

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁 斯 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审 稿：周景彤 李佩珈
联系人：王 静 刘佩忠
电 话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

2022 年人民币汇率走势回顾 及 2023 年展望*

2022 年，在疫情持续反复、主要经济体连续加息等因素影响下，人民币汇率波动幅度明显加大，呈现出“阶段性稳定→快速贬值→企稳回升”的走势，全年美元兑人民币即期汇率贬值 8.2%。特别是 2022 年 11 月，人民币即期汇率一度击破 7.3，为近年新低。展望 2023 年，全球经济将呈现错位增长态势，欧美国家经济出现衰退概率增大，可能会陷入“高通胀、高利率、低增长”困局，而在疫情防控措施优化带动下，中国经济有望持续向好。此外，欧美国家加息将进入下半场，人民币汇率外部压力将有所缓解。而境外资金持续流入国内金融市场有望促使中国国际收支保持基本平衡，继而对人民币汇率带来支撑。预计 2023 年人民币汇率将在双向波动中实现稳中有升态势，年末汇率中枢有望维持在 6.5-6.7 之间。

2022 年人民币汇率走势回顾及 2023 年展望

2022 年，在疫情持续反复、主要经济体连续加息等因素影响下，人民币汇率波动幅度明显加大，呈现出“阶段性稳定→快速贬值→企稳回升”的走势，全年美元兑人民币即期汇率贬值 8.2%。特别是 2022 年 11 月，人民币即期汇率一度击破 7.3，为近年新低。展望 2023 年，全球经济将呈现错位增长态势，欧美国家经济出现衰退概率增大，可能会陷入“高通胀、高利率、低增长”困局，而在疫情防控措施优化带动下，中国经济有望持续向好。此外，欧美国家加息将进入下半场，人民币汇率外部压力将有所缓解。而境外资金持续流入国内金融市场有望促使中国国际收支保持基本平衡，继而对人民币汇率带来支撑。预计 2023 年人民币汇率将在双向波动中实现稳中有升态势，年末汇率中枢有望维持在 6.5-6.7 之间。

一、2022 年人民币汇率走势回顾

2022 年，人民币汇率走势大体分为三个阶段（图 1）：

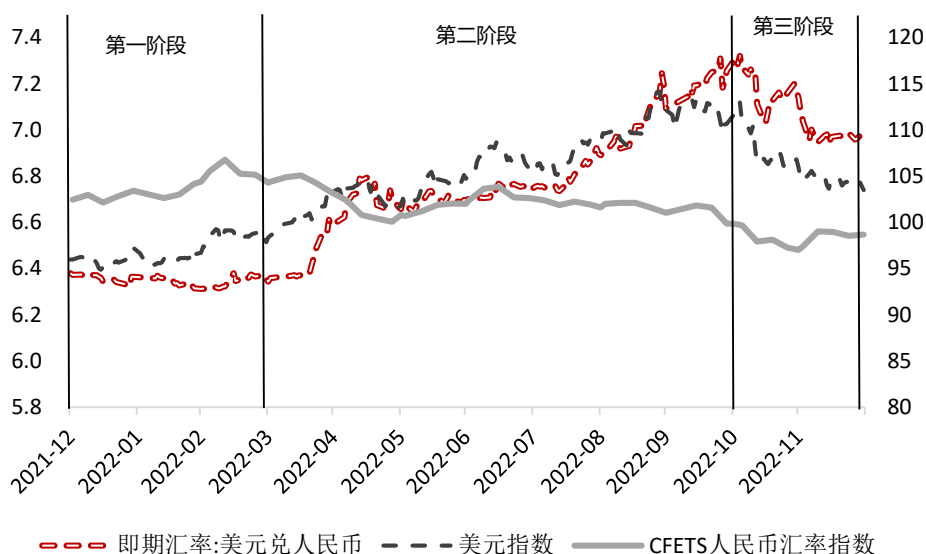
第一阶段，年初至 4 月中旬。2022 年年初以来，人民币汇率延续了 2021 年四季度走势，呈现出美元强势、人民币更强的特征。年初至 4 月中旬，人民币汇率整体围绕在 6.3-6.4 区间波动，其间一度升至 6.31。截至 4 月 18 日，美元兑人民币即期汇率与 2021 年末相比小幅升值了 0.05%，人民币汇率指数（CFETS）升值了 2.5%，同期美元指数升值了 5%。这一时期，奥密克戎引发的疫情感染潮肆虐全球，2 月份乌克兰危机爆发，全球金融市场剧烈震荡，避险资金大量购买美元、人民币资产，美元指数、人民币汇率双双出现升值，人民币资产避险属性凸显。尽管美联储于 2022 年 3 月初宣布加息，带动美元指数走强，但人民币汇率仍然保持平稳，并未出现明显波动。

