期国内生产总值之比为2.4%，处于合理均衡区间。国际收支口径的货物贸易顺差创历史同期新高，服务贸易逆差同比收窄，直接投资呈现净流入，外资在境内债券市场的投资延续恢复态势，股市资金小幅流出，目前我国股市和债市中的外资占比均不足5%，全球资本进一步增配我国金融资产仍有较大潜力。在我国经济回稳向好、国际收支结构稳健支撑下，预计2023年货物贸易、外商直接投资等项目将继续发挥稳定资金流入的基础性作用，债市（信用高）和股市（当前估值较低）资金也会回流，跨境资金流动保持平稳。

图 2.1：2022 年我国对外贸易整体情况（亿元）



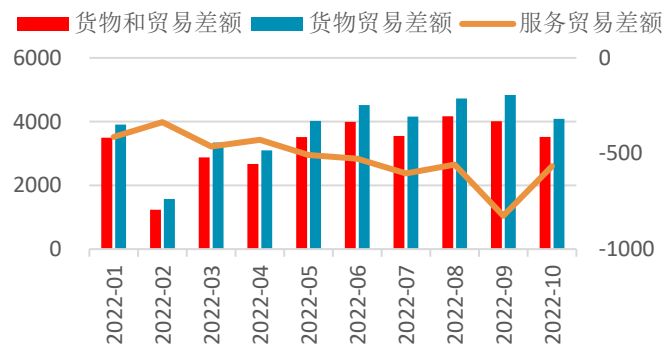
资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.2：近年来我国出口走势（亿元）



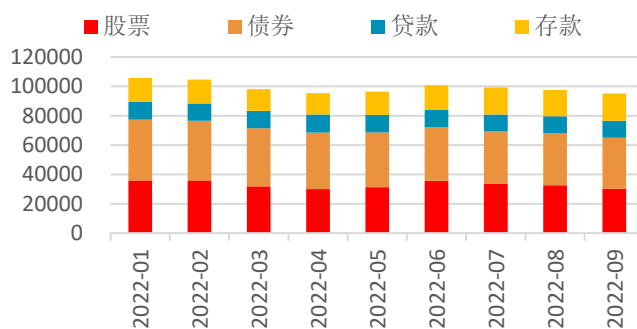
资料来源：iFinD，一德宏观战略部

图 2.3: 国际服务贸易差额 (亿元)



资料来源: iFinD, 一德宏观战略部

图 2.4: 境外机构和個人持有境内人民币金融资产

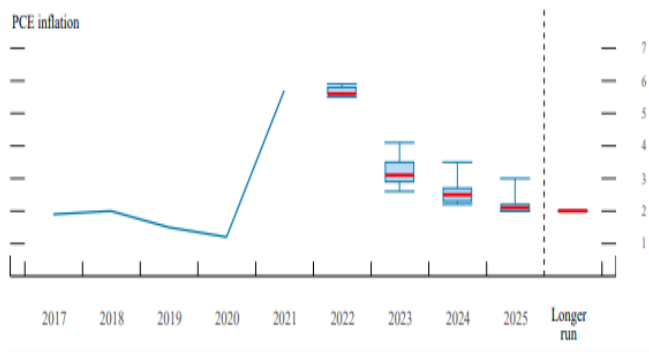


资料来源: 中国人民银行, 一德宏观战略部

2.3 中美货币政策分化边际收敛, 美元先扬后抑

2022 年在美联储大幅加息、缩表的作用下, 美国通胀指标触顶回落, 40 年来高位通胀水平得以缓解。美联储 12 月经济预测摘要显示 2023 年通胀预期将大幅回落, 不过距离回归 2% 的通胀目标水平还需要很长的一段路要走。据 CME FedWatch 工具最新数据显示, 2023 年 2 月美联储加息 25 个基点至 4.50%-4.75% 区间的概率为 64.2%, 3 月继续加息 25 个基点的概率为 58%, 紧缩进程对美元指数仍有一定支撑。财政部长叶伦表示, 鉴于没有出现工资物价显著螺旋上升, 且供应链瓶颈也开始缓解, 美国或可以避免经济衰退。美联储对明年的经济形势预期更为悲观, 大幅下调了 2023 年实际 GDP 增速 0.7 个百分点至 0.5%, 参与者对实际 GDP 变化预测均显示能够实现正增长, 加息对经济造成的滞后影响将逐步显现, 对就业市场的冲击有可能更持久, 不利于美元。全年美元指数或将先扬后抑。

图 2.5: 美国通胀预期 (%)



资料来源: 美联储

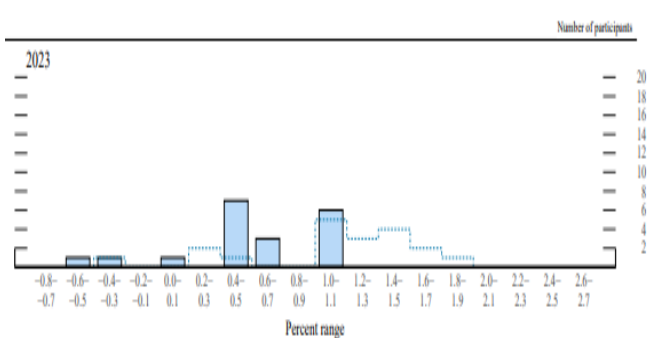
图 2.6: 美联储议息目标利率概率

MEETING DATE	MEETING PROBABILITIES								
	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575
2023/2/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	64.2%	35.8%	0.0%	0.0%	0.0%
2023/3/22	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	14.0%	58.0%	28.0%	0.0%	0.0%
2023/5/3	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	9.1%	42.6%	38.5%	9.8%	0.0%
2023/6/14	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	8.4%	40.3%	38.8%	11.8%	0.7%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	2.2%	16.7%	39.9%	31.8%	8.9%	0.5%
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.7%	7.1%	24.6%	37.1%	24.0%	6.1%	0.3%
2023/11/1	0.0%	0.3%	3.6%	14.9%	30.1%	31.3%	16.1%	3.5%	0.2%
2023/12/13	0.2%	2.6%	11.5%	25.5%	31.0%	20.7%	7.3%	1.2%	0.1%

资料来源: CME

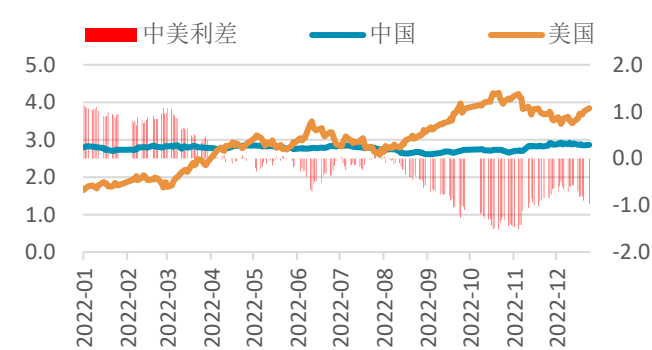
2023 年中美货币政策分化边际收敛，中美利差倒挂程度也会逐步收窄，利差回归将减轻资本外流压力，有利于人民币汇率。

图 2.7: 参与者对 2023 年实际 GDP 变化预测分布



资料来源：美联储

图 2.8: 10 年期国债收益率与中美利差



资料来源：iFind，一德宏观战略部

3. 总结与风险提示:

展望 2023 年，国内经济运行有望总体回升，对人民币汇率将构成强有力支撑。不过预计出口增速下滑，结汇需求下降将对汇率支撑作用有所减弱。伴随进一步深化改革开放，推进人民币国际化进程，人民币汇率整体将保持在合理均衡水平上基本稳定。货物贸易、外商直接投资等项目将继续发挥稳定资金流入的基础性作用，资本外流压力缓解，跨境资金流动有序。2023 年中美货币政策分化边际收敛，美元指数或呈现先扬后抑，预计年内人民币估值将继续得到修复，运行中枢将下移至【6.6, 6.7】。


风险提示：中美关系紧张；经济修复不及预期；地缘政治风险


免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn