

人民币短期继续回落，美元反弹上行

核心内容：

- **人民币汇率回升是内外因素交织的结果**首先明确2月份上半旬人民币的回升是内外因素共同交织的结果，即美元上行和中国经济风险加大的共同结果。2月初美元指数持续回升给人民币带来了压力，同时中美之间纠纷再次升级，带来了国别风险的上行，人民币汇率在2月份上行也有此影响。美元在短期内反弹，给人民币汇率带来压力。同时国别风险的不确定同样干扰人民币汇率回升，中国经济并没有超出预期的好转，对于人民币汇率助力有限。预计短期内（1-2个月）人民币汇率可能继续下滑，美元兑人民币可能回到6.95元附近。而中期如美元指数回落、地缘政治风险缓解，人民币汇率仍然会回到6.75元附近，人民币近期波动幅度加大。
- **人民币跟随全球金融风险偏好而动，人民币并不特殊**人民币受全球风险偏好影响，美元是最重要的影响因素，美元指数的上行是近期人民币大幅升值的最重要的因素。1月份美元指数回落了1.6个百分点，全球主要国家货币均出现升值。美元兑人民币从1月份初的6.96元回落至6.76元，升值幅度达到2.9%，升值幅度略超过平均水平，也超过了美元的贬值幅度。截止2月16日，随着美元的反转，全球主要国家货币均出现贬值，人民币也随之贬值。人民币从2月初的6.76元上行至6.87元，人民币贬值了1.6%，与美元指数上行幅度相当。
- **美元短期反弹**本次美元指数上行是美国经济暂时性好转，美联储对通胀强硬下，市场对于美国利率上限提高的反应。而后续美元是否持续上行需要看到美国经济持续好转，通胀下行速度缓慢，欧洲经济不及美国等因素，现阶段，这些因素仍然受到市场质疑，我们认为，短期（1-2个月）美元指数可能继续向上至106点，但中期（3个月以上）来看其持续仍然需要观察。
- **中国国别风险短期内上行**2022年以来，中国的国别风险与人民币的相关性显著增强。美元走势可以解释人民币汇率的走势，但其中小幅波动也使得人民币走势与美元走势相违背，这主要是中国自身的因素在起作用。2月份以来，人民币汇率与5年期中资美元债CDS价格走势相当，均在月初出现反弹。中国国别风险未来是否进一步发酵仍然需要观察，如果CDS价格继续上行，则人民币汇率继续承压。
- **汇率仍然在宽幅震荡区间**央行对外汇市场的管理更趋近于市场化，2015年汇改后央行对人民币汇率干预减少，人民币波动幅度加大。央行对汇率的态度较为明确，汇率既不是贬值促进出口的工具也不是升值抵消大宗商品上行的工具。人民币汇率在在6.3—7.3之间宽幅震荡。

分析师

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com

分析师登记编码：S0130515030003

目录

| | |
|----------------------------|---|
| 一、人民币汇率回升是内外因素交织的结果 | 3 |
| 二、人民币跟随全球金融风险偏好而动 | 3 |
| 三、美元短期内回弹 | 4 |
| (一) 美国经济仍然强劲，美元吸引力上行 | 4 |
| (二) 欧洲资产表现仍然不错 | 6 |
| 四、中国国内风险短期内上行 | 7 |
| 五、央行并未特别关注汇率问题 | 7 |

一、人民币汇率回升是内外因素交织的结果

人民币自 2023 年初以来持续升值，市场对人民币汇率的预期显得较为乐观，而进入 2 月，美元兑人民币从 6.72 元上行至月中的 6.85 元，人民币汇率贬值 1.64%，贬值速度与 1 月份相似，这种情况下对于人民币下一步怎么走，市场仍然迷雾重重。

我们首先明确 2 月份上半旬人民币的回升是内外因素共同交织的结果，即美元上行和中国经济风险加大的共同结果。而分析未来人民币的走势，需要分析美元未来的走势以及我国地缘政治风险未来的变化。

首先需要简单阐述一下我们对于人民币分析的基本逻辑：人民币是半自由兑换货币，人民币有外汇市场，但是自由交易较为困难。由于人民币兑换和交易的不便利性，国际炒家最常用的套利交易在人民币的使用上并不顺畅。但不可否认，仍然有一部分贸易资金、投资资金、投资收益的进出对人民币产生即时的影响，尤其是资本市场逐步对外开放的同时，人民币越加跟随美元而动，也就是跟随全球风险偏好而动。在某些时期全球风险加剧的时候，中国由于出口、经济增长稳定，以及利率较高等因素，人民币可以有短暂的独立行情，或者其贬值幅度弱于其他国家。

其次，中国的国别风险也会影响人民币的走势。中国的国别风险包括中国的地缘政治因素、中国货币政策、投资政策、外汇政策、中国金融市场的开放程度、中国贸易环境、中国的增长潜力等。

最后，一些特殊的历史事件也会在一段时间内影响人民币走势。2015 年 8.11 汇改后，人民币汇率一改 2006 年以来升值的态势，出现快速的贬值。2018 年 3 月中美贸易战开始，人民币也经历了一轮贬值。

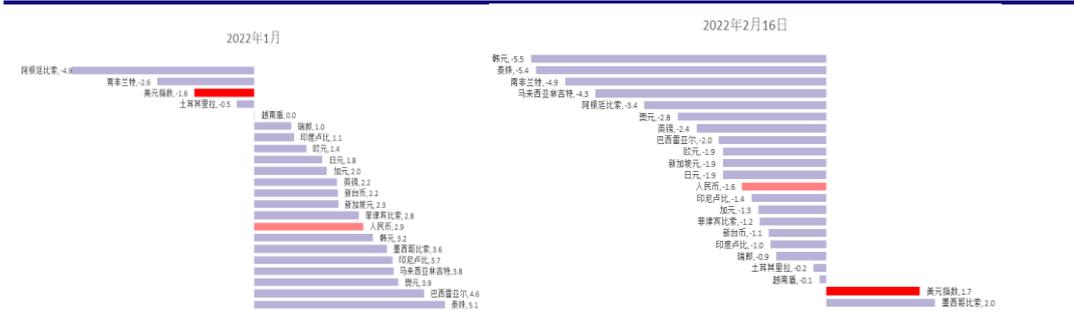
基于此，2 月初美元指数持续回升给人民币带来了压力，同时中美之间纠纷再次升级，带来了国别风险的上行，人民币汇率在 2 月份上行也有此影响。美元在短期内反弹，给人民币汇率带来压力。同时国别风险的不确定同样干扰人民币汇率回升，中国经济并没有超出预期的好转，对于人民币汇率助力有限。预计短期内（1-2 个月）人民币汇率可能继续下滑，美元兑人民币可能回到 6.95 元附近。而中期如美元指数回落、地缘政治风险缓解，人民币汇率仍然会回到 6.75 元附近，人民币近期波动幅度加大。

二、人民币跟随全球金融风险偏好而动

本次人民币贬值是跟随全球风险偏好而动。由于美元指数的回升，非美货币均出现贬值。1 月份，欧洲经济修复，但通胀居高不下的情况下，欧央行保持紧缩的时间要长于美联储，年初投资者认为未来一段时间欧元区的资产收益率要高于美国，美元指数下行。2 月份由于美国经济状况较好，通胀数据下行不及预期，劳动力市场火热，消费数据回升，美联储重申其偏鹰派的决定，市场对于美国利率已经有了更高的期待，美元指数回升。

图 1：1 月份全球货币变动 (%)

图 2：2 月份全球货币变动 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

可以看到全球货币随着美元的变化而变化,也即是全球货币跟随着全球风险偏好而定,在这一点上,人民币并没有特殊。1月份美元指数从103.7回落至102.1,回落了1.6个百分点,与此同时,全球主要国家货币均出现升值。与美元相对的欧元、英镑、日元等分别上行1.4%、2.2%和1.8%,瑞郎也上行1.0%。发展中国家货币上行速度更快,泰铢1月份升值了5.1%,原材料国家澳大利亚和巴西的货币分别升值了3.9%和4.6%。美元兑人民币从1月份初的6.96元回落至6.76元,升值幅度达到2.9%,升值幅度略超过平均水平,也超过了美元的贬值幅度。

截止2月16日,随着美元的反转,全球主要国家货币均出现贬值,人民币也随之贬值。2月份美元指数上行1.7个百分点,欧元、英镑、日元分别下行1.9%、2.4%、1.9%,瑞郎下行0.9%。发展中国家货币下行速度更快,1月份涨势最好的泰铢贬值了5.4%,韩元贬值5.5%,其他亚洲国家货币也有不同程度的下行。人民币从2月初的6.76元上行至6.87元,人民币贬值了1.6%,与美元指数上行幅度相当。

人民币受全球风险偏好影响,美元是最重要的影响因素,美元指数的上行是近期人民币大幅升值的最重要的因素。

三、美元短期内回弹

美元的走势影响着全球金融资产的价格,美元指数的走势主要是由欧洲经济金融情况和美国经济金融情况对比、全球风险情绪等因素影响。从年初来看,美元回落的主要因素:美国的利率的上行预期稳定、对美元经济的担忧加重、欧洲的经济好转、欧央行显示了更强势的态度。而美欧央行的变化超出了预期,尤其是1月份美国经济指数继续好转,美联储加息预期在上行,美元受此影响再次回升。

