

2023年02月14日



华鑫证券  
CHINA FORTUNE SECURITIES

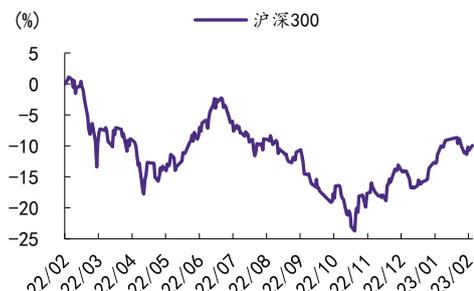
# 2023 年中美汇率展望：收敛与再平衡

—宏观专题报告

## 投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001  
 zhuzhu@cfsc.com.cn  
 分析师：谭倩 S1050521120005  
 tanqian@cfsc.com.cn  
 联系人：杨芹芹 S1050121110002  
 yangqq@cfsc.com.cn

### 最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

### 相关研究

- 1、《再错位，弱复苏，修复市》  
2023-01-30
- 2、《2023 年出口展望：本轮出口拐点在何处？》  
2022-12-14
- 3、《四箭齐发确认 W 型右侧底》  
2022-11-11

### 2022 年中美汇率走势回顾：双背离与再分化

**中美经济货币双背离：**美国经济过热，高通胀引发强紧缩；国内经济衰退，疫情冲击和地产探底倒逼货币宽松，这是 2022 年中美汇率分化的根源。

**中美汇率走势再分化：**美联储强紧缩造就强美元，美元指数一枝独秀，一度站上 114，创下 20 年以来新高，四季度后回吐近半涨幅；国内衰退持续时间超预期，人民币汇率宽幅波动，连续“破 7”后，迅速“回 6”。

### 2023 年美元指数展望：顶点已现，但或有反复

**分析框架：**经济基本面、货币政策、风险偏好。

**走势推演：**逻辑切换，从紧缩助推转为衰退拖累，震荡下行是大势所趋。但一季度经济未衰、加息未止和恐慌未起，美元指数支撑还在；二季度加息结束，经济衰退，避险情绪升温，博弈加剧，美元走势或有反复。预计上半年美元指数快速调整后或有最后一跃，重回 110 附近。但下半年经济延续衰退、市场预期降息，美元指数会加速下行，预计将回落至 90 左右。

**运行节奏：**1) 加息未止，经济未衰，美元指数仍有支撑。2) 加息完成，经济初衰，美元指数震荡反复。3) 经济走弱，预期抢跑，美元指数双重承压。4) 降息启动，预期兑现，联储释放出明确的降息信号，美元加速下行，但 2023 年可能不会出现。

### 2023 年人民币汇率展望：拐点确认，但变数仍存

**分析框架：**外盘（美元指数、风险偏好）、供需（中美利差、出口占比、待结售汇）、政策（汇率政策）。

**走势推演：**中美经济东升西落，中国弱复苏（疫情冲击减弱+地产逐渐企稳），美国浅衰退，利差收窄，2023 年人民币汇率有升值空间。但其中变数仍值得关注，特别是预期抢跑。

**外盘扰动减弱：**美元指数震荡下行，人民币被动升值。叠加俄乌冲突常态化、中美关系阶段性缓和，风险偏好上行。但海外衰退初期，避险升温会加剧市场情绪波动。

**市场供需平稳：**从跨境资金流动来看，出口承压导致贸易顺差收窄、结汇需求还在低位，投资需求有回补空间，汇率市场供求动态平衡。

**政策逐步退出：**随着外汇市场重回双向波动，结售汇比例限制、远购风险准备金率、中间价逆周期因子等外汇干预政策会逐步退出。

总体来看，2023 年人民币汇率重回升值区间，美元兑人民币预计能回到 6.6-6.7 左右的水平。但强预期和结汇潮驱动的快升值已接近尾声，短期预期修正带来的贬值压力仍值得警惕。

## ■ 风险提示

联储降息步伐超预期，地缘政治风险再起，国内经济修复不及预期

## 正文目录

1、 2022 年中美汇率回顾：双背离与再分化 .....	5
1.1、 中美经济货币双背离 .....	5
1.2、 中美汇率走势再分化 .....	5
2、 2023 年美元指数展望：顶点已现，但或有反复 .....	7
2.1、 美元指数分析框架：利率、经济和情绪 .....	7
2.1.1、 加息往往会对美元指数形成支撑 .....	7
2.1.2、 经济相对优势是美元指数上行的内在驱动力 .....	12
2.1.3、 恐慌情绪往往会助推美元逆势上行 .....	13
2.2、 2023 年美元指数走势推演：分四阶段运行 .....	14
2.3、 当前美元指数已有超贬，走势或有反复 .....	15
2.3.1、 经济未衰：基本面还有支撑 .....	15
2.3.2、 加息未止：市场抢跑后会有纠偏 .....	17
2.3.3、 恐慌未起：市场情绪较为平稳 .....	21
3、 2023 年人民币汇率展望：拐点确认，但变数仍存 .....	22
3.1、 人民币分析框架：外盘、供需和政策 .....	22
3.1.1、 外盘（美元指数，风险偏好） .....	22
3.1.2、 供需（利差、出口、结售汇） .....	23
3.1.2、 政策（经济刺激和外汇管控） .....	25
3.2、 长期：2023 年人民币重回升值区间，中枢在 6.6-6.7 .....	25
3.2.1、 弱出口压制，但外资涌入，预计供需维持平衡 .....	25
3.2.2、 货币持续宽松，外汇工具回箱 .....	26
3.2.3、 利差预计会持续倒挂，压缩人民币修复空间 .....	27
3.3、 短期：人民币快速升值或将结束 .....	28
4、 风险提示 .....	30

## 图表目录

图表 1：2022 年人民币汇率走势三平三上一下 .....	7
图表 2：加息往往对美元指数有所支撑 .....	8
图表 3：1994 年和 2006 年时出现了加息未完成美元指数下行的现象 .....	8
图表 4：1994 年美元在加息过程中下行 .....	9
图表 5：1994 年仅有英国跟随美国加息 .....	9
图表 6：1994 年美国相对经济优势出现下行 .....	10
图表 7：2006 年美元危机时同样出现了加息过程中的美元下行 .....	10
图表 8：2006 年美国相对经济优势逐步收窄 .....	11
图表 9：2006 年时期美债优势开始触顶回落 .....	12
图表 10：经济基本面对美元支撑较为明显 .....	12
图表 11：债券相对收益与美元走势更为直观 .....	13
图表 12：恐慌情绪推动美元在经济危机/衰退时的逆势上行 .....	13

图表 13: 次贷危机后美元走出了 M 走势 .....	14
图表 14: GDPnow 预测保持在高位 (%) .....	15
图表 15: 四季度 GDP 显示服务消费依然是经济的强支撑 (%) .....	16
图表 16: 工资增长继续放缓 (%) .....	17
图表 17: 服务业职位空缺来看劳动市场仍处在紧张的状态 (千人) .....	17
图表 18: 市场仍然预期 2023 年会降息 .....	19
图表 19: 12 月点阵图显示 2023 年降息可能较低 .....	19
图表 20: 联储官员对于降息的态度维持在统一的鹰派 .....	21
图表 21: 美元指数和人民币汇率走势基本一致 .....	23
图表 22: 俄乌冲突爆发时美元指数持续上行, 人民币受挫 .....	23
图表 23: 利差和人民币走势呈现比较明显的负相关 .....	24
图表 24: 中国出口量与汇率息息相关 .....	24
图表 25: 出口一直是中国经济的重要支撑 .....	26
图表 26: 2023 年降准降息犹存, 但空间缩小 .....	27
图表 27: 中美利差仍处在倒挂阶段 (%) .....	28
图表 28: 海外机构对于美债预测基本一致 .....	28
图表 29: 结售往往能在节假日期间带来汇率提振 .....	29
图表 30: 螺纹钢价格再度走弱 .....	30

复盘 2022 年，中美经济货币双背离，汇率走势分化明显：强美元一度站上 114，创下 20 年以来新高；人民币大幅走弱，美元兑人民币创下 7.2 的汇改后新高。但 2022 年底中美汇率出现根本性逆转，美元见顶后快速回落，从 114 的高点骤降至 101 附近，与此相对的是，人民币汇率快速升值，升至 6.7 的近半年高位，中美汇率走势跌宕起伏。

展望 2023 年，经济东升西落，美联储加息接近尾声，国内货币宽松空间犹存，中美汇率驱动力发生了明显变化，走势从分化走向收敛。从大方向来看，美元顶点已现，人民币汇率升值可期，但预期与现实激烈博弈，市场情绪反复摇摆，导致中美汇率仍有震荡，其中的变数仍需关注。为此，我们基于对 2022 年的中美汇率走势复盘，结合中美汇率分析框架，对 2023 年汇率走势、动向、节奏进行判断，以期为 2023 年的全球资金动向和资产表现提供参考。

## 1、2022 年中美汇率回顾：双背离与再分化

2022 年中美经济货币双背离，美国经济过热，高通胀引发强紧缩；国内经济衰退，疫情冲击和地产探底倒逼货币宽松。这也是 2022 年中美汇率再分化的根源，美联储强紧缩造就强美元，美元指数一枝独秀，一度站上 114，创下 20 年以来新高，四季度后回吐近半涨幅；国内衰退持续时间超预期，人民币汇率宽幅波动，连续“破 7”后，迅速“回 6”。

### 1.1、中美经济货币双背离

**中美周期错位、经济货币双背离是 2022 年海内外宏观分析的基础：**一方面，美国经济整体相对强劲，通胀持续创新高，倒逼美联储超预期鹰派加息；另一方面，国内经济则在疫情冲击和地产回落的拖累下动能偏弱，经济修复基础并不稳固，稳增长倒逼宽货币，货币政策“以我为主”，延续宽松。

**这也是人民币汇率走势和跨境资本流动的重要影响因素：**美国强紧缩，助推美债利率和美元指数不断走高，强美元再现；国内经济双探底，基本面支撑和市场预期偏弱，人民币承压。结果是中美利差收窄，人民币和美元走势分化，国内资本外流压力加大，进而对权益资产形成压制。

### 1.2、中美汇率走势再分化

**2022 年人民币和美元走势在中美经济货币双背离的背景下出现了明显的分化。**美元在美国经济强劲和联储超鹰派加息以及俄乌冲突爆发的恐慌情绪的影响下，率先于 3 月初就出现了急速的拉升。彼时的人民币虽然遭受了疫情的冲击，但是疫情初期影响有限，且一季度经济增长超预期，对人民币支撑还在，走势相对平稳。

4 月内外条件开始出现明显变化：一方面，疫情突发对于停产停工的影响开始显现，对经济的扰动加大；另一方面，美债收益率在联储激进加息的推动中开始快速上行，从 3 月初的 1.74% 升至 4 月上旬的 2.79%，中美利差开始倒挂，结果是人民币快速贬值，美元兑人民币从 6.37 升到了 6.79。

快速贬值之后，人民币汇率出现了一段相对独立行情。首先是央行在 4 月 25 日宣布调

降金融机构外汇存款准备金率，从 9% 下调至 8%，增加金融机构外汇贷款的资金供给，提供流动性支持。另一方面，国内疫情冲击从 4 月底开始出现好转的迹象，上海新增病例稳步下降。与此同时，国内政策频出，5 月份的稳住经济大盘会议，首次的 LPR 反向非对称调降（5 年期下调 15BP），市场对稳经济预期加强，多因素叠加之下，人民币独立于美元震荡运行，而美元则是在弱经济数据和强加息预期的叠加之下先升后贬。

进入 8 月份后，人民币重回贬值通道。除了有美元指数在强加息预期下的被动拉升外，国内经济的弱现实与稳增长的强预期碰撞也是人民币贬值的主因。7 月社融数据出现了远超季节性的回落，新增社融同比回落 29.35%，信贷结构整体恶化，经济修复低于市场预期。为了进一步助力经济修复，央行在 8 月份再次进行了超预期的降息操作（1 年期下调 5BP，5 年期下调 15BP），10 年期国债利率快速下行至 2.6% 左右，中美利差倒挂扩大至 30BP，人民币面临承受贬值压力，期间央行分别进行了下调外汇存款准备金、上调外汇风险准备金率的稳汇率操作，但人民币依然跌破了 7 的关键点位。

10 月份国内经济在稳增长政策的推动下再次出现了一定的回温，9 月份当月新增社融超预期，同比增速 21.95%。同时全国外汇市场自律机制电视会议在 9 月召开，释放维护外汇市场稳定的信号。另外二十大召开，人民币汇率在 10 月初再次出现了相对于美元独立的行情。

但是 10 月底疫情冲击再现，中国制造业 PMI 降至 49.2，非制造业商务活动指数为 48.7%，降至荣枯线以下，基本面支撑弱化。再加上美元指数飙升、中美利差走阔，美元兑人民币再次出现上行，来到了 7.32 的历史高位。

11 月后中美汇率走势再度逆转：美国通胀出现了放缓的迹象，CPI 同比在 11 月份回落至 7.1%，环比增速也来到了 2020 年以来的最低增速 -0.1%。通胀数据的超预期回落使得市场对于加息预期有所降温，10 年期美债利率从 4.12% 的高位开始震荡回落，美元指数触顶回落，被动助推了人民币升值。

当然也有国内疫情优化和地产宽松政策的驱动：从疫情政策来看，11 月之后，国内疫情政策明显优化放松，防疫二十条和新十条相继出台，新冠病毒肺炎更名为新冠病毒感染，由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，对外交流逐步放开，防疫进入新阶段。从地产政策来看，地产“三支箭”托底力度超预期。双重推动下，人民币快速从 7.19 的位置下行至 6.95，时隔三个月之后再次回到 6 时代。

但当情绪面兑现之后人民币反而出现了与美元指数的短暂背离，12 月初之后到 12 月底之间，美元指数再次出现了震荡下行的趋势，下行接近 2%，而人民币仅波动了 0.14%，预计主要是疫情达峰过程中对经济生活的干扰所致。伴随着疫情冲击的逐步平稳，人民币再次进入到了下行通道，突破了 6.7 的重要点位。

图表 1：2022 年人民币汇率走势三平三上一下



资料来源：wind，华鑫证券研究

结合上面的复盘可知，美元指数是分析人民币汇率走势绕不开的一环，是影响 2023 年全球资产走向的核心变量，是汇率分析的重点。但人民币走势分析又不仅限于此，还需结合经济基本面相对强弱、利率面中美利差走势、资金面跨境资金流动、政策面政策预期力度、情绪面市场风险偏好等因素综合分析。

## 2、2023 年美元指数展望：顶点已现，但或有反复

2023 年美元指数走势研判需要兼顾多方面因素，核心是估算美元相对吸引力。下面我们将通过历史复盘，总结出美元指数的决定因素，并结合加息周期和预期变化、相对经济强弱以及恐慌情绪这三大决定因素对 2023 年的美元走势进行展望。

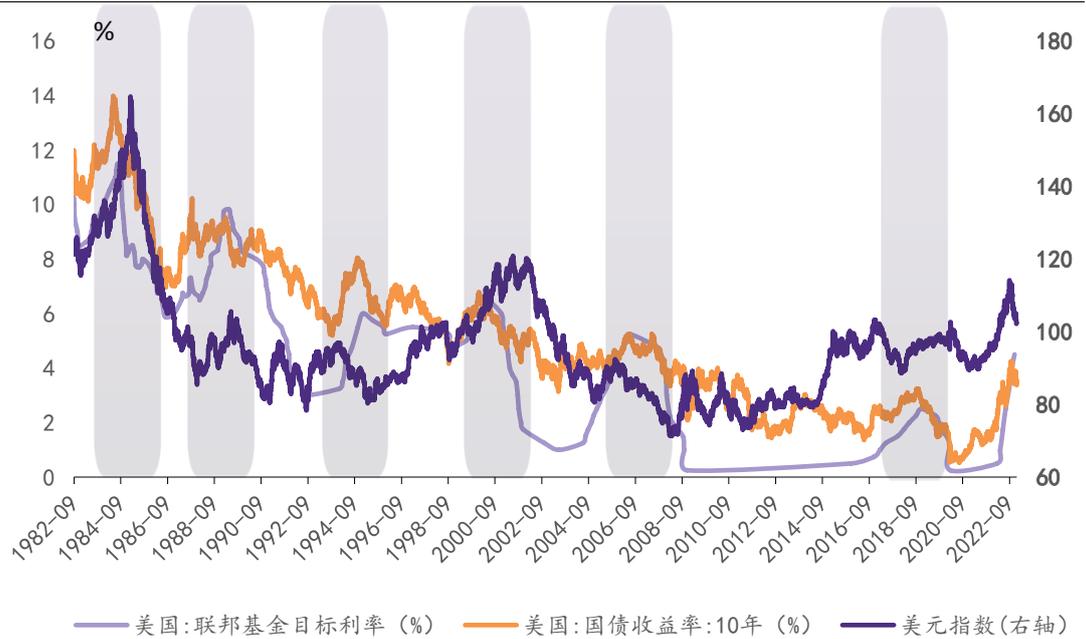
### 2.1、美元指数分析框架：利率、经济和情绪

利率、经济和情绪是美元指数分析的三大要素，分别从资金面资本流动、基本面经济强弱和情绪面风险偏好等三方面决定美元指数走势。

#### 2.1.1、加息往往会对美元指数形成支撑

从加息的角度来看，过去几轮加息周期中美元基本都出现了升值，通常是在加息结束后才出现拐点。这一逻辑也比较直观，加息之后美元资产的吸引力增加，使得美元需求上升，进而带动美元上行（加息顶点往往与美债顶点相近）。

图表 2：加息往往对美元指数有所支撑



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 3：1994 年和 2006 年时出现了加息未完成美元指数下行的现象

	美元指数波动	加息幅度 (%)	美元指数走势
1982年加息	17.36%	3	美元指数伴随加息走高，加息结束后出现下行
1988年加息	12.09%	3.3	美元指数先下后上，在加息完成后触顶回落
1994年加息	-9.05%	2.75	美元指数在加息未完成时已经出现了下行
1999年加息	8.25%	1.5	美元指数伴随加息上行，在加息结束后才出现触顶
2004年加息	-3.24%	4	加息与美元指数走势分化
2017年加息	3.01%	1	贸易战的扰动下美元指数先下后上，加息完成后触顶回落
2022年加息	6.72%	4	伴随着加息的进程走高，但在加息完成前已经出现了触顶

资料来源：wind，华鑫证券研究

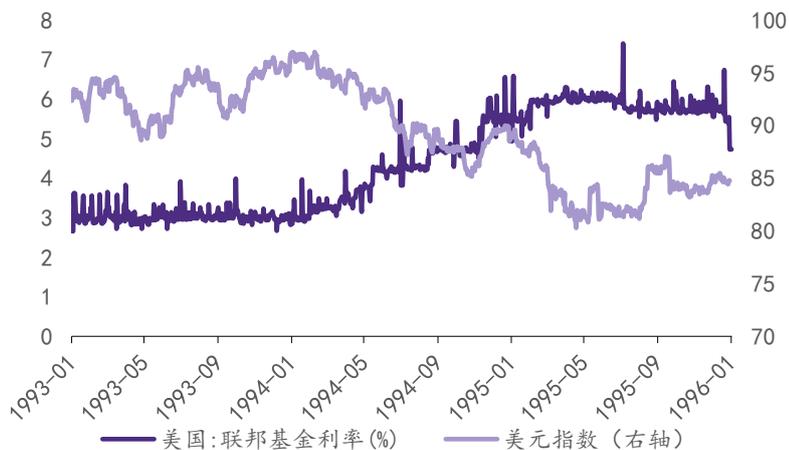
从过去的经验来看，美元指数往往是在加息顶点之后才会出现实际的拐点，只有 1994 年和 2006 年两次意外，美元指数提前回落（但即使提前出现回落，美元指数也在加息中出现了反复，并不是单边下行）。

1994 年美联储从 2 月 3.25% 的基准利率水平开始加息，仅有英国跟随美联储进行了同步加息，英格兰银行在 1994 年-1995 年间共加息 1.5 个百分点，而日本和德国银行则是在 1993 年经济下行的冲击下继续进行货币宽松。美债的相对收益也在 1994 年持续走阔，但美元指数却从 95 左右的顶点下行至 1995 年 4 月 81.6 的低点。

1994 年加息并没有对美元形成支撑主要有两个原因：一是市场预期严重不足，恐慌情

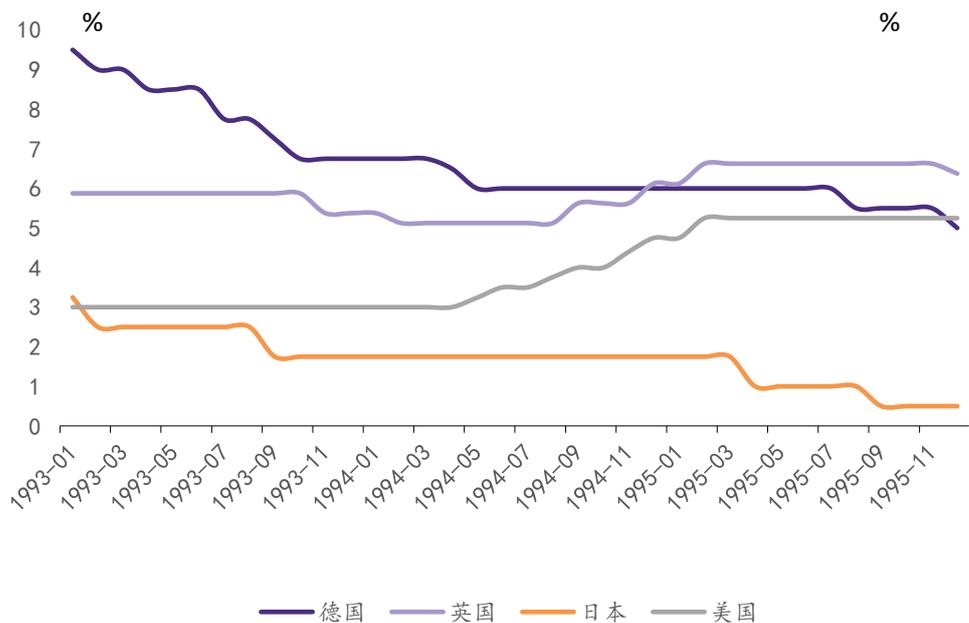
绪蔓延，美债迎来了黑色星期五（1994年2月4日，格林斯潘所代表的美联储加息25BP）。二是经济优势减弱，纵观当时的全球经济环境，世界主要地区的经济都开始改善，英德法日等国经济相继复苏，经济优势放缓导致美元吸引力减弱。

图表 4：1994 年美元在加息过程中下行



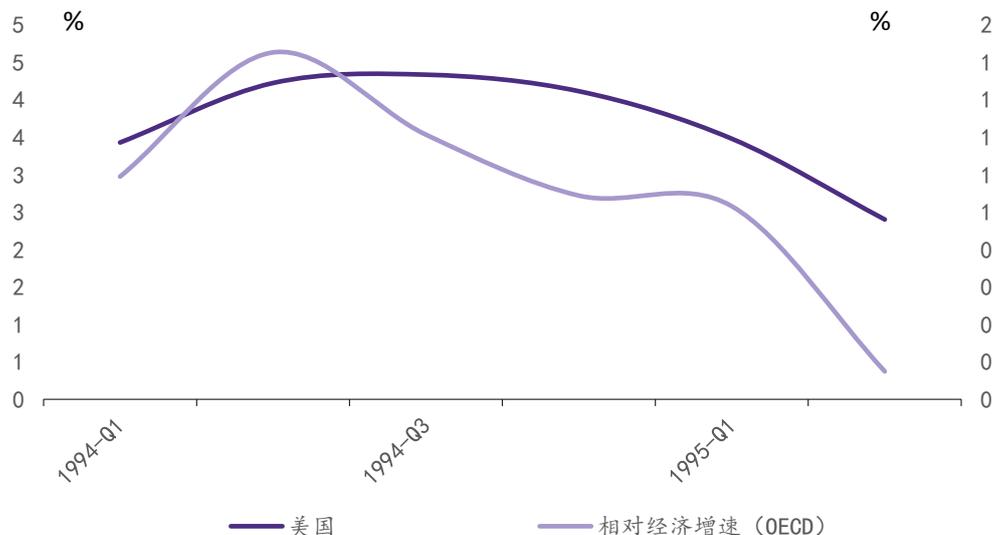
资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 5：1994 年仅有英国跟随美国加息



资料来源: FRED, 华鑫证券研究

图表 6：1994 年美国相对经济优势出现下行



资料来源：wind，华鑫证券研究

2006 年也出现了类似的情况，美联储在 2004 年开始持续加息直到 2006 年 5 月份 5.25% 的峰值。而美元指数则是在加息完成前 2006 年 4-5 月提前快速下行，从 2006 年 4 月初的 90.25 下行至 5 月初的 83.91，贬值幅度高达 7%。

图表 7：2006 年美元危机时同样出现了加息过程中的美元下行



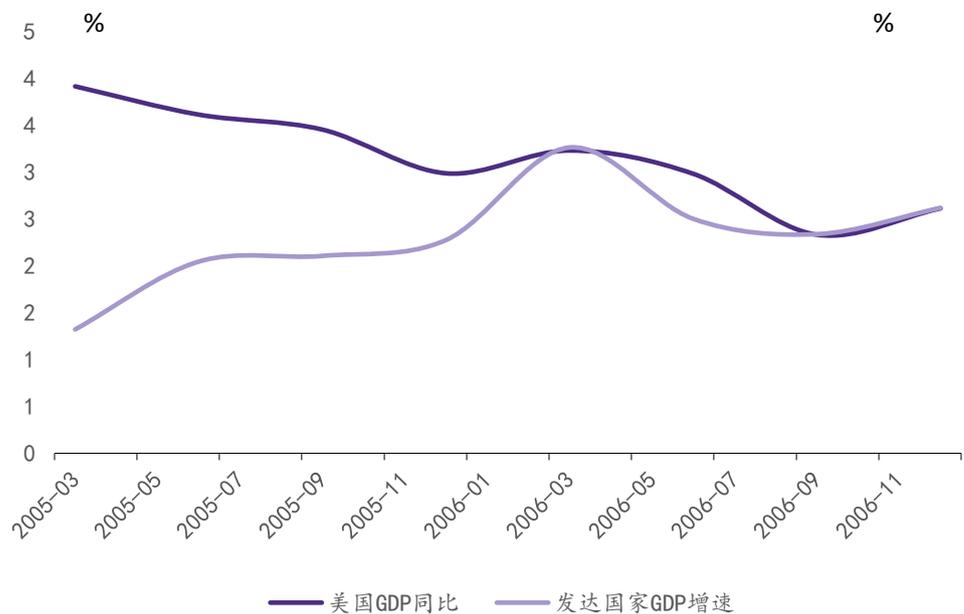
资料来源：wind，华鑫证券研究

主要原因有两个：

一是**联储清晰的政策转向预期**。伯南克上台后，美联储对市场预期管理方法出现了明显的变化，与格利斯潘的模糊的央行语言艺术不同，伯南克给市场直白明确的预期。所以尽管联储在 2006 年上半年一直加息紧缩，但是 3 月份 FOMC 会议纪要已经释放出联储加息放缓的信号，伯南克在 2006 年 4 月发言时进一步明确在 2006 年 5 月份之后不再加息。市场对联储加息预期转变，美元快速下行。

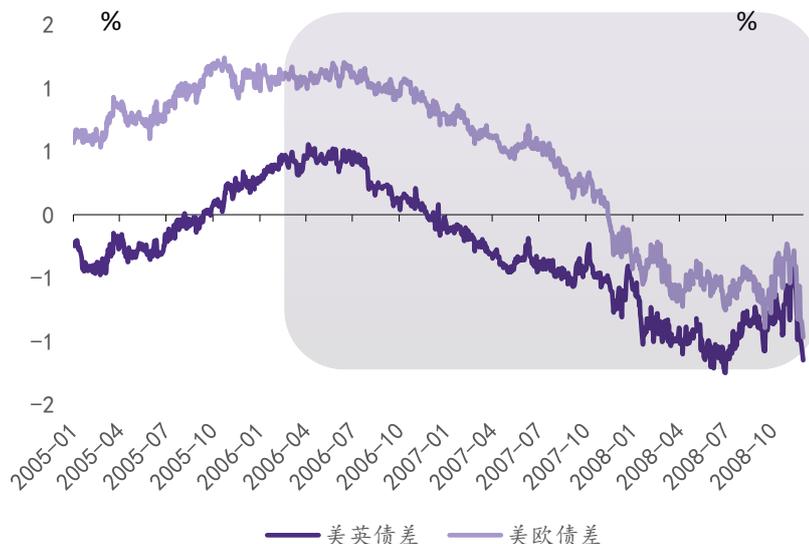
二是**美国经济动能下行的拖累**。彼时美国经济在 2005 年以来就显现出触顶回落的迹象，而欧日英等主要经济体则是进一步修复，美国经济的相对优势不断缩小甚至逆转，最终美国经济增长在 2006 年一季度被英国和欧元区反超，美欧利差收窄，进而对美元指数形成压制。虽然 2006 年一季度末美元指数的急速下行并不能完全归因于利差，但是长期来看，美元利差触顶导致美元吸引力下行，进而导致美元指数回落。

图表 8：2006 年美国相对经济优势逐步收窄



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 9：2006 年时期美债优势开始触顶回落

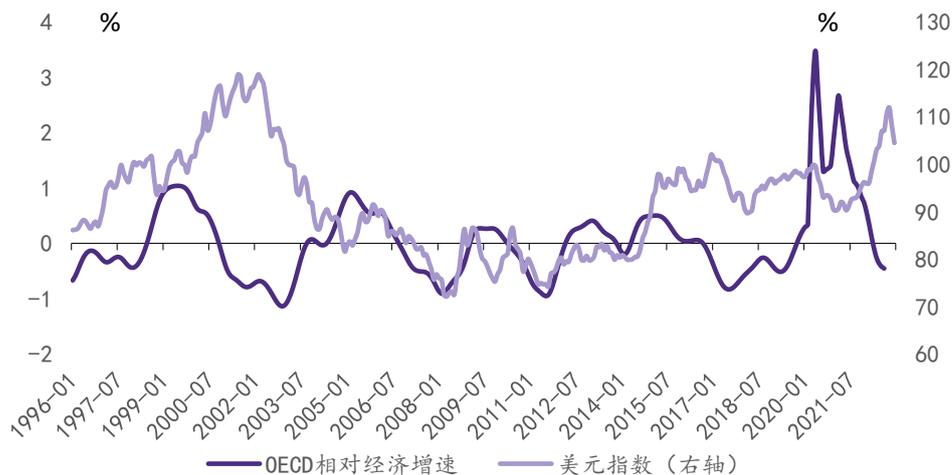


资料来源：wind，华鑫证券研究

### 2.1.2、经济相对优势是美元指数上行的内在驱动力

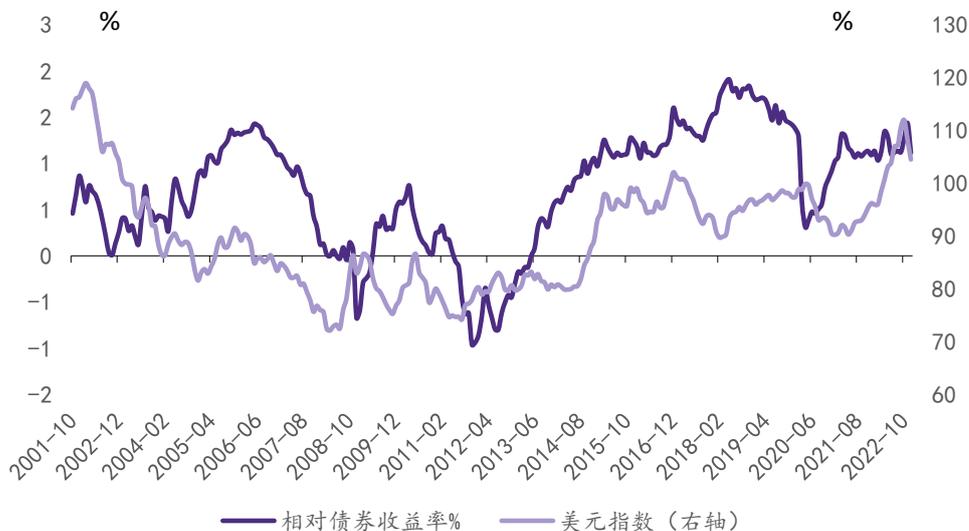
当美国经济相对优势凸显时，美元指数往往有上行动力，而美国经济相对优势回落时，美元基本面支撑也会趋于减弱，触底回落的风险往往会随之而至。我们用债券收益代表经济运行的强弱，可以看到剔除短期情绪和突发事件的冲击扰动后，美债的相对收益与美元指数的长期走势高度相关。

图表 10：经济基本面对美元支撑较为明显



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 11：债券相对收益与美元走势更为直观

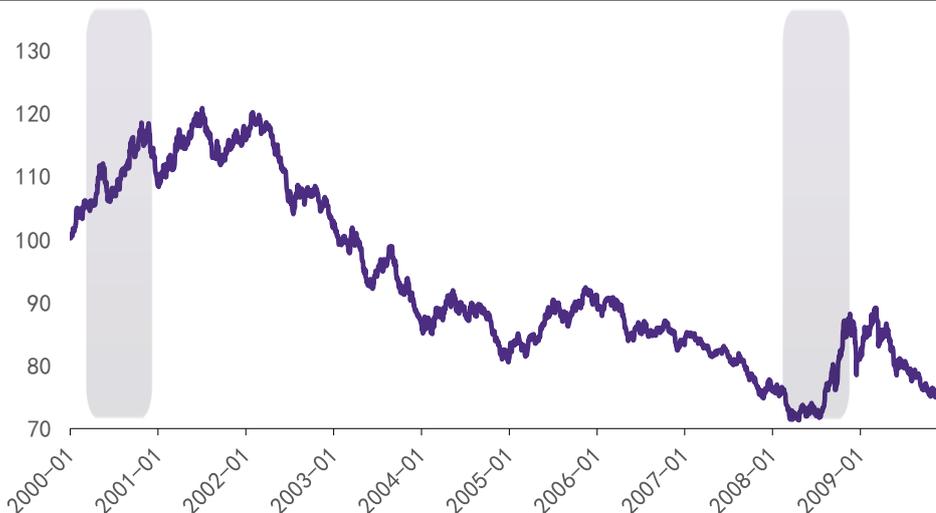


资料来源：wind，华鑫证券研究

### 2.1.3、恐慌情绪往往会助推美元逆势上行

除了基本面和资金面影响外，美元指数走势也会受情绪面影响。当发生大规模经济衰退或金融危机时，美元由于确定性比较强、信用较有保证，会更受到资本市场的青睐，避险需求增加，吸引资金回流，为美元指数的强势表现形成助力。2000年和2008年美元均逆势上行，就是经济衰退下的恐慌情绪助推。

图表 12：恐慌情绪推动美元在经济危机/衰退时的逆势上行

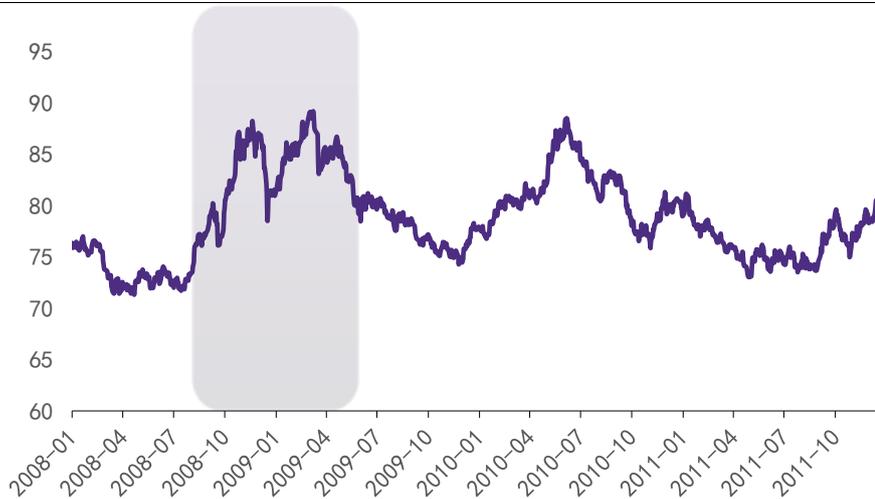


资料来源：wind，华鑫证券研究

2008年次贷危机后，美元指数走势呈现M型，两上两下。2008年6月-2009年3月的第一次上行主要得益于避险情绪的催化。次贷危机初期，影响仅限于美国国内，美元信用和经济预期走弱，而欧洲经济还算良好，结果是美元指数不断下行。但随着次贷危机演变

成全球金融海啸，避险属性凸显，逐渐成为美元走势的支撑，助力美元指数从 73 左右上行至 86 左右，此时作为避险货币的日元也有一定的上行，日元指数从 2008 年下半年的 91 的低位一路上行，在 2009 年初突破了 120，上行幅度超过 31%。

图表 13：次贷危机后美元走出了 M 走势



资料来源：wind，华鑫证券研究

## 2.2、2023 年美元指数走势推演：分四阶段运行

结合上述美元指数分析框架可知，2023 年美国已处于加息尾声，衰退越来越近，经济基本面支撑弱化，逻辑切换后，美元指数震荡下行是大势所趋。但一季度经济未衰、加息未止和恐慌未起，美元指数支撑还在；二季度加息结束，经济衰退，避险情绪升温，博弈加剧，美元走势或有反复。预计上半年美元指数快速调整后或有最后一跃，重回 110 附近。但下半年经济延续衰退、市场预期降息，美元指数会加速下行，预计将回落至 90 左右。

预计全年美元指数可分为四个阶段：

**第一阶段（2023Q1）：加息未止，经济未衰，美元指数仍有支撑。**此时经济仍有韧性，非农就业偏强，基本面还有相对优势；通胀尚在高位，通胀粘性仍需关注，美联储加息尚未结束，对美元的支撑还在，美元指数不至于单边下行。

**第二阶段（2023Q2）：加息完成，经济初衰，美元指数震荡反复。**市场预期联储最早在 2023 年 3 月份完成加息进程，最晚 2023 年 5 月份，这一阶段通胀的主要韧性支撑住宅 CPI 将逐渐减弱，而服务对于经济的支撑也将开始消退，加息进程结束后，利率支撑减弱；与此同时，经济衰退逐步得到验证，基本面助力也随之衰减，美元指数有下行压力。但也存在非美国国家经济更差、美元指数在市场避险情绪的推动下再次走高的可能。

**第三阶段（2023Q3）：经济走弱，预期抢跑，美元指数双重承压。**在我们衰退报告中预计美国衰退或将在 2023 年的二季度兑现，但从深度上来说大概率是浅衰退，同时欧洲和英国预计也将在 2023 年二季度逐步走出经济下行周期，使得美元的相对吸引力减弱，此时美元指数本就承压。如若市场提前预期并交易美联储降息逻辑，此时美元指数双重承压，或有加速贬值压力。

**第四阶段（2023Q4 之后）：预期兑现，降息启动，美元指数加速下行。**当美联储对于降息的态度出现了明确的变化，或是释放出提高长期通胀目标的信号，市场对于降息的预期会进一步加深，将导致美元指数的加速下行，最早出现在 2023 年年末阶段。但也有可能 2023 年降息缺席，2024 年才开始降息，具体节点取决于美国衰退的深度。

## 2.3、当前美元指数已有超贬，走势或有反复

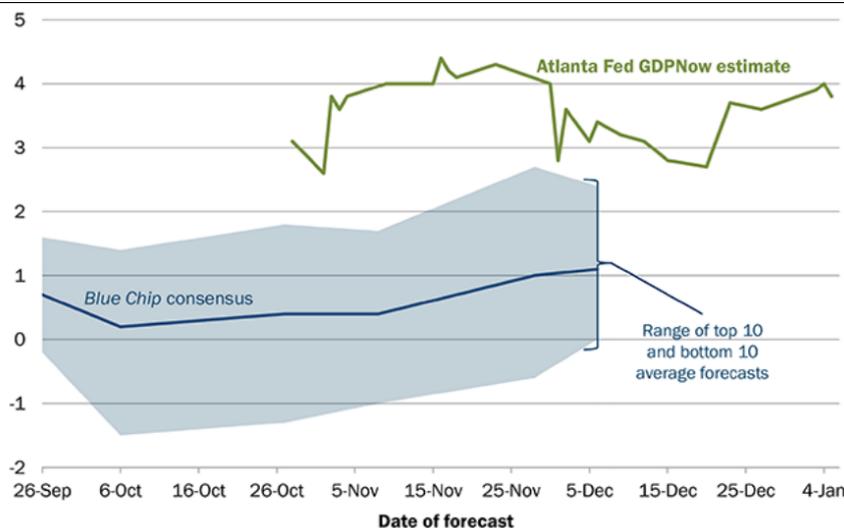
美元指数从 2022 年 10 月以来，开启单边下行模式，已经从 114 的高点降至 101 附近，贬值幅度超过 10%，创下 7 个月新低。短期来看，美国经济未衰、加息未止、恐慌未起，美元指数已接近其公允价值，甚至有些超贬。鉴于全球经济较为低迷、美国加息顶点和节奏仍有不确定性，短期美元走势或有反复，快速超贬后存在小幅向上修正的可能。

### 2.3.1、经济未衰：基本面还有支撑

从经济角度来看，美国经济虽然增速放缓，但是总体仍有韧性。当前一些经济数据的走弱其实更多可归因于经济动能的切换，而不能单纯视作衰退信号，GDPnow 预测美国四季度经济增速在 2.6%-4.4%之间，实际四季度 GDP 环比折年率录得 2.9%，高于预期值 2.6%，经济仍有韧性，特别是消费和非农。

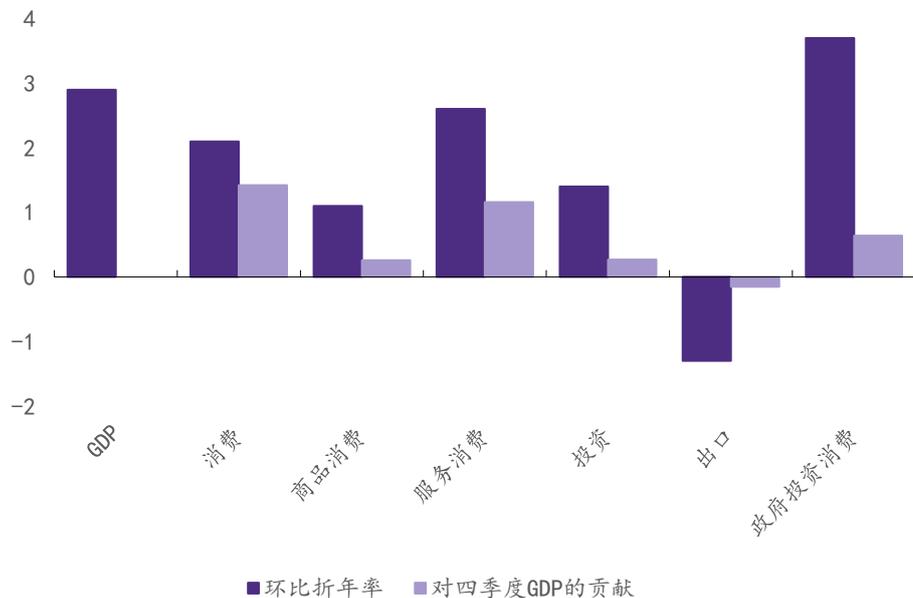
从消费角度来看，虽然当前出现了商品消费的增速下行，但是服务消费仍整体坚挺，2022 年四季度美国商品消费增速回升至 1.1%，而服务消费则是 2.6%。2022 年全年来看，商品消费的环比折年率从 2021 年的 12.2%下降至-0.4%，而服务消费则是继续支撑，从 2021 年的 6.3%回落至 4.5%。参考历史均值，服务消费往往占据了消费的整体的 68.60%，商品消费（耐用品+非耐用品）占据剩余的 31.4%，但是疫后商品消费超额修复，当前服务消费的占比仍低于过去均值，2022 年三季度服务消费占比 65.8%，而商品消费则是 34.2%。我们认为当前服务业消费距离正常趋势仍有的修复空间，根据计算，服务消费预计在 2023 年一季度末才能完成回补。

图表 14: GDPnow 预测保持在高位 (%)



资料来源: Atlanta Fed, 华鑫证券研究

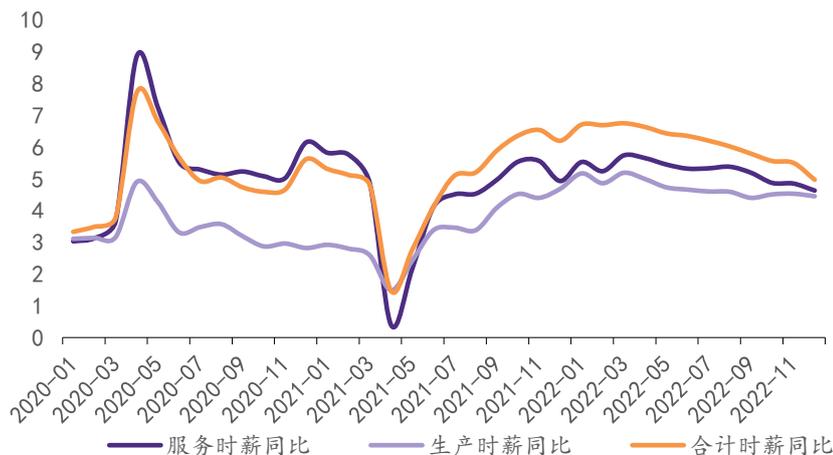
图表 15：四季度 GDP 显示服务消费依然是经济的强支撑 (%)



资料来源：Wind，华鑫证券研究

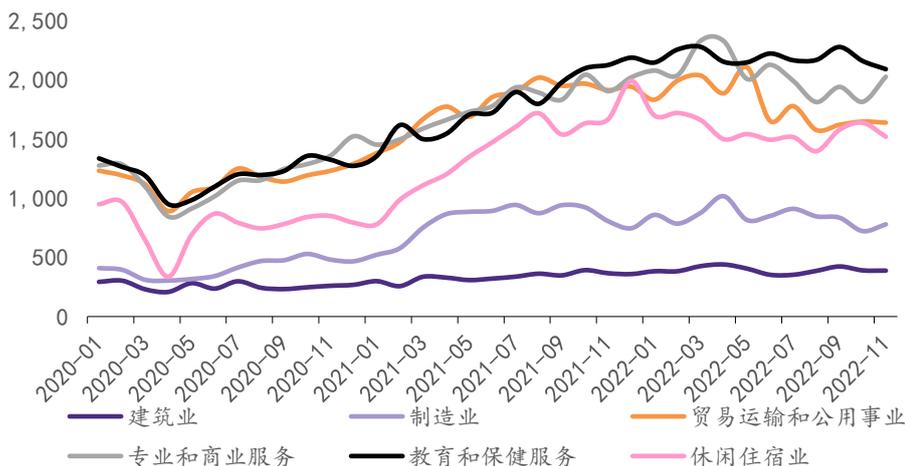
从就业角度来看，非农就业再超预期，服务就业依旧强劲。1月美国非农新增就业录得55.1万人，远超26万人（修正）的前值和18.5万人的预期。失业率也出现了下行，来到了3.4%的53年历史低值。1月份美国非农服务业就业新增39.7万人，主要是教育保健和休闲酒店行业，分别新增了10.5万人和12.8万人。进一步说明了服务业的就业依然处在旺盛阶段，这也符合稍前的ADP数据和职位空缺数据：1月份职位空缺报告显示服务业的就业紧缺仍处在高位，住宿和餐饮服务职位空缺数量飙升40.9万，空缺职位与失业人数之比从前月的1.7上升至1.9，接近历史最高纪录。服务业劳动市场的紧平衡仍会继续从工资的角度支撑服务业通胀：1月非农时薪的增速略有上行，环比增速从12月的0.27%上行至0.3%，同比增速来到了4.4%，但依然处在相对高位。结合鲍威尔在2月FOMC会议上对于服务通胀的看法，当前服务劳动市场的紧张依然会对美联储货币动向形成掣肘，使得5月份联储达到加息顶点、2023年不降息的预期进一步强化。

图表 16: 工资增长继续放缓 (%)



资料来源: wind, 华鑫证券研究

图表 17: 服务业职位空缺来看 劳动力市场仍处在紧张的状态 (千人)



资料来源: wind, 华鑫证券研究

从相对的经济优势来说, 欧元区的四季度伴随着非美发达经济体开始走出衰退, 国内经济复苏的开始, 经济基本面对美元的支撑将进一步减弱。近期由于能源价格的不断下跌, 通胀压力的缓解, 市场对于欧元区经济开始转向乐观, 使得欧元对于美元的压制加强: 欧元兑美元在 1 月 25 日突破了 1.09, 来到了 9 个多月以来的高位。伴随着更多非美发达经济体开始走出衰退, 美国经济相对优势对美元指数的支撑将减弱。

### 2.3.2、加息未止: 市场抢跑后会有纠偏

美联储对于通胀的态度与 11 月 FOMC 会议时宁肯杀错不肯错过的态度一样, 与其选择过早降息导致通胀反复, 联储官员宁愿选择进行更长久的货币收紧来确保通胀压力切实缓解。鲍威尔认为最大的痛苦将是未能将利率提升至足够高的水平。由此来看, 虽然鲍威尔当前无法跟市场建立沃克一样的铁腕抗通胀的形象, 但至少表明他并不想重复伯恩斯时期通胀反复的悲剧, 这也是鲍威尔反复强调“历史经验告诫我们不要过早放松货币紧缩”

的主要原因。虽然 2 月的联储会议上鲍威尔出现了口风的转鸽，但是在后续超强的非农数据支撑下，鲍威尔对于降息的态度依然偏鹰。在非农数据公布之后，鲍威尔、纽约联储行长和库克等联储官员纷纷出来表达抗通胀的态度，进一步修正市场的鸽派预期。

市场和美联储的预期对冲预计是 2023 年影响美元指数的重要因素之一，当前情况来看，市场往往是期待悲观表现乐观，更倾向于通胀会快速下行，或者经济数据出现急速的走弱（深度衰退），逼迫联储快速转向，从而开始新一轮的宽松周期。因此其对于美联储的预期也一直是加息至 5% 即可，也预期在 2023 年降息，结果是美股出现了超前反弹回升。联储的观点则仍是不完全放弃软着陆的可能（Q4 经济数据支撑），同时强劲但失真的劳动数据也一直迫使着美联储要“多看看”再做决定：鲍威尔也强调美联储对于加息的指引将会跟随经济数据的变化而进行变更。

相对于市场对经济的悲观、对降息的乐观，联储目前整体对经济是相对乐观的，对降息则是相对谨慎的，2 月的 FOMC 会议释放出加息节奏放缓的信号，也开始讨论加息顶点的问题。从非经济的角度来看，以鲍威尔为代表的联储当前更想要重新树立起联储的形象，其“通胀暂时论”使得市场并不相信联储的预期管理，市场和联储中间这种“你说你的，我猜我的”的现象需要得到纠正，因此鲍威尔也可能在后续的 FOMC 会议上对于市场的预期再度进行矫正，在保持加息顶点不变的同时适时放慢加息的步伐。市场所预计的 5% 顶点已经在超预期的非农数据下有所变化，但依然坚持 2023 年降息的预期。因此 3 月份是否是加息顶点仍待观察，如若真的实现了加息顶点的下调，那市场会再次抢跑，美元预计会再度下修，但要是市场的预期落空，那美元将重获支撑，预期抢跑将会回补。

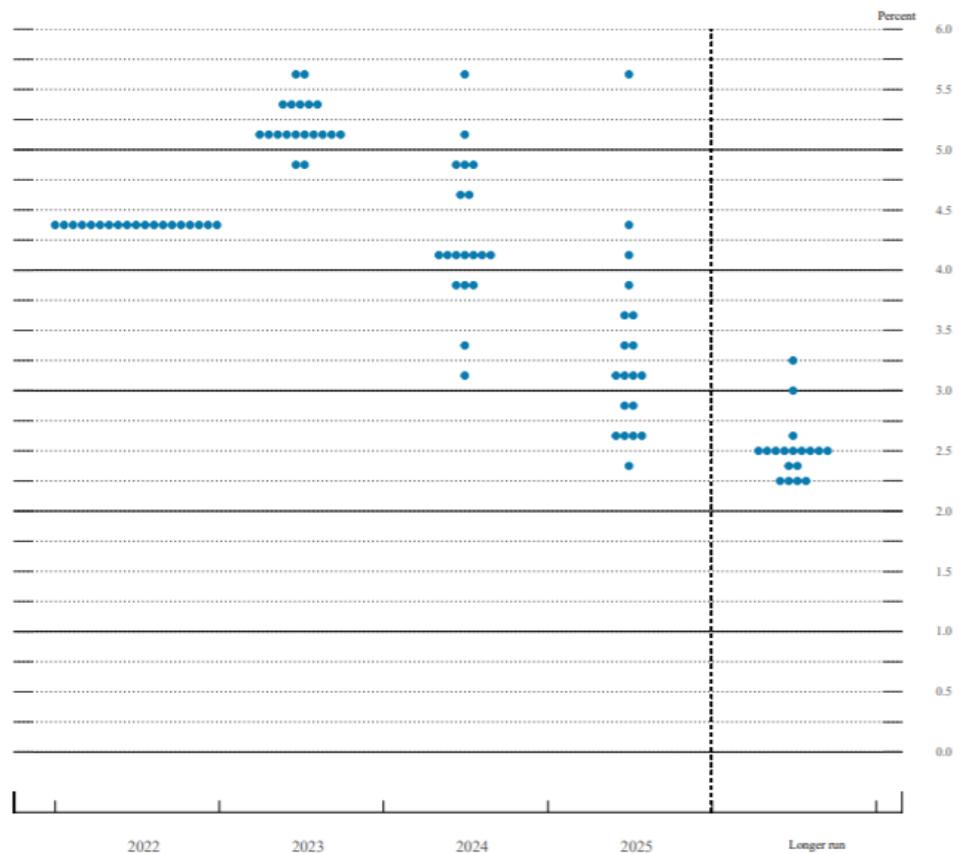
中国经济复苏加之全球库存处在相对低位或将带来大宗商品价格的回升，以及暂时无法缓解的劳动力市场紧张使得美国通胀的“最后一公里”下降将极为艰难。2022 年时中美周期错位带来的货币政策挤压出现了角色的反转，如若中国经济复苏超预期，则美联储的货币政策转向则会相对被动，加之俄乌冲突近期风波再起，多项风险因素下，联储总体保持对降息的相对谨慎，市场预期纠偏后仍有抢跑回补的可能。

图表 18: 市场仍然预期 2023 年会降息

MEETING PROBABILITIES								
MEETING DATE	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525	525-550	550-575	575-600
22/03/2023	0.0%	0.0%	0.0%	90.8%	9.2%	0.0%	0.0%	0.0%
3/05/2023	0.0%	0.0%	0.0%	18.4%	74.2%	7.4%	0.0%	0.0%
14/06/2023	0.0%	0.0%	0.0%	9.9%	48.4%	38.4%	3.4%	0.0%
26/07/2023	0.0%	0.0%	0.0%	8.9%	44.5%	39.4%	6.9%	0.3%
20/09/2023	0.0%	0.0%	1.2%	13.9%	43.8%	34.8%	6.0%	0.3%
1/11/2023	0.0%	0.3%	4.6%	21.9%	41.4%	27.1%	4.4%	0.2%
13/12/2023	0.2%	3.2%	16.2%	35.0%	31.8%	11.9%	1.6%	0.1%

资料来源: CME, 华鑫证券研究

图表 19: 12 月点阵图显示 2023 年降息可能较低



资料来源: Fed, 华鑫证券研究

FOMC 委员对于降息的态度也是 2023 年美联储能否进行货币转向的重点观察指标之一, 目前来看, 2023 年 FOMC 委员均对降息持有相对鹰派的态度, 使得 2023 年美联储降息的可能性整体不高。从 FOMC 委员的变更来看, 2023 年原芝加哥联储主席埃文斯将达到强制退休

年纪，而芝加哥大学经济教授，原奥巴马高级经济顾问的古尔斯比将出任芝加哥联储主席，并将作为 2023 年 FOMC 会议中的投票委员之一对 2023 年的加息决议进行表决。古尔斯比在上任后并没有发表太多的利率通胀相关的言论，从他之前的发言来看，相较于前任埃文斯，古尔斯比更为的鹰派：他认为当前通胀下行的速度并不会太快，而要是通胀的下行不及预期的话，那么联储可能会持续加息直到通胀缓解。其他的 2023 年 FOMC 四名联储主席则是纽约（John C. Williams）、费城（Patrick T. Harker）、达拉斯（Lorie K. Logan）和明尼阿波利斯联储主席（Neel Kashkari）。从之前的言论来看，纽约联储威廉姆对于 2023 年加息的态度保持鹰派，认为 2023 年没有降息的可能，最早可能会在 2024 年才开始降息；费城联储主席哈克也预计加息并不会停止，并且会保持早高利率运行一段时间；明尼阿波利斯联储主席卡什卡利作为新晋的联储鹰王，也是在过去一年中一直保持了鹰派的态度，虽然其对 12 月的加息决议投了反对票，但其对于高利率悬挂的观点依然未变，因此我们依然认定其为鹰派；达拉斯的联储主席洛根支撑放缓加息的步伐，但同时也强调步伐的放缓不代表货币政策的转向，同样是对高利率悬挂持有鹰派态度。

**因此从联储主席的态度来看，总体依旧偏鹰。**从联储的官员的角度来看，除鲍威尔以外的 2023 年 6 名联储官员整体来说也是鹰派偏多：Waller 沃勒、Bowman 波曼、Cook 库克、Barr 巴尔、Jefferson 杰斐逊都处在相对的鹰派，认为要持续加息才能降低通胀，并未出现支持降息的言论。鲍威尔的鹰派态度在 12 月的议息会议上再度加强，强调宁愿晚转向也不会早转向。

图表 20: 联储官员对于降息的态度维持在统一的鹰派

职位	位置	名字	最近观点梳理	鹰鸽态度
联储行长	芝加哥联储	Charles Evans (卸任)	在2022年最后一次FOMC会议上就加息投了反对票	偏鸽
		Austan D. Goolsbee	通胀虽然当前已经触顶, 但仍有反复的可能 (2022.11.25)	中立偏鹰
	纽约联储/副主席	John C. Williams	仍需坚持维持高利率悬挂直到达成2%通胀目标 (2023.2.08)	鹰派
	费城联储	Patrick T. Harker	加息步伐适当放缓, 2024年降息窗口打开 (2023.02.11)	鹰派
	达拉斯联储	Lorie K. Logan	支持放慢加息步伐, 但即使加息速度放慢, 也要保持金融条件的限制性。 (2023.1.19)	鹰派
	明尼阿珀利斯	Neel Kashkari	爆炸性的就业增长证明央行在抑制通胀方面还有更多工作要做, 支持加息至5.4% (2022.02.07)	鹰派
联储官员	美联储主席	Jerome Powell	胀当前处于回落过程的初期阶段当前处于回落过程的初期阶段, 若就业市场持续强劲, 美联储加息将超出市场定价水平 (2023.2.07)	鹰派
	副主席	Lael Brainard	在全球通胀可能不如近几十年来稳定的情况下, 央行必须应对通胀预期升至2%目标以上的风险。 (2022.11.29) 央行已经做了很多 (货币紧缩), 但仍有更多的工作等待去做 (2022.11.15)	鹰派
	监督副主席	Michael S. Barr	利率将不得不在很长一段时间内保持高位, 才能真正将通胀率降至2% (2022.12.05)	鹰派
	联储理事	Christopher J. Waller	仍需继续进行货币紧缩直达到最佳的悬挂高度 (2023.1.11)	鹰派
	联储理事	Michelle W. Bowman	通胀仍过高, 需要继续收紧货币政策, 保持对通胀的压制。 (2023.2.13)	鹰派
	联储理事	Lisa D. Cook	通胀出现放缓迹象, 需保持高利率对通胀的限制 (2023.2.08)	鹰派
	联储理事	Philip N. Jefferson	高通胀损伤低收入家庭 (2022年11.17) 降低通胀是央行的首要任务, 坚决要将通货膨胀率回落到2% (2022.10.4)	鹰派

资料来源: 资料整理, 华鑫证券研究

因此, 结合当前情况来看, 美元指数再次出现 2006 年一样美元危机的可能性并不大, 首先从预期来说当前鲍威尔对于市场的预期管理比较充分, 除了各个联储主席和官员频繁的发声之外, 还有联储专用喉舌 Tick 与市场的频繁沟通交流, 因此 2006 年时期出现的预期管理办法导致的市场预期断层并不会再次出现。

**降息预期的实现则需要两步走: 第一步主要是在通胀和非农就业出现超预期下行的情况下出现。**2023 年下半年伴随着衰退的兑现和通胀的降温, 市场会提前抢跑美联储降息的预期, 使得美元指数进一步承压。**第二步在市场预期调整之后, 联储对于降息口风的放缓, 或者对于长期通胀上限上调的考虑将是下一个美元加速下行的关键点位。**因此从情绪面来说, 2023 年即使出现了联储货币政策的转向也不会导致 2006 年一样美元危机, 更多可能是市场降息预期和联储高利率悬挂的博弈, 使得美元下行的趋势更为震荡。

### 2.3.3、恐慌未起: 市场情绪较为平稳

从恐慌情绪的角度来看, 我们认为恐慌情绪或将成为 2023 年美元的重要支撑之一。恐慌情绪主要分为政治恐慌情绪和经济恐慌情绪, 从政治风险的角度来看, 美元指数面临的情况与 2016 年恰恰相反, 2016 年欧洲右翼未尝一胜, 美国特朗普上台, 整体局势是欧洲政

治风险降温而美国政治风险升温。当前在能源危机和俄乌冲突的双重冲击下，欧盟右翼开始展现一定的影响力，接连在匈牙利、瑞典和意大利取得战果，民粹主义的幽灵再次游荡在欧洲上空，且伴随着俄乌冲突局势的发展，对俄新一轮制裁的确定（油价上限的确立），俄乌冲突升级的可能性仍在。美国虽然中期选举民主党失去了众议院，但整体来说政治风险仍处在相对可控的阶段，因此当前美国政治平稳而欧盟政治风险尚温，政治和地区冲突引发的避险情绪预计在一季度仍可能对美元指数有所提振。

从经济避险情绪上来说，2008 年全球金融危机时出现了美元指数的冲高，从当前的各项数据来看，美国衰退形成全球共振的可能性仍不高，大概率是一次轻微的衰退。叠加欧盟、中国和美国的经济周期错位，美国经济走弱时期预计英欧等发达国家也开始出现经济的回暖，进一步降低经济避险情绪对美元的支撑，美元本轮衰退时的避险吸引力将远弱于 2008 年次贷危机时期，美元指数再现逆势上行的可能性并不大。但仍需警惕非美国国家衰退深度超预期，或者地缘政治事件再次升级带来的美元避险情绪的高涨，推动美元指数的再次上行。

### 3、2023 年人民币汇率展望：拐点确认，但变数仍存

结合以上对 2023 年美元指数走势研判，下面我们将基于人民币汇率的分析框架——外盘、供需和政策三个维度拆解，对 2023 年人民币汇率走势进行展望。

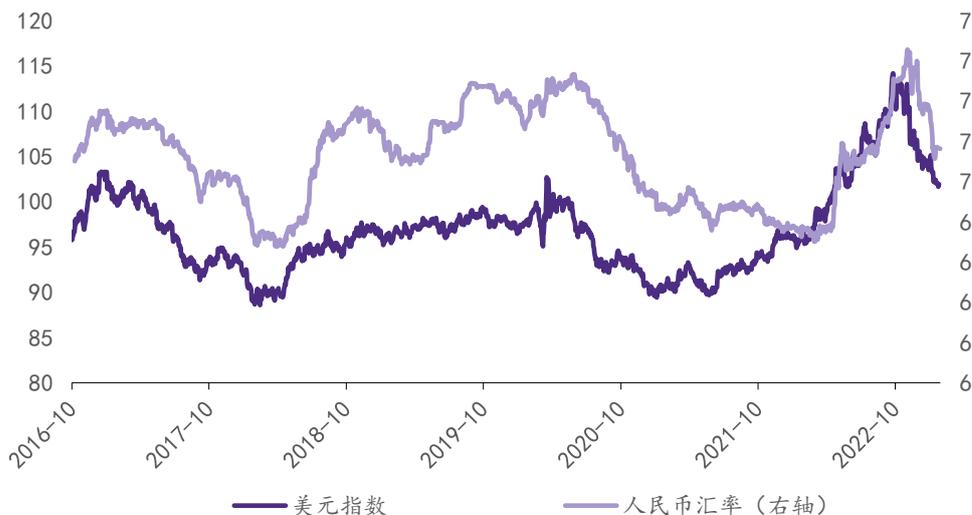
#### 3.1、人民币分析框架：外盘、供需和政策

外盘、供需和政策是人民币汇率分析的三大要素，分别从资金面资本流动、基本面供需和政策面纠偏等三方面决定人民币汇率走势。

##### 3.1.1、外盘（美元指数，风险偏好）

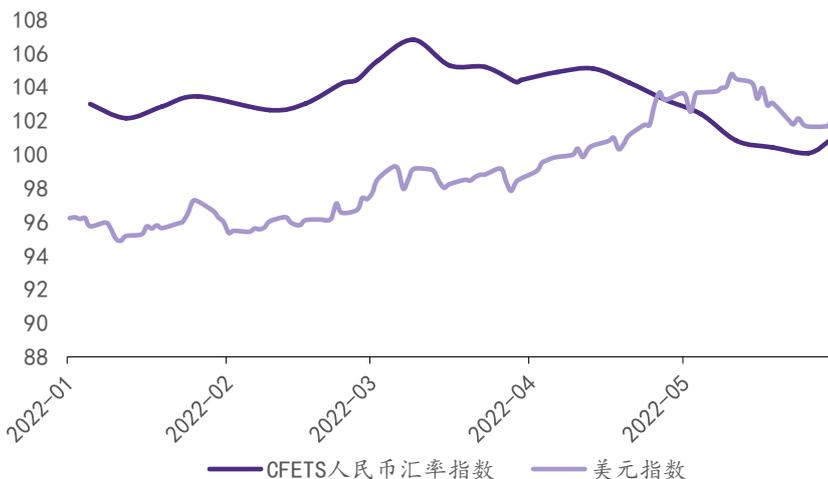
人民币的分析框架我们从影响方向的角度分为三大类，首先是外盘因素，主要包含美元指数的影响和市场风险偏好的转变。美元作为世界主要交易货币，其对人民币的冲击是十分明显的，汇改之后人民币汇率往往和美元走势同步，仅有个别时期出现了独立走势。从人民币指数的构成上也能看出美元的影响，根据最新版的人民币汇率指数的货币篮子权重，美元虽然有所下降，但依然以 19.83% 的比重占据了第一权重的位置。除了美元指数的直接影响之外，黑天鹅事件导致的市场风险偏好的改变也会对人民币汇率造成影响，美元作为储备货币，其避险属性在黑天鹅事件中往往会挤压非美货币的价值，俄乌冲突下美元作为避险货币的属性凸显，使得人民币指数承压。

图表 21：美元指数和人民币汇率走势基本一致



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 22：俄乌冲突爆发时美元指数持续上行，人民币受挫



资料来源：wind，华鑫证券研究

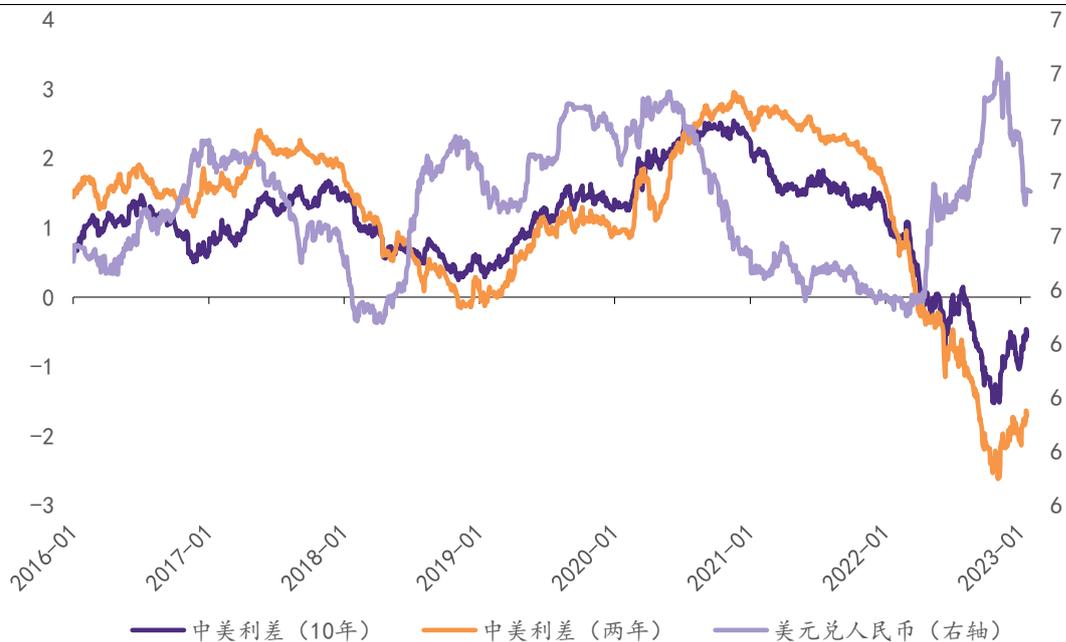
### 3.1.2、供需（利差、出口、结售汇）

从供需的角度也能看出人民币的强弱，中美利差是决定人民币吸引力的关键，中美利差不仅仅是决定中美债券相对吸引力的指标，更是综合两国经济动能的指标，经济周期的错位带来的资本市场全面吸引力的提升将是进一步推动人民币的需求。2023 年中美利差的走势，一方面要跟踪国内的经济复苏力度，另一方面也要观察美国经济的衰退深度，共同作用下推动利差的回升，支撑人民币的吸引力。

出口则是从贸易的角度来解释人民币的供需，贸易顺差扩大会加大人民币的需求，从而对人民币的价值有所支撑。长期来看，出口份额的变化也与人民币息息相关：中国出口占世界贸易的比例和人民币指数有着明显正相关。

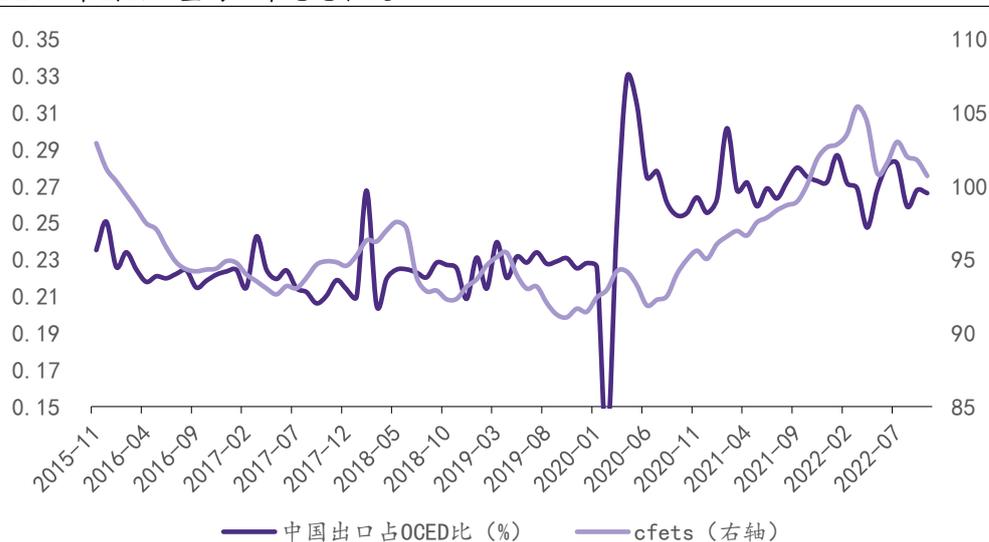
结售汇与汇率则更多是双向波动：汇率走高，结售汇意愿强，进一步推动人民币的上行，而要是人民币汇率走低，结售汇意愿弱，则会进一步降低市场对汇率的需求，进而使得人民币失去支撑。

图表 23：利差和人民币走势呈现比较明显的负相关



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 24：中国出口量与汇率息息相关



资料来源：wind，华鑫证券研究

### 3.1.2、政策（经济刺激和外汇管控）

最后从政策的角度来说，政策主要分为两个方面，经济相关的行业政策和货币政策对于汇率的影响并不直接，更多的是按照政策-经济-汇率的路径传导，因此我们更多将其归于利差的部分讨论。而外汇管控政策则是央行对于汇率的直接干预。央行有着多种外汇管控工具，按照央行控速不控点位的原则，2022年央行在人民币快速贬值的背景下央行出动了诸多外汇工具，放缓了人民币贬值的步伐。2023年在人民币整体升值的预期下，预计央行会逐渐回收过去为了控制贬值速度所实施的一些外汇管控。从全年的水平来看，人民币出现加速升值的可能性也较低，使得2023年央行反向操作外汇工具箱的概率较小。因此总体来说，2023年外汇政策对与人民币的干扰相对于2022年是整体趋缓的。

### 3.2、长期：2023年人民币重回升值区间，中枢在6.6-6.7

**走势推演：**中美经济东升西落，中国弱复苏（疫情冲击减弱+地产逐渐企稳），美国浅衰退，利差收窄，2023年人民币汇率有升值空间。但其中变数仍值得关注，特别是预期抢跑。

**外盘扰动减弱：**美元指数震荡下行，人民币被动升值。再加上俄乌冲突常态化、中美关系阶段性缓和，风险偏好上行。但海外衰退初期，避险升温会加剧市场情绪波动。

**市场供需平稳：**从跨境资金流动来看，出口承压导致贸易顺差收窄、结汇需求还在低位，投资需求会回补空间，汇率市场供求动态平衡。

**政策逐步退出：**随着外汇市场重回双向波动，结售汇比例限制、远购风险准备金率、中间价逆周期因子等外汇干预政策会逐步退出。

总体来看，2023年人民币汇率重回升值区间，美元兑人民币预计能回到6.6-6.7左右的水平。

#### 3.2.1、弱出口压制，但外资涌入，预计供需维持平衡

一方面，出口的下行从供需的角度对人民币形成拖累，另一方面稳外贸的需求也将使得人民币升值的空间降低。疫情后在国内出口大幅上行的影响下，高贸易顺差使得世界市场对于人民币需求走高，从而带动了人民币的升值：美元兑人民币一度升至6.3。但当前在海外需求持续弱化的影响下，出口增速仍处在下行周期之中：波罗的海航运价格指数在近期出现了近40年以来的最大单日跌幅，显示出海外需求下行仍未结束。根据我们的出口报告，预计出口在2023年的年中将会迎来边际的回暖，但全年依然大概率保持负增长。出口贸易顺差的缩小也将整体降低了人民币的需求量，限制了其升值的空间。与此同时，出口作为国内经济的重要组成部分，与制造业的景气度息息相关，因此2023年稳外贸政策的继续出台成为可能，从侧面也限制了人民币的升值空间。总体出口的走低也将减少结售汇需求。

图表 25：出口一直是中国的重要支撑

指标名称	GDP现价 (亿元)	出口金额 (人民币, 亿元)	出口占比
2016	746395.06	138456.00	18.55%
2017	832035.95	153309.00	18.43%
2018	919281.13	164129.00	17.85%
2019	986515.20	172373.00	17.47%
2020	1013567.00	179279.00	17.69%
2021	1149237.00	216907.00	18.87%
2022	1189460.30	238098.00	20.02%

资料来源：wind，华鑫证券研究

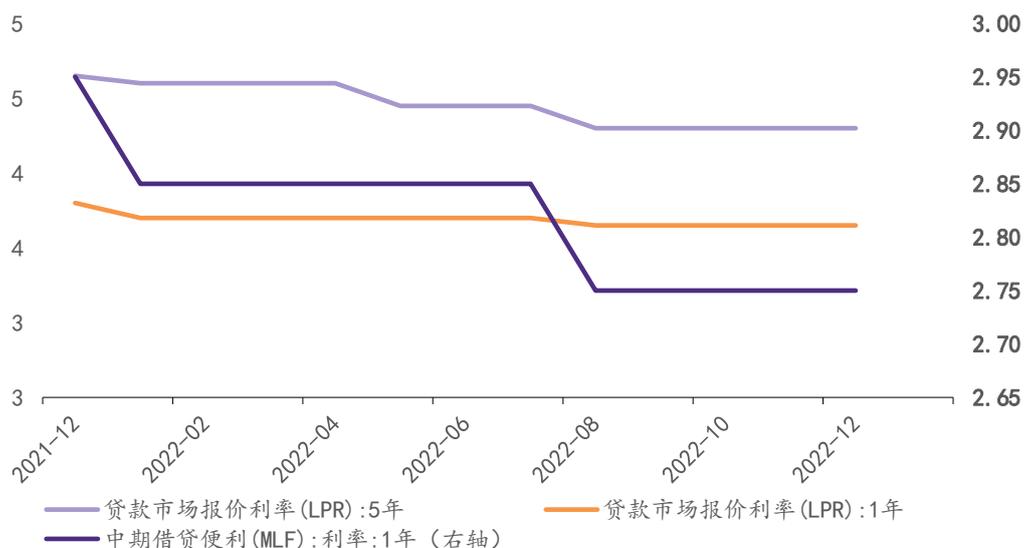
从海外资金流动的角度来看，在衰退逼近的背景下，非美资产的性价比边际回升，推动着海外资金的流入。2023 年 1 月 A 股中北上资金累计净买入规模已经超过了 2022 年全年。预计伴随着国内经济修复，海外资金仍会持续加码中国，与结售汇和缩小的出口贸易顺差形成互补，维持人民币供需的动态平衡。

### 3.2.2、货币持续宽松，外汇工具回箱

当前货币政策既要兼顾经济修复，助力保交楼，又要防通胀，还要稳汇率、抑空转，总量货币政策空间收窄，使得结构性货币工具成为 2023 年货币宽松的主要发力点。2023 年初经济磨底阶段，宽货币继续发力对冲下行压力，使得人民币仍有一定的贬值压力；待经济逐步企稳，宽货币向宽信用转变是大势所趋，兼顾总量和结构双重功能。届时会加大对促消费、稳地产、扩基建、扩制造的资金支持，激发经济内生动能。预计 2023 年央行将继续重点使用结构性货币政策工具，支农支小再贷款和再贴现等长期性工具仍是疫后纾困的主要抓手。

从外汇工具的角度来说，2022 年在人民币快速贬值的背景下央行出动了诸多外汇工具，2023 年在人民币整体升值的预期下，预计央行会逐渐回收过去为了控制贬值速度所实施的外汇管控政策。同时，按照央行控速度不控点位的汇率政策原则，2023 年央行也有动能去反向操作外汇工具箱来放缓人民币的升值过程，缓解出口企业的生存压力，维护外汇市场基本稳定，坚决抑制汇率大起大落。

图表 26: 2023 年降准降息犹存, 但空间缩小

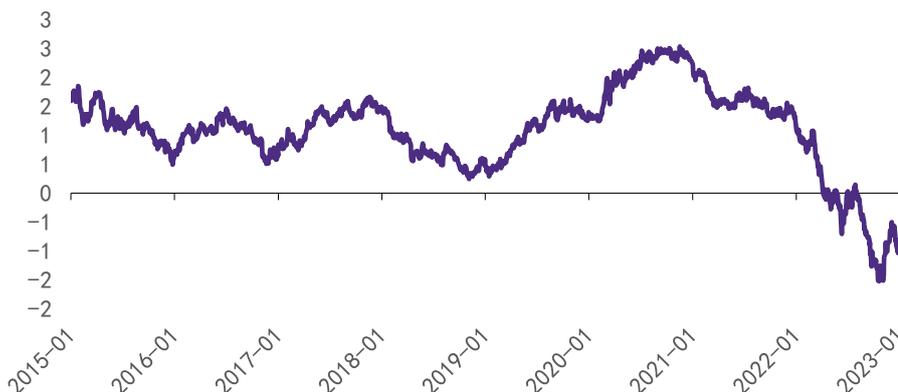


资料来源: wind, 华鑫证券研究

### 3.2.3、利差预计会持续倒挂, 压缩人民币修复空间

中美利差是决定 2023 年人民币走势的关键因素。从美债的角度来说, 2023 年是美债预期转换的一年。2023 年前期在联储加息尚未完成的影响下, 美债收益仍有所支撑, 将以震荡为主。但伴随着加息进程的结束, 经济数据的下行以及通胀的回落, 市场开始抢跑联储降息的预期, 将推动美债的利率下行。市场各大机构也对 2023 年的美债走势预期基本一致, 10 年期美债利率预计在 2023 年末回归至 3.25%-3.5%左右。按照 3.41%的平均利率预测计算, 10 年期美债平均下行空间预计 30BP, 最多 45BP。而当前中美利差仍有 70BP 的利差范围, 单纯靠美债的回落并不能改善中美利差的倒挂情况。

图表 27：中美利差仍处在倒挂阶段（%）



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 28：海外机构对于美债预测基本一致

	2Y	5Y	10Y
美国银行	3.25%	3.00%	3.25%
巴莱克银行	3.90%	3.80%	3.75%
花旗银行	3.25%	3.20%	3.25%
德意志银行	3.15%	3.25%	3.65%
摩根	3.80%	3.45%	3.40%
摩根斯坦利	3.50%	3.50%	3.50%
三菱日联银行	3.63%	3.50%	3.38%
国民西敏寺银行	3.55%	3.35%	3.35%
加拿大银行	3.65%	3.30%	3.45%
兴业银行	3.50%	3.30%	3.25%
特比勒顿	3.15%	3.40%	3.25%
平均	3.48%	3.37%	3.41%

资料来源：Bloomberg，华鑫证券研究

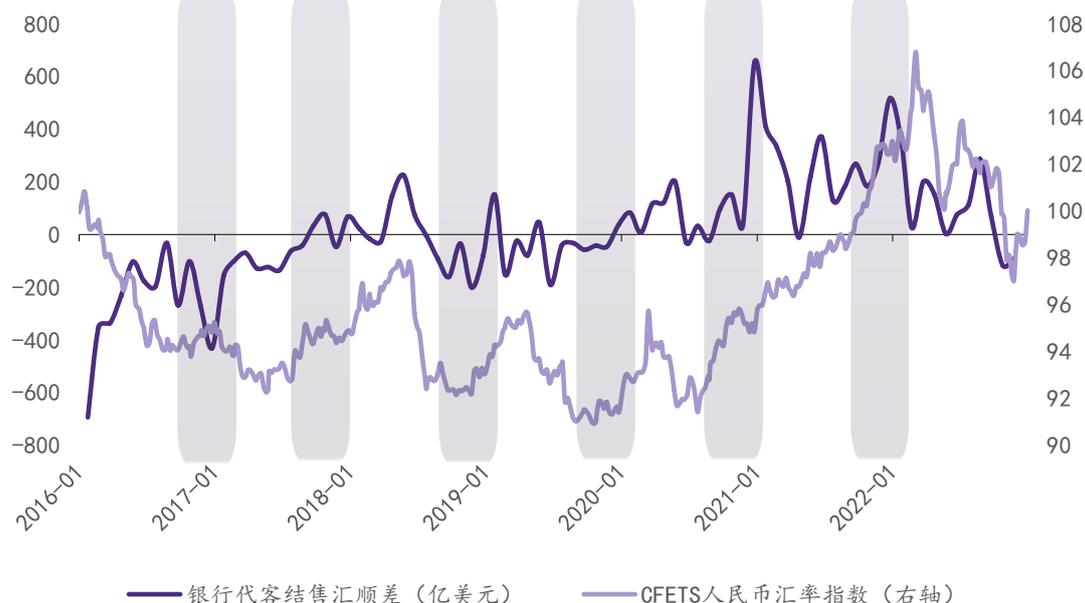
从国内债市来看，2023 年债市走势更多是强预期和弱现实的博弈，政策面和基本面成为市场主导，弱复苏背景下，2023 年整体债市表现为震荡走弱。从增长增速来说，根据过去的经验数据计算，目前 2.88% 的十年期国债利率大概隐含了 5.3% 的实际 GDP 增长预期。从后续的复苏路径来看，国债利率预计会随着经济修复呈现出震荡上行的走势，预计全年利率在 2.7%-3.1% 之间，按照 3.1% 将是 2023 年国债利率顶的假设来计算，2023 年中美利差的改善国债方面预计贡献 20BP 左右，使得全年中美利差仍会大概率保持在倒挂区间，使得人民币价值回归的路径更加坎坷缓慢。

### 3.3、短期：人民币快速升值或将结束

在快速的贬值之后，人民币在美元下行的影响下开始了被动升值，在 2022 年 12 月 5 日，人民币时隔 3 个月再次破 7 回到 6 时代，并进一步在 2023 年的 1 月回到了 6.7 的水平。从推动因素来看，本轮人民币升值主要有两方面的助力：一是美元指数下行，人民币汇率

被动升值；二是国内政策预期转向。疫情政策的放开以及金融 16 条的落地都加强了市场对于经济复苏的预期，还有春节前，结售汇潮助推了人民币的升值：每年年底到春节期间企业结售汇需求都会出现明显回升，推动人民币的单边上行。2022 年 12 月银行代客结售汇顺差由 11 月的-92 亿美元回升至 48 亿美元，从侧面助推了本轮人民币价值的回归。

图表 29：结售往往能在节假日期间带来汇率提振



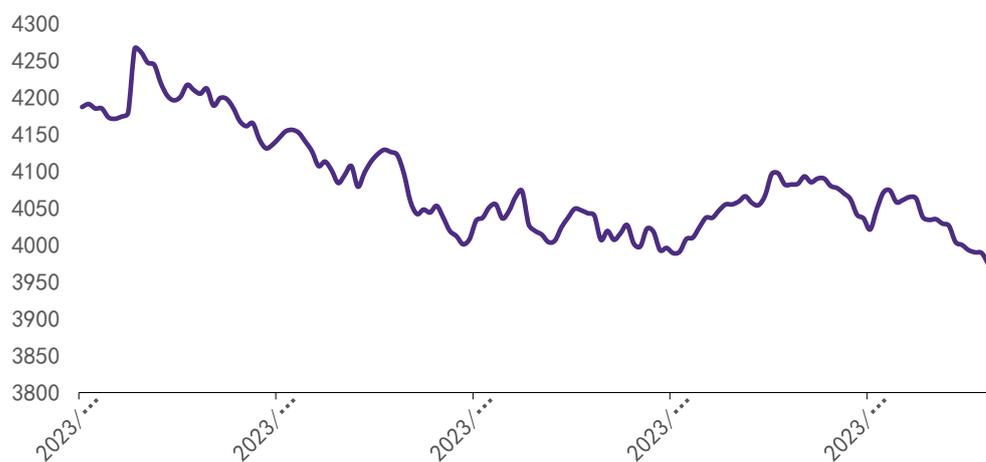
资料来源：wind，华鑫证券研究

但当前强预期和结汇潮驱动的快升值已接近尾声，短期预期修正带来的贬值压力仍值得警惕，预计人民币将暂时退出 2022 年末开始的强势升值通道，进入到新的走平波动的阶段。从外盘的因素来看，预期面对于人民币升值的推动基本接近尾声，但是基本面仍处在相对较弱的状态，预计 2023 年一季度经济将保持弱复苏的态势，经济数据的弱现实预计会在一季度后半程开始体现，弱现实与强预期的修正将加大人民币的波动，基本面整体对于人民币的支撑较弱。结合大宗商品走势来看，螺纹钢等与国内复苏更密切相关的大宗商品出现了高开低走，并出现了价格的持续下行，同样从侧面验证了弱现实和强预期的碰撞。

从美元的角度来看，2023 年一季度仍有加息，美元仍有所支撑。市场当前仍在和美联储的观点对冲，2 月 FOMC 会议、强劲的非农数据和鲍威尔鹰派发言后，市场预期开始修正，美元和美债利率震荡上行。与此同时，结售汇对于汇率的支撑也伴随着春节效应的消退开始减弱。

综合来看，从 2022 年末以来支撑人民币持续走强的动能开始减弱，人民币快速升值接近尾声。美元下行动能减弱，或将再度上行。基本面将接替预期成为人民币的主导因素，强预期充分演绎后，基本面目前仍处在较弱的阶段，弱现实背景下的人民币将重回横盘震荡格局。

图表 30：螺纹钢价格在节后持续走弱（元/吨）



资料来源：Wind，华鑫证券研究

## 4、风险提示

联储降息步伐超预期，地缘政治风险再起。

## ■ 宏观策略组介绍

**杨芹芹：**经济学硕士，7年宏观策略研究经验。曾任如是金融研究院研究总监、民生证券研究员，兼任CCTV新闻和财经频道、中央国际广播电台等特约评论，多次受邀为财政部等政府机构和金融机构提供研究咨询，参与多项重大委托课题研究。2021年11月加盟华鑫证券研究所，研究内容涵盖海内外经济形势研判、政策解读与大类资产配置(宏观)、产业政策与行业配置(中观)、全球资金流动追踪与市场风格判断(微观)，全方位挖掘市场机会。

**朱珠：**会计学学士、商科硕士，拥有实业经验，wind第八届金牌分析师，2021年11月加盟华鑫证券研究所。

**谭倩：**13年研究经验，研究所所长、首席分析师。

**周灏：**金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所，两年券商研究经验，从事中观比较与主题投资研究。

**李刘魁：**金融学硕士，2021年11月加盟华鑫研究所。

**张帆：**金融学硕士，2022年7月加盟华鑫研究所。

**孙航：**金融学硕士，2022年5月加盟华鑫研究所。

## ■ 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## ■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

**相关证券市场代表性指数说明：**A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以道琼斯指数为基准。

## ■ 免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。