第二阶段，4 月中下旬至 11 月初。这一阶段，人民币汇率整体呈现快速贬值→阶段性企稳→快速贬值走势。4 月 18 日，离岸人民币汇率率先走贬，在岸人民币汇率也应声跳跌，并连续突破 6.5、6.6、6.7 等关口，在岸汇率于 5 月中旬一度贬至 6.8 附近。5 月中旬后，市场预期有所转暖，人民币汇率呈现出企稳迹象，直至 8 月中旬，人民币汇率一直在 6.6-6.8 之间震荡运行。但 8 月中旬以后，市场预期再次出现变化，

人民币汇率贬值速度加快，在 9 月中旬破“7”之后，连续击穿 7.1、7.2、7.3 关口，于 11 月 3 日贬至 7.32，为 2015 年“8.11”汇改以来最低值，与上年末相比贬值幅度达 13%。

第三阶段，11 月中旬至 2022 年年末。2022 年 11 月，中国开始对疫情防控措施进行调整，国务院先后出台了“二十条”“新十条”等疫情防控优化政策，同时也积极推出各项针对房地产的支持政策。在持续性的政策支持下，市场预期开始扭转，各界普遍预计中国经济将在疫情防控措施优化带动下实现企稳向好。此外，美国 CPI 数据出现超预期下跌的同时，美国经济衰退风险上升，市场普遍预计美联储加息节奏将放缓，在外部压力同步缓解背景下，人民币汇率开始止跌回升，并于 12 月初收复“7”关口。截至 2022 年 12 月 30 日，美元兑人民币即期汇率报收 6.9514，全年贬值 8.2%。

图 1：2022 年人民币汇率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

2022 年，人民币汇率出现两波快速贬值，速度和幅度均为 2015 年“8.11”汇改以来最大。整体看，人民币出现两轮贬值主要包括如下原因：

第一轮贬值：

一是中美货币政策开始分化，美元指数走强增大人民币贬值压力。2020 年新冠疫情爆发后，美联储将联邦基金利率降至 0%，同时推出了大规模量化宽松货币政策。同时，美国政府也推出了数轮财政刺激及政府救助计划。财政、货币双宽松的影响在 2021 年开始显现并于 2022 年达到顶峰，美国通胀率出现快速持续上涨，并达到 20 世纪 70 年代以来最高水平。为抑制居高不下的通胀率，2021 年 9 月，美联储开始缩减购债规模，并于 2022 年 3 月开始加息。在 4 月中旬-5 月中旬人民币第一轮贬值中，美联储共计加息了 75 个 BPs（表 1），美元指数也一度上涨至 104 附近。

表 1：2022 年美联储加息情况

日期	目标利率	加息幅度
2022 年 3 月 17 日	0.25-0.50	25
2022 年 5 月 5 日	0.75-1.00	50
2022 年 6 月 16 日	1.50-1.75	75
2022 年 7 月 28 日	2.25-2.50	75
2022 年 9 月 22 日	3.00-3.25	75
2022 年 11 月 3 日	3.75-4.00	75
2022 年 12 月 15 日	4.25-4.50	50

资料来源：根据公开资料整理

从国内看，4 月中下旬，为稳定宏观经济大盘，宏观调控政策开始发力。人民银行于 4 月 15 日宣布降准 25 个 BPs，释放出明确的稳增长信号。中美货币政策方向出现背离，中国 10 年期国债收益率与美国 10 年期国债收益率利差随之“由正转负”，人民币资产对外资吸引力下降，人民币汇率来自利率的支撑减弱。2022 年 5 月，外资持有境内股票及境内债券规模分别比上月末减少了 910 亿元和 963.14 亿元（图 2、图 3）。

图 2：外资持有 A 股市值及占比变化

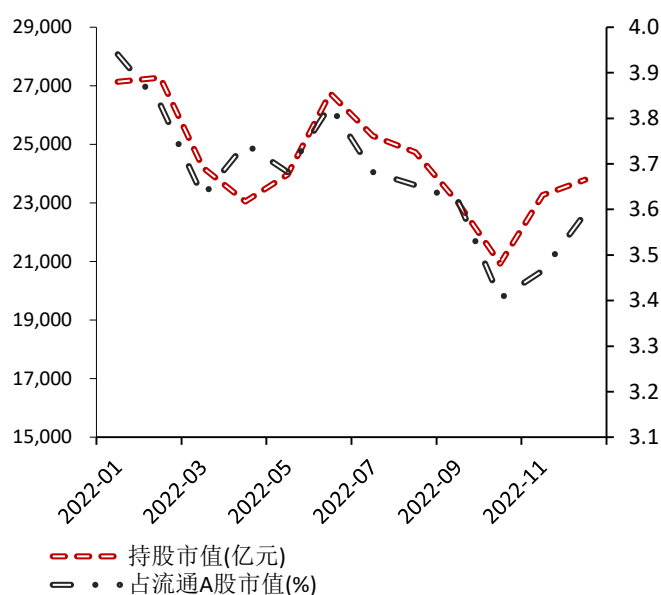
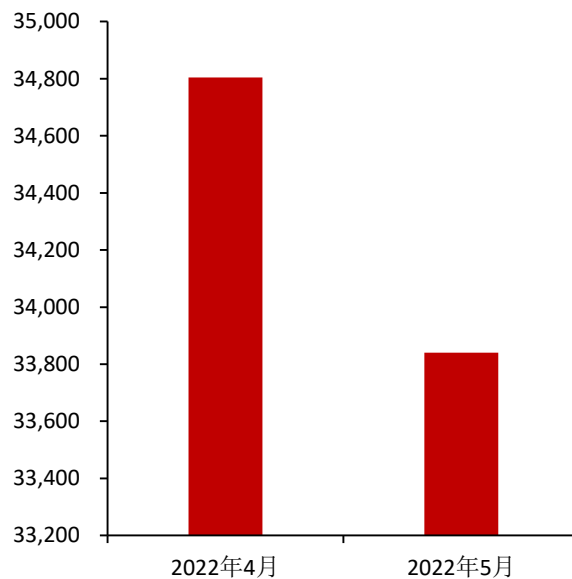


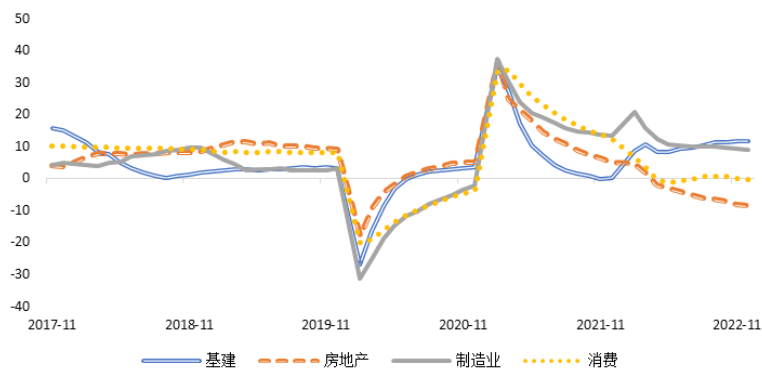
图 3：外资持有债券规模明显下降（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是疫情冲击下国内经济运行陷入困境。随着疫情在全国多地暴发，本土确诊病例快速上升，特别是上海、北京等经济重镇疫情形势出现恶化，多地开始进行大规模封控，经济供需两端均受到严重冲击。制造业、基建、房地产投资增速全面下滑，4月消费增速一度跌至-11.1%，为2020年2月以来新低（图4）。受此影响，二季度GDP同比增速仅为0.4%。虽然中国出口增速仍然保持在较高水平，但在经济形势急剧变化背景下，对人民币汇率支撑作用有限。

图 4：主要行业投资累计同比增速变化（%）

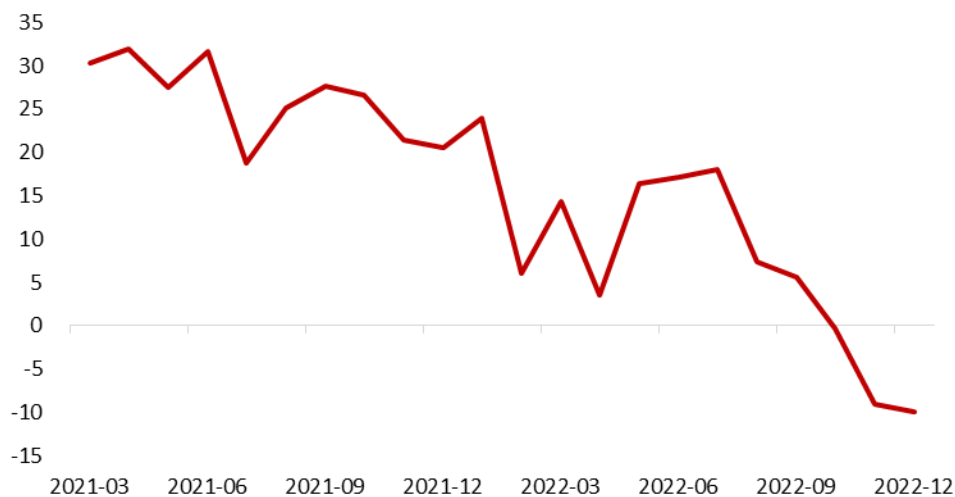


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二轮贬值：

一是出口对汇率的支撑作用开始减弱。2021 年下半年以来，中国出口增速长期保持在较高水平，这对人民币汇率带来一定支撑，成为美元强、人民币强的重要原因之一。但出口增速由 2022 年 7 月的 18.1% 骤降至 8 月的 7.4%，并于 10 月变为负值，贸易顺差对汇率的支撑作用开始减弱（图 5）。

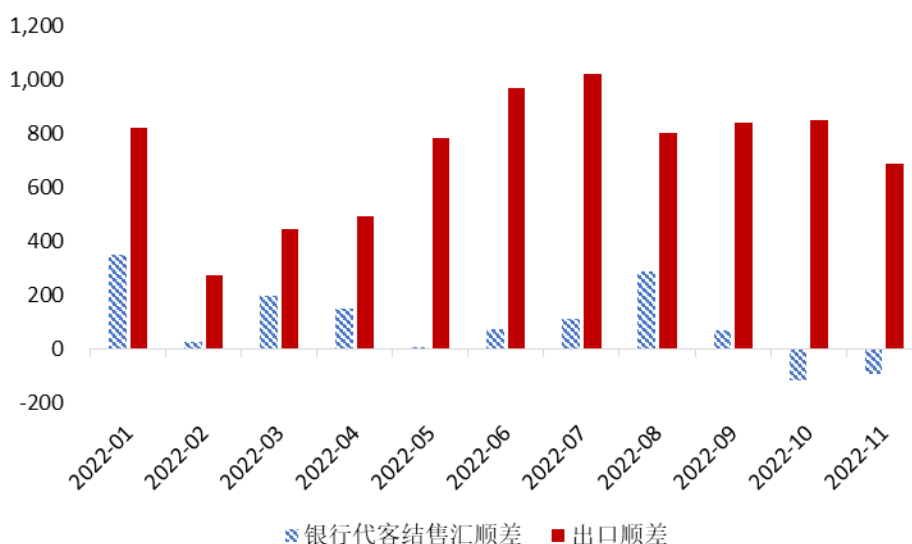
图 5：中国出口金额同比增速变化（以美元计、%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

特别地，贸易顺差的积累不必然会对人民币汇率带来支撑。在人民币持续贬值时期，贸易商大都会采取延期结汇的策略，以换取更多收益。2022 年，中国贸易顺差总额累计达 8775 亿美元，但银行结售汇顺差总额仅 1116 亿美元。特别是 10-11 月结售汇顺差为-208.66 亿元，说明贸易商普遍看空人民币而延期结汇，从而加剧了人民币汇率的贬值速度（图 6）。

图 6：银行代客结售汇顺差及出口顺差变化情况（亿美元）

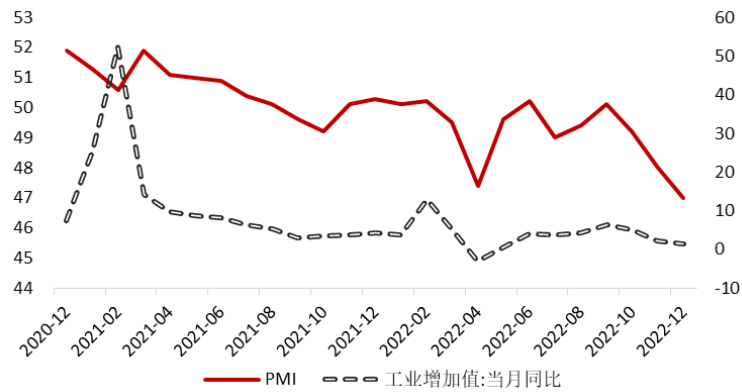


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是中美货币政策分化态势加剧叠加国内经济复苏不及预期，带动人民币汇率快速走贬。2022年下半年，在CPI连创新高背景下，美联储的加息步伐持续加快，2022年11月联邦基金利率升至3.75%-4%，1-11月累计加息375个BPs，美元指数一度冲破114关口。同时，在经济恢复不及预期背景下，中国宏观调控政策持续发力稳经济。人民银行先后于5月、8月调降了1年期、5年期LPR至3.6%、4.3%，5年期LPR降幅达30个BPs。受此影响，中美货币政策分化态势进一步加剧，两国10年期国债收益率倒挂幅度在11月初人民币汇率跌破7.3时接近150个BPs，资本外流进一步加剧。2022年8-11月，外资持有A股市值以及境外机构持有债券规模分别下降近3000亿元、1400亿元。这一时期人民币汇率走弱与美元走强的趋势基本契合。

值得关注的是，10月中下旬以来，美元指数升值趋势放缓，但人民币汇率仍然表现疲弱。这一方面与市场预期还未转暖有关，人民币继续走贬预期仍在，继而出现惯性下跌。另一方面也与国内经济修复不及预期有关。三季度以来，国内经济整体虽然呈现复苏态势，但势头并不强劲。PMI连续低于荣枯线，工业增加值同比增速在9月升至6.3%后便持续下行，消费同比增速自10月起连续出现负增长，国内经济运行整体疲弱对市场预期提振作用有限（图7）。

图 7：PMI、工业增加值同比增速变化（%）

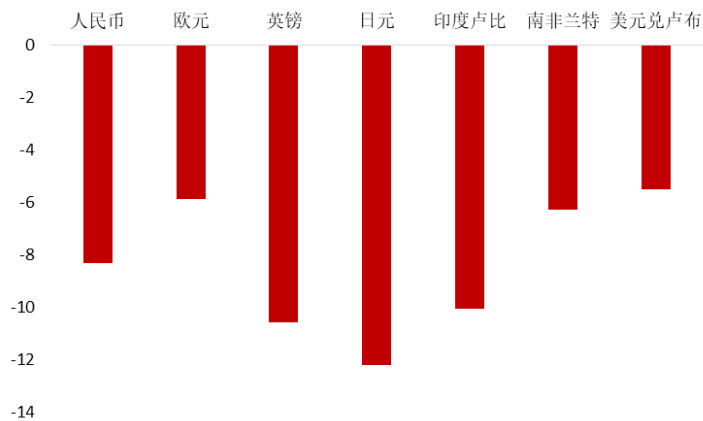


资料来源：Wind，中国银行研究院

在人民币快速贬值时期，人民银行采取了下调外汇存款准备金、将外汇风险准备金由 0 上调至 20% 等政策，目的是通过政策引导来修正市场预期。但在美联储连续大幅加息以及国内经济复苏不及预期等因素影响下，人民币汇率仍然延续了走贬态势。

事实上，2022 年主要经济体和新兴国家货币大都出现不同程度贬值。2022 年，受物价水平持续攀升影响，在美联储开启加息周期后，欧央行、英国央行等也采取了大幅加息策略，全球外汇市场出现剧烈震荡。除人民币外，欧元、英镑、日元等主要货币以及诸多新兴市场国家货币也出现大幅波动，全年英镑、日元、印度卢比等对美元贬值幅度均超过 10%。与其他国家相比，人民币汇率的贬值幅度并不突出（图 8）。

图 8：主要国家货币对美元贬值情况（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

二、2023年人民币汇率走势展望

展望2023年，中国与欧美国家经济可能呈现错位发展，在疫情防控措施优化带动下，中国经济有望加快向常态回归，而欧美经济可能将陷入衰退，中外经济周期的错位将对人民币汇率带来支撑，人民币汇率有望维持稳中偏强走势。

(一) 经济增速走势错位将对人民币汇率带来支撑

2023年，全球将呈现出经济下行、通胀降温的增长态势，欧美国家经济可能会陷入“高通胀、高利率、低增长”困局。从美国情况看，持续的高通胀对美国带来了严重负面影响，加之美联储连续大幅加息，美国经济下行风险明显上升。2022年11月，美国供应管理学会（ISM）制造业PMI降至49%，为2020年5月以来首次跌破荣枯线，此后更是连续出现下降，2023年1月进一步跌至47.4%。同时，美国消费降温、投资疲弱的情况也进一步凸显。2022年12月，个人耐用品和非耐用品消费同比增速分别降至3.2%和5.65%，住宅投资和非住宅投资也降至-26.7%和0.7%（图9、图10）。在经济增长势头放缓背景下，美国金融、零售、制造、运输等行业的裁员人数在不断增加。2023年年初以来，美国不少知名企业，例如高盛、微软、IBM、波音、ebay、迪士尼等行业巨头也纷纷宣布裁员，这进一步加剧了各界对美国经济前景的担忧。

图9：美国个人耐用品和非耐用品消费同比增速（%）

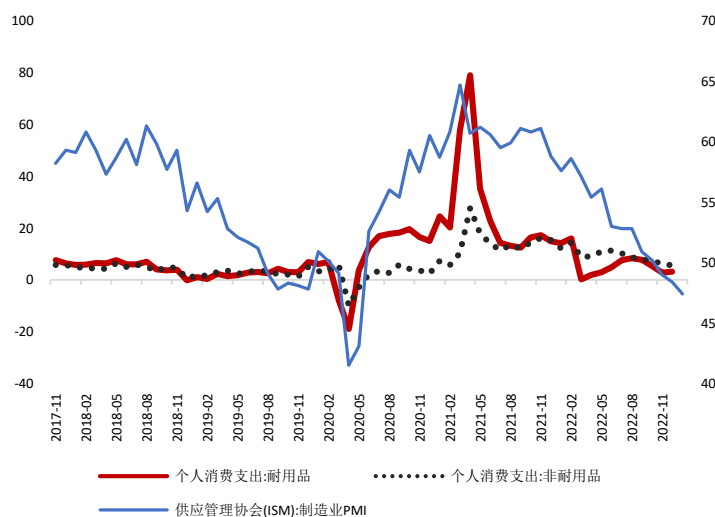


图 10：美国个人住宅和非住宅投资同比增速（%）

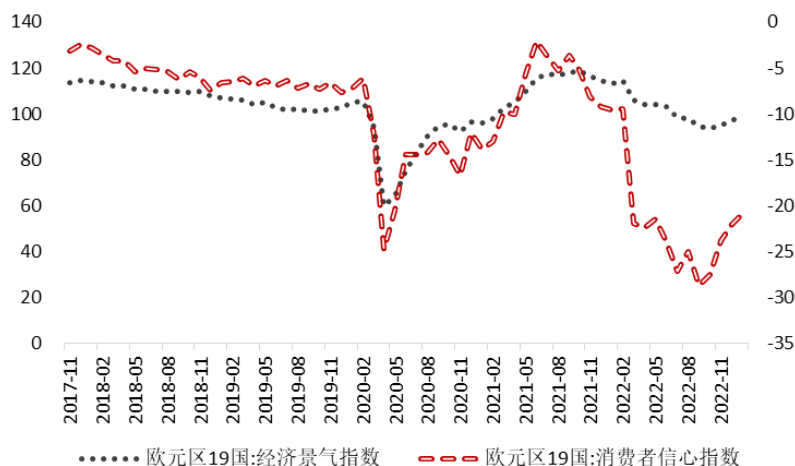


资料来源：Wind，中国银行研究院

从欧洲情况看，乌克兰危机带来的能源供需矛盾仍将对欧洲经济带来冲击，而欧央行大幅加息在遏制物价快速上行的同时也对实体经济造成了伤害。欧盟统计局公布数据显示，2022年四季度欧元区经济环比增长0.1%，同比增长1.9%，欧盟经济环比零增长，同比增长1.8%。虽然异常温暖的天气部分缓解了能源危机的影响，同时欧盟多国财政支持力度加大阻止了经济陷入衰退，但许多欧盟成员国经济仍处于接近零增长的停滞状态，经济增长前景黯淡，经济景气指数和消费者信心指数仍然疲弱（图11）。特别是德国和意大利受能源危机影响较严重，去年四季度经济轻度萎缩，德国去年四季度GDP环比下降0.2%，而法国和西班牙则勉强维持小幅增长。

整体看，在消费和投资持续疲弱、劳动力市场紧张、流动性环境偏紧及地缘政治冲突仍将持续等多重因素影响下，2023年欧美国家经济增长的颓势难以逆转，主要经济指标走弱是大概率事件，经济增长的内生动力将持续下降，滞胀风险上升，可能会陷入“高通胀、高利率、低增长”的困局。

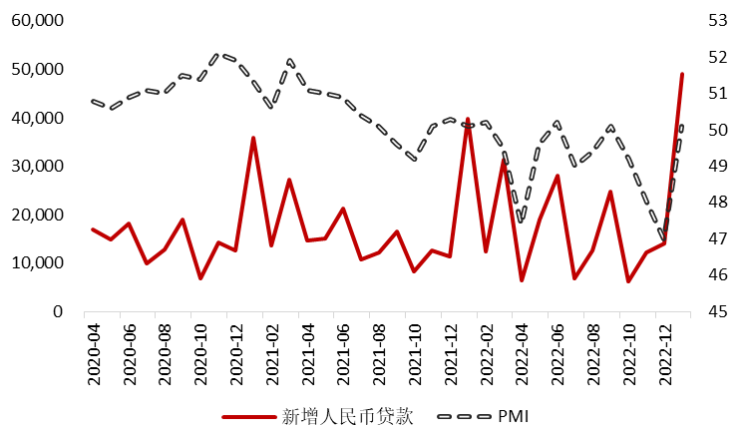
图 11：欧元区国家经济预期和消费指数变化



资料来源：Wind，中国银行研究院

从中国情况看，在疫情防控措施优化带动下，消费和投资信心在不断恢复，经济增长的内生动力持续增强。2023 年 1 月，制造业 PMI 升至 50.1%，企业对未来经济预期出现转暖。同时，1 月份新增人民币贷款达 4.9 万亿元，为历史最高，企业对经济预期回暖从资金需求层面也得到了印证，这对市场预期也形成了正面引导（图 12）。IMF 在 2023 年 1 月份最新预测中，也将中国经济增长预期从此前的 4.4%上调至 5.2%。在欧美国家经济低迷、中国经济稳中向好背景下，经济发展的错位将对人民币汇率带来较大支撑。

图 12：中国 PMI 以及新增人民币贷款变化（%、亿元）

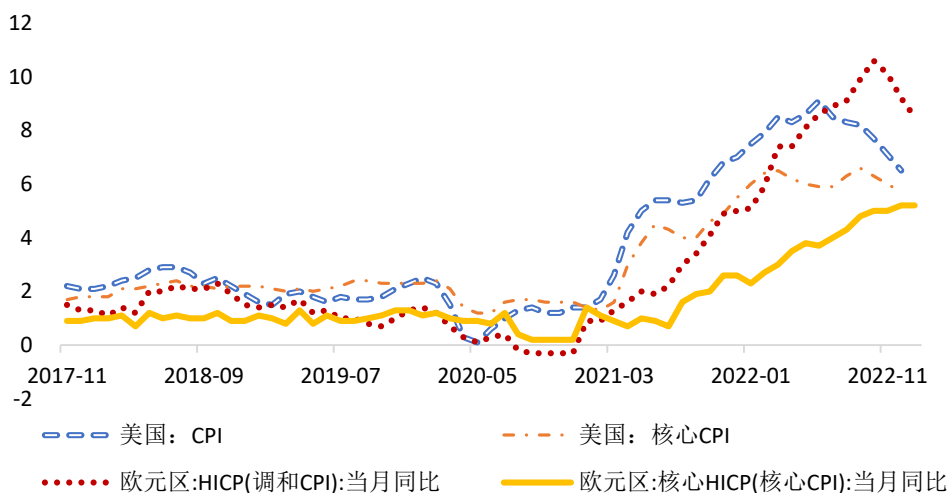


资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）欧美加息进入尾声，人民币面临外部压力将明显缓解

虽然欧美国家通胀率仍然处于较高水平，但已经进入下行通道。2022年下半年以来欧美通胀率基本处于连续下降态势，美国CPI、核心CPI已降至2023年1月的6.4%和5.6%，欧元区CPI已降至8.5%，为2022年6月以来最低（图13）。在通胀压力缓解背景下，欧美货币政策收紧步伐开始明显放缓。2023年2月，美联储宣布将联邦基金利率目标区间上调25个基点至4.50%-4.75%，各界预计美联储在3月份再一次加息25BP后将暂停本轮加息进程。另据美联储预测，2023年美国失业率预计为4.4%，而上次预测值为3.9%。如果美国经济出现衰退，失业率持续上升，不排除美联储会采取降息措施。从欧洲情况看，由于欧元区物价回落与美国相比有所滞后，2月欧央行宣布将欧元区三大关键利率均上调50个基点，并预计此后将进一步上调利率，以确保通胀率及时回落到2%的中期目标水平，但欧元区经济的颓势难以对欧元带来明显提振。整体看，在外部流动性条件趋于缓和背景下，美元指数或将见顶，欧元难以出现明显走强，人民币汇率面临的外部环境将明显改善。

图13：欧美CPI及核心CPI变化（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

（三）中国国际收支有望保持稳定，境外投资者对人民币认可度稳步提升

一方面，中国出口贸易面临一定挑战。2022 年下半年以来，中国出口增速出现明显放缓，2022 年 12 月已降至-9.9%（以美元计）。根据商务部披露，中国外贸领域的主要矛盾由 2022 年的供应链受阻、履约能力不足转变为 2023 年的外需走弱、订单下降。在全球经济低迷背景下，外部需求下降将影响中国出口规模，经常账户面临压力有所增大。

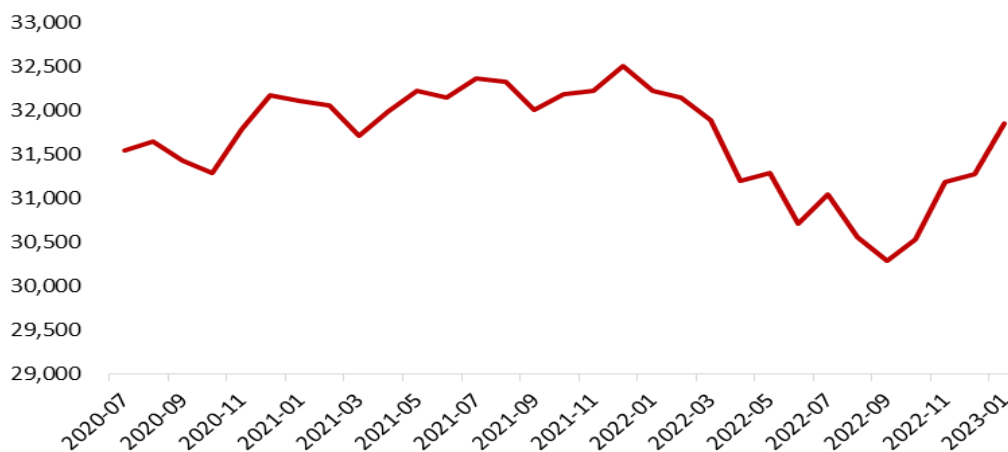
但另一方面，资本与金融账户有望持续改善。据国际清算银行披露，从全球外汇市场货币交易币种看，人民币的市场份额从 4.3%扩大至 7%，幅度最大，排名从 2019 年的第 8 位上升到 2022 年的第 5 位。人民币在特别提款权（SDR）货币篮子中的权重已升至 12.28%，已有 70 余国将人民币纳入外汇储备，人民币已跃升世界第五大储备货币。人民币资产得到越来越多国家和投资者的认可。特别是在欧美经济低迷背景下，人民币资产具备相对优势，外资有望继续增大对人民币资产的配置，这有助于中国国际收支维持整体均衡，继而对人民币汇率带来支撑。

从数据看，截至 2023 年 1 月末，外资持有 A 股市值及占比为 2.53 万亿元、3.55%，比去年 10 月增加 4337 亿元和 0.15 个百分点，特别是 1 月份以来，北向资金连续 17 个交易日出现净买入，外资对中国资本市场预期乐观。外汇储备也增长至 31844.62 亿美元，为连续第四个月正增长（图 14）。

（四）全球重大风险事件演变仍然存在不确定性

一是乌克兰危机演变方向不明。俄乌关系演变仍然存在较大变数，地缘政治冲突带来的避险资金流动可能会持续对全球外汇市场带来扰动。二是不少发达经济体面临较大经济金融风险。例如，欧洲国家经济衰退、金融市场动荡现象仍将继续，一些国家民众罢工、游行等将加剧社会动荡，加之欧央行加息步伐不止，可能会催化经济运行的内部矛盾，继而加剧社会撕裂，形成恶性循环。三是中美博弈可能会进一步加剧。美国已将中美关系定义为全面竞争关系，并将中国视为地缘政治层面的最大对手。在

图 14：中国官方外汇储备资产规模变化（亿美元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

此背景下，美国可能会在原有制裁基础上，进一步扩大对中国企业和个人的制裁范围，继续打击中国实体经济发展，这会对人民币汇率带来一定压力。

综合来看，预计 2023 年人民币汇率整体将呈现双向波动、稳中偏强的走势。上半年，在中国疫情防控措施持续显效、国际收支维持整体均衡以及美联储加息步伐放缓等因素叠加影响下，随着经济向好预期逐步确认，人民币汇率将延续 2022 年 12 月份以来震荡偏强走势。下半年，中国经济持续向好，欧美经济衰退风险上升，同时美联储货币政策可能再次出现方向性变化，人民币汇率有望走出相对强势走势。但考虑到疫情发展及主要经济货币政策调整仍有不确定性，加之地缘政治风险演变方向不明，可能会导致人民币汇率出现阶段性波动。整体看，预计全年人民币汇率将维持震荡偏强走势，年末将维持在 6.5-6.7 之间。

三、相关建议

第一，相关部门要合理引导市场预期，稳定汇率波动。一方面，进一步强化对金融市场的动态监管能力建设及监管协调，建立市场全流程日常信息监测、汇集及分析机制，密切跟踪外资流出入及交易情况，加强对资本市场跨境投资行为和资本流动的管理和研判，更好掌握外资流动的情况。另一方面，根据汇率走势适时启用外汇风险准备金等宏观审慎工具，防止汇率出现持续性的单边走势，有效维持汇率双边波动。

第二，企业要树立风险中性理念，避免投资损失。企业应根据自身经营管理需求及生产经营节奏进行结汇购汇，避免对赌汇率走势造成资金损失。同时，结合自身需要，积极使用远期、掉期等各类衍生工具锁定汇率风险敞口，避免遭受汇率波动带来的风险。

第三，金融机构要积极为外贸企业提供适配性服务，更好满足企业需求。一方面，要为企业提供相应的咨询建议，引导企业树立正面预期，消除投机心理。另一方面，要不断创新金融产品，为企业提供更多可供选择的工具和手段，降低经营损失。