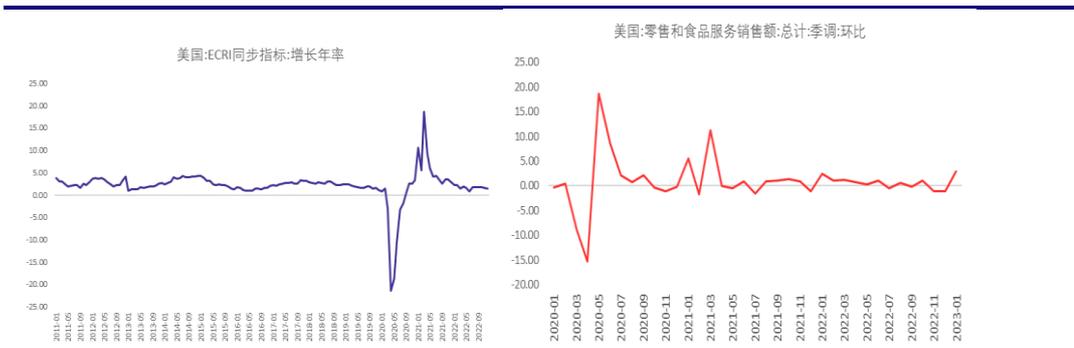
本次美元指数上行是美国经济暂时性好转,美联储对通胀强硬下,市场对于美国利率上限提高的反应。而后续美元是否持续上行需要看到美国经济持续好转,通胀下行速度缓慢,欧洲经济不及美国等因素,现阶段,这些因素仍然受到市场质疑,我们认为,短期(1-2个月)美元指数可能继续向上至106点,但中期(3个月以上)来看其持续仍然需要观察。

(一) 美国经济仍然强劲,美元吸引力上行

美国经济仍然保持强劲的增长。美国现阶段同比指标环比增速仍然在1.5%,这仍然是较为不错的增速,美国经济先行指标在1月份会从143.6回升至147.4,表明1月份美国经济有小幅上行的态势。尽管PMI数据仍然不够理想,但1月份消费数据环比上行2.96%,新建住宅销售也有小幅上行的势头。

图3: 美国经济同比增长率 (%)

图4: 美国消费数据环比 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

鉴于经济仍然较为火热, 美国劳动力市场也表现较好。1月美国新增就业人数重新超过50万人, 超过市场预期, 2月16日最新的初请失业金人数19.4万人, 少于预期的20万人, 也少于1月份的19.5万人。同时在就业仍然保持较好的情况下, 美国工资增速仍然较为平稳。加之1月份消费数据超预期上行, 使得市场担忧就业工资会侧面的推动通胀回升。

图5: 美国新增就业(千人)

图6: 美国小时工资环比增速(%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

1月份美国CPI依然小幅下行, 但是下行幅度低于市场预期, 美国CPI环比走高。虽然1月份CPI的下行减弱了美联储调整CPI权重的影响, 但其权重调整可能会影响接下来的时间, 也就意味着CPI走低的时间要超过预期。同时对于房租对CPI的滞后反应仍然在观察过程中, 工资消费对于通胀的影响也受到关注, 美国5年期盈亏平衡数据显示市场对于5年期通胀的预期从年初的2.26%回到2月中旬的2.5%。

图7: 美国5年期Breakeven(%)

图8: 美国CPI增速(%)



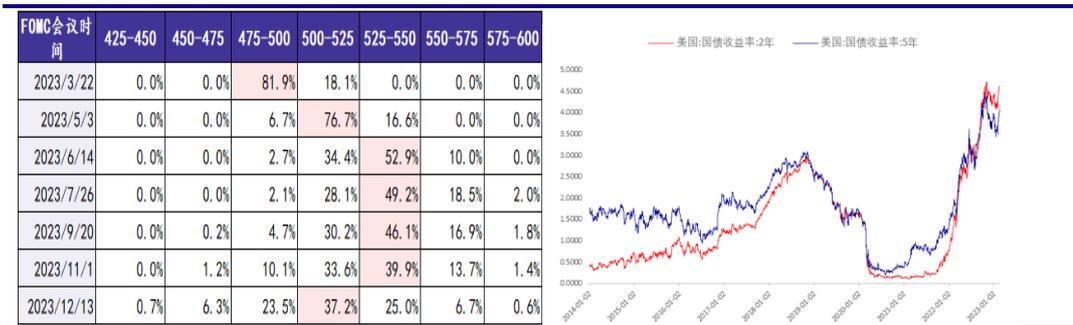
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

同时, 鉴于美联储鹰派的态度, 市场对美联储加息的上限提升了25bps至5.25%-5.0%。短期美债收益率大幅上行, 2年期美国国债收益率从2月初的4.0%上行至2月16日的4.6%, 收益率的快速上行使得美元的吸引力大增, 并且收益率上行并未结束。

图9: CME美国利率预期

图10: 美国债券收益率(%)



资料来源：CME，中国银河证券研究院整理

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 欧洲资产表现仍然不错

欧洲疫情后的修复速度慢于美国，2022年5月份欧洲对“封锁”放开后，欧洲服务业会得到修复。2023年这种趋势延续，欧洲的生产已经先于服务业修复，德国的生产表现较好，这带动了德债收益率的上行。欧洲和美国的经济差在1月份走低，这也是1月份美元指数向下的原因之一。由此可见，欧洲修复仍然在路上并且在缓慢好转。

图 11：欧元区 PMI (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：欧洲和美国经济差



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

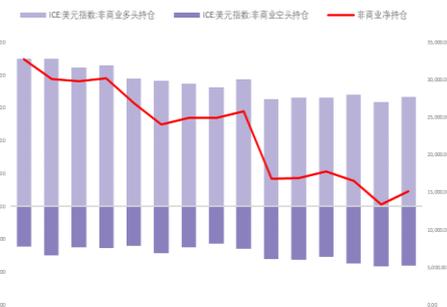
美债和德债的利差走低，这种情况有利于减少欧洲资金的外流，所以2月份的美元上行，仍然主要是美国的货币政策紧缩带来的。10年期德债收益率2月16日录得2.53%，上升速度较快，法债收益率在2.9%左右，美债和德债的利差回落至1.29%，与法债的利差至0.92%。从金融市场来看，美元指数的净多头持仓上行，但市场仍然保持相对谨慎的态度。

图 13：美债与德债和法债的利差 (%)



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 14：美元指数多头持仓减少 (张)



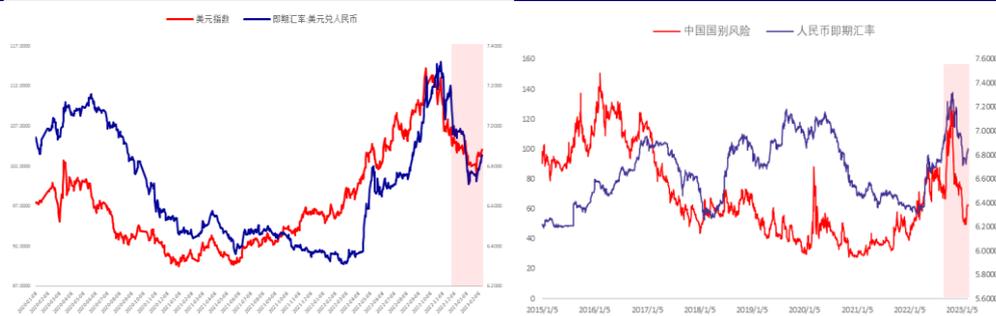
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、中国国内风险短期内上行

人民币汇率与美元指数息息相关，2022年以来，中国的国别风险与人民币的相关性显著增强。美元走势可以解释人民币汇率的走势，但其中小幅波动也使得人民币走势与美元走势相违背，这主要是中国自身的因素在起作用。2022年随着我国新冠疫情防控的加强，人民币的国别风险显著上行，人民币汇率走势自2022年期于中国的国别风险相关性更强。2月份以来，人民币汇率与5年期中资美元债CDS价格走势相当，均在月初出现反弹。中国国别风险未来是否进一步发酵仍然需要观察，如果CDS价格继续上行，则人民币汇率继续承压。

图 15: 人民币汇率与美元指数

图 16: 中国国别风险



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

五、央行并未特别关注汇率问题

央行对人民币态度一如既往。2022年5月23日央行刘国强副行长就人民币汇率答记者问时说“我国外汇市场自主平衡，人民币汇率由市场决定，汇率预期平稳。未来人民币汇率的走势将继续取决于市场供求和国际金融市场变化，双向波动成为常态”。央行对外汇市场的管理更趋近于市场化，2015年汇改后央行对人民币汇率干预减少，人民币波动幅度加大。央行对汇率的态度较为明确，汇率既不是贬值促进出口的工具也不是升值抵消大宗商品上行的工具。人民币汇率在在6.3—7.3之间宽幅震荡。

图 17: 人民币汇率走势



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

许冬石：宏观经济分析师，英国邓迪大学金融学博士，2010年11月加入中国银河证券研究部，新财富宏观团队成员，主要从事数据分析和预测工作。2014年获得第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年获得第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn