

2023 年 01 月 11 日

## 人民币汇率单边升值或难持续

宏观研究团队

——宏观经济点评

何宁（分析师）

潘纬桢（联系人）

hening@kysec.cn

panweizhen@kysec.cn

证书编号：S0790522110002

证书编号：S0790122110044

● **事件：**近期，人民币兑美元汇率快速升值，截至 1 月 10 号，人民币兑美元汇率已经较 2022 年最低点升值超 7%，引发市场关注。

● **内外因素共振驱动本次人民币快速升值**

1. **从外部环境看**，前期促使人民币贬值的压力正在逐步消退。一方面由于通胀水平不断下降，叠加经济增长动能逐渐放缓，美联储于 12 月 FOMC 会议上加息 50bp，加息节奏首度放缓。叠加欧洲冬季气温较高，能源形势缓和下经济增长有一定恢复，美元指数逐渐回落。截至 1 月 10 日，美元指数自 114 的高点累计下行超过 8%，人民币面临的被动贬值压力有一定程度减轻。另一方面，美联储的放缓加息以及美国经济衰退风险的不断上升，带动美债收益率不断下行，截至 1 月 10 号，10 年期美国国债收益率已从高点累计下行超过 60bp。美债收益率的下行叠加中国国债收益率的小幅回升，共同推动中美国债利差收窄，从而可能引发部分外资回流至中国，提升人民币汇率。此外，近期外资纷纷看好中国 2023 年经济与资产表现，亦会产生一定的助推效果。

2. **我国经济基本面及预期持续改善，是本轮人民币升值的关键因素。**我们曾指出，决定人民币汇率的关键是中国经济的表现。自疫情防控措施优化以来，虽然中国经济可能会经历一定的短期阵痛，但后续中国经济基本面预计将会持续改善。根据我们对疫后复苏的高频跟踪，当前国内已经基本进入疫情达峰第二周，已经迈入疫情退坡阶段，从市内人流、城际人流、物流以及消费几个角度来看，中国经济正在稳步回升（可参考报告《褪去节假日效应，消费修复升起 2022 年 11 月——疫后复苏跟踪 1 月第 2 期》）。**中美经济强弱对比已经开始发生变化，是人民币汇率不断升值的关键。**另外，**季节性因素或也在其中发挥了重要的作用。**对过去人民币的汇率走势进行复盘可以发现，在年末附近，人民币汇率均有一定幅度的升值。通过观察银行代客结汇数据可以发现，每年 12 月份都是银行代客结汇的高峰时点，因此我们认为季节性的时点或也对当前人民币汇率升值产生一定的助推效果。

● **人民币单边升值或难以持续**

当前人民币在短期内经历了较快的升值，虽然有基本面的支撑，但是我们认为**人民币单边升值或将难以持续，后续仍将以双向波动为主**，不过波动区间可能会有所放大。一则当前美联储虽然放缓加息，但是预计仍将保持较高利率一段时间，美元指数和美债收益率暂时也将维持相对高位，并未迎来趋势性的回落，人民币外部压力虽有所减轻但仍然存在；二则从基本面的角度来看，我国经济虽然将会逐渐修复，但是海外经济的逐步衰退会对我国的出口造成一定的利空，我国的贸易顺差预计将会有所减少，从而对人民币升值带来一定的抑制；三则当前人民币的单边快速升值不利于保持人民币汇率的稳定，考虑到当前我国出口面临较大的压力，央行有可能会退出前期为抑制人民币单边贬值时所采取的一些政策举措，以稳定人民币汇率预期。事实上，自 2015 年汇改之后，人民币分别在 2017 年底、2018 年初以及 2020 年出现过几轮快速的升值，除 2018 年外，在人民币短期升值幅度超过 6-7% 时，央行均通过下调外汇风险准备金、上调外汇存款准备金等措施对汇率进行过一定程度的调节。后续来看，若人民币单边升值持续，央行进行政策调整的概率将会逐渐增加。

● **风险提示：**疫情演变超预期，美国经济衰退超预期。

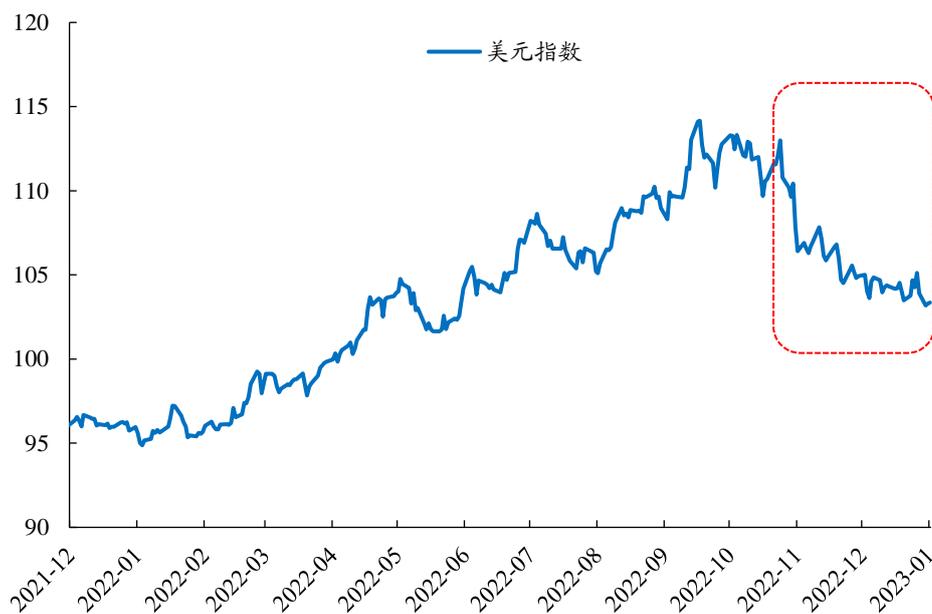
### 相关研究报告

《褪去节假日效应，消费修复升起 2022 年 11 月——疫后复苏跟踪 1 月第 2 期——宏观经济点评》-2023.1.9

《地产需求侧宽松继续加码——宏观周报》-2023.1.8

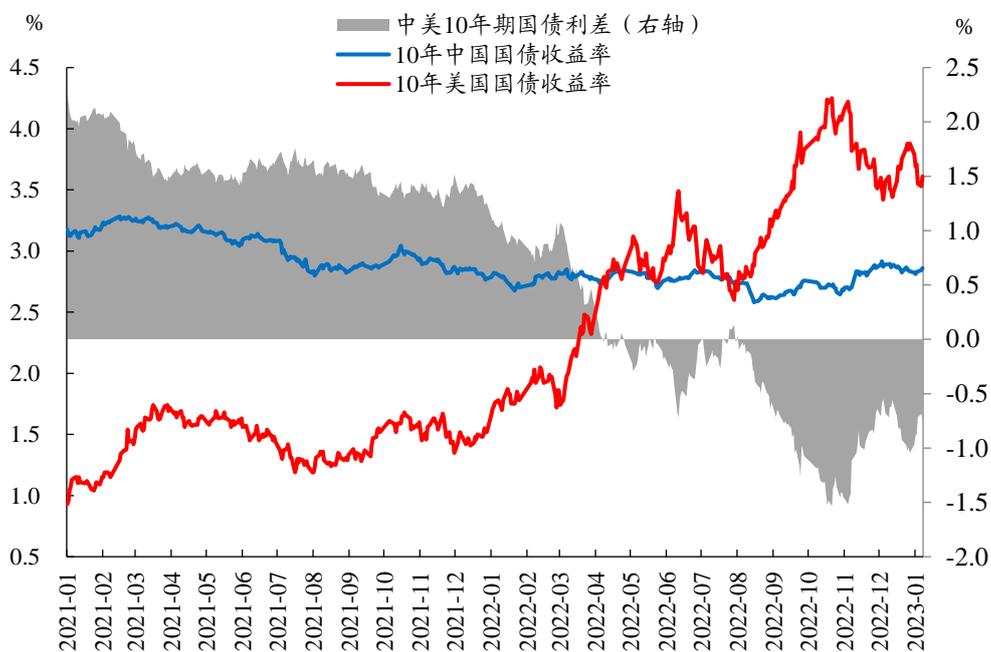
《就业虽强劲、加息或放缓——美国 12 月非农就业数据点评——宏观经济点评》-2023.1.8

附图1: 2022年10月底以来美元指数不断下行



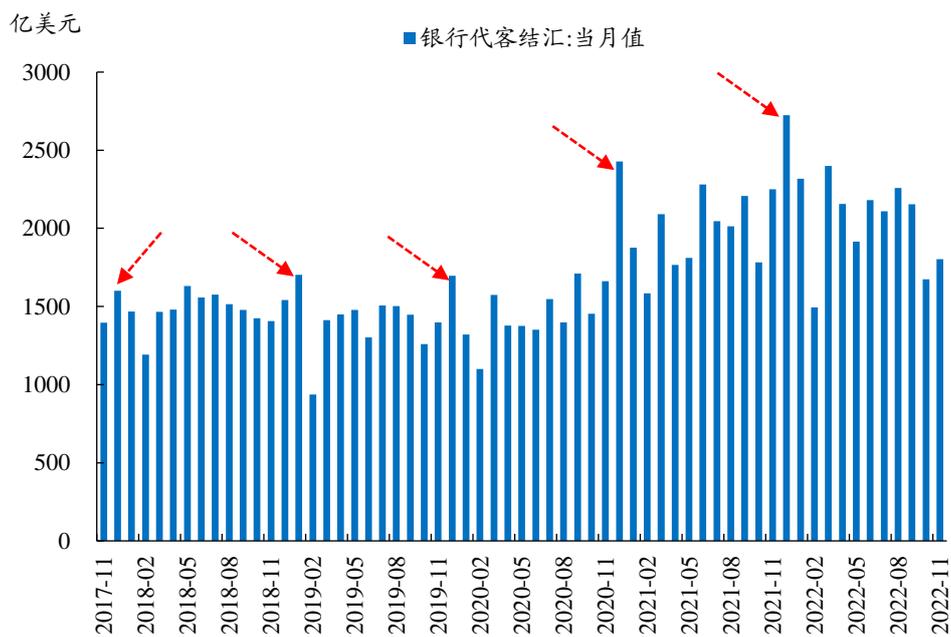
数据来源: Wind、开源证券研究所

附图2: 2022年11月以来中美10年期国债利差收窄



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图3: 银行年末代客结汇数额较高



数据来源: Wind、开源证券研究所

附图4: 过去人民币快速升值时期, 央行有一定的政策调整



数据来源: Wind、中国人民银行、开源证券研究所

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn