

内外因助推人民币快速拉升

核心观点：

11月前21天，美元指数快速下行-2.92%，收于103.6。非美货币升值，澳元+3.64%、加元+1.27%、英镑+3.22%、欧元+3.17%，亚洲货币也表现出色，韩元+4.75%、日元2.22%。人民币升值2.58%，重回7.2以内。11月15日人民币汇率打破了持续近2个月的价格平衡，在6天之内升值2.0%至7.1477元。11月21日，一年期人民币NDF收于6.9440。

人民币汇率压力阶段性缓解，即期汇率收盘价与中间价价差快速收窄，离岸人民币利率（CNH HIBOR）下行，流动性边际好转，离岸人民币汇率（CNH）与在岸人民币汇率（CNY）差价缩小，显示本次离岸人民币汇率的拉升并非通过回收流动性达成，有其更坚实的基础。

我们的分析：

分析 1：美元指数下行，人民币汇率压力减弱。本轮美元指数的下行主要是美国经济衰退预期升温、金融紧缩周期可能结束、避险情绪降温三重因素推动。11月1日，美联储FOMC会议决定再次暂停加息。3日公布的新增非农就业数据不及预期，失业率略升，时薪继续边际放缓，市场再次确认劳动市场的下行趋势，对经济衰退预期开始重新定价。随后公布的美国通胀数据略低于预期，市场对于通胀保持稳定回落的信心增加。

分析 2：国内国际环境边际改善，推升人民币资产风险偏好。国内方面，市场较为担忧的地方政府债务风险和房地产风险受到政策高度关注，风险化解加速推进。国际方面，11月召开的APEC领导人非正式会议，释放出跨太平洋两岸关系的积极信号，这是促发人民币汇率走高的直接原因。11月前21日，Markit iBoxx中资美元城投和房地产债券到期收益率快速下行，中国5年期国债CDS快速下行，均反映市场对人民币资产风险偏好提升。

分析 3：跨境资金流动压力边际缓和，季节性结汇需求上升对人民币汇率构成阶段性支撑。10月银行代客结售汇逆差80.5亿美金（前值逆差194.1亿美金）明显收窄，分细项来看，货物顺差扩大，服务和直接投资逆差收窄，跨境资金流动压力边际缓和。人民币汇率在每年的11月之后倾向于升值，主要是因为年末企业结汇需求季节性上升的影响。

我们的判断和政策展望：人民币汇率曲折回升

压制人民币汇率的力量发生趋势性扭转，但升值的路程不会一蹴而就，未来持续升值的动力仍然需要观察。首先，美元的下行仍然是波动的，美联储并没有明确加息结束。11和12月美国通胀由于基数和服务价格的韧性很可能小幅回升，近期消费者通胀预期的抬升也促使美联储仍保持鹰派姿态。加之欧洲的经济基本面相较美国更差，在通胀顺畅回落的前提下欧央行很可能比美联储更快启动降息。其次，中国逆周期政策加码之后，到经济数据的全面好转存在时滞，仍然需要时间来验证。

最后，当前财政政策的发力需要货币政策的配合，降准、降息仍然是2024年货币政策的最优方向。如果央行在美联储降息之前使用价格工具，人民币汇率有可能再遇波折，升值也就不是一蹴而就的。

分析师

章俊

☎：010-8092 8096

✉：zhangjun_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130523070003

许冬石

☎：(8610) 8357 4134

✉：xudongshi@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130515030003

詹璐

☎：(86755) 8345 3719

✉：zhanlu@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522110001

风险提示

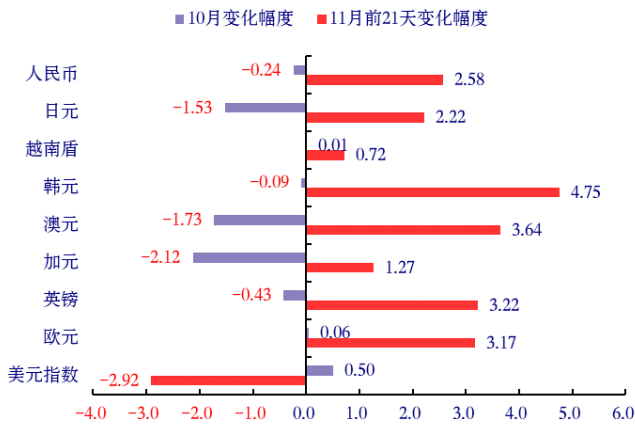
- 1.政策理解不到位的风险
- 2.央行货币政策超预期的风险
- 3.政府债券发行超预期的风险
- 4.经济超预期下行的风险
- 5.美联储紧缩周期超预期加长的风险

一、人民币汇率快速回升

人民币汇率自 2023 年年初以来一直保持较为弱势的状态，尤其是 8 月份以后最低跌入 7.3 元左右。人民币即期汇率和中间价之间的价差快速走高，显示了央行对于人民币贬值的态度。香港市场离岸人民币借款利率走高，人民币汇率维持相对稳定。

11 月 15 日人民币汇率打破了持续近 2 个月的价格平衡，在 6 天之内升值 2.0% 至 7.1477 元。人民币即期汇率和中间价之间的价差快速走低，人民币内外价差也在快速收窄。人民币汇率压力阶段性缓解，截止 11 月 21 日，人民币即期汇率收盘价偏离中间价快速收窄至 -0.10%，而 10 月月均偏离 1.81%。在 1 月期离岸人民币利率（CNH HIBOR）下行至 3.12%（10 月均值为 4.22%），显示离岸人民币流动性已边际好转，在此基础上离岸人民币汇率（CNH）与在岸人民币汇率（CNY）差价缩小至 91 个基点。一年期人民币 NDF 已收于 6.9440。人民币这种回升的势头是否可持续，是现阶段的焦点。

图1：美元指数和非美货币变化幅度（%）



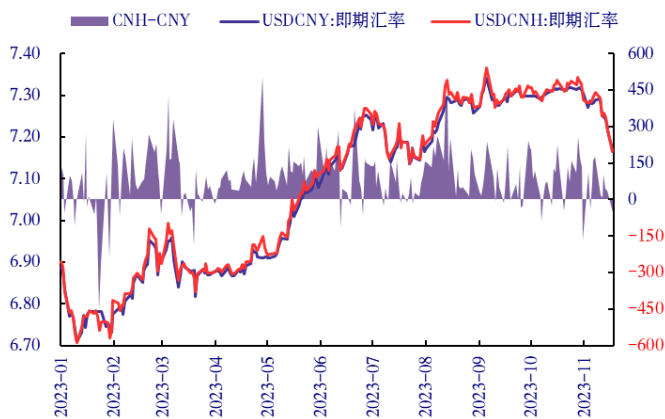
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图2：人民币汇率指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图3：离岸人民币汇率与在岸人民币汇率价差



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图4：人民币即期汇率和中间价



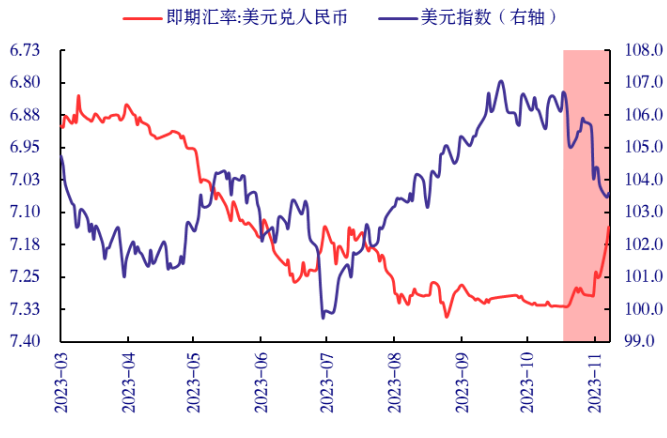
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、人民币汇率回升仍然受益于美元指数的下行

本轮美元指数的下行主要是美国经济衰退预期升温、金融紧缩周期可能结束、避险情绪降温三重因素推动。美国经济数据逐步走低，通胀下行，就业增长不及预期，美国加息结束的信号较为明显。11月前 21 天，美元指数快速下行 -2.92%，收于 103.6。非美货币升值，澳元+3.64%、加元+1.27%、英镑+3.22%、欧元+3.17%，亚洲货币也表现出色，韩元+4.75%、日元 2.22%。人民币升值 2.58%，重回 7.2 以内。人民币虽然前期没有跟随美元指数下跌而上行，但是整体人民币汇率的压力减轻。美债收益率快速下行，截止 11 月 21 日，2 年期美债收益率下行 4.14% 至 4.86%，10 年期美债收益率下行 9.63% 至 4.41%。

11月1日，美联储FOMC会议决定再次暂停加息。3日公布的新增非农就业数据不及预期，失业率略升，时薪继续边际放缓，市场再次确认劳动市场的下行趋势，对美国经济的衰退预期开始重新定价。随后公布的美国通胀数据略低于预期，市场对于通胀保持稳定回落的信心增加。但是11和12月美国通胀由于基数和服务价格的韧性等原因很可能小幅回升，近期消费者通胀预期的抬升也促使美联储仍保持鹰派姿态。加之欧洲的经济基本面相较美国更差，在通胀顺畅回落的前提下欧央行的可能比美联储更快启动降息。11月前21日美元指数的快速回落，市场已对金融紧缩周期的结束较充分定价，在美元指数回落至103之后大概率进入震荡，继续快速顺畅下行的空间有限。

图5: 美元指数与人民币汇率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图6: 美国国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三、国内国际环境边际改善，推升人民币资产风险偏好

中国国内和国际环境均发生向好的变化，共同推升人民币资产风险偏好。国内方面，市场较为担忧的地方政府债务风险和房地产风险受到了政策层高度关注，风险化解加速推进。国际方面，11月召开的APEC领导人非正式会议，释放出跨太平洋两岸关系的积极信号，这是促发人民币汇率走高的直接原因。11月前21日，Markit iBoxx中资美元城投债券到期收益率快速下行35BP至7.38%，Markit iBoxx中资美元房地产债券到期收益率快速下行383BP至23.12%。中国5年期国债CDS快速下行，均反映市场对人民币资产风险偏好提升。

财政政策已经转向加强地方政府债务处理以及承托房地产行业。10月份特殊再融资债券发行，内蒙古、天津、辽宁、云南、广西、重庆、青海、吉林、江西等19地发行特殊再融资债券，预计额度1.5万亿。10月24日，全国人大常委会批准国务院增发10000亿元特别国债，全国财政赤字将由38800亿元增加到48800亿元，预计赤字率由3%提高到3.8%左右。10月中央金融工作会议明确建立防范化解地方债务风险长效机制，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，优化中央和地方政府债务结构。

对于房地产行业来讲，信号更为积极。政策层明确房地产行业不能发生系统性金融风险。11月17日央行、金融监管总局、证监会举办的金融机构座谈会明确“三个不低于”，即对房地产企业总贷款增速不低于银行业平均水平，对非国有房地产企业的对公贷款增速不低于国有企业，对非国有房地产企业的按揭贷款增速不低于国有企业。这种明确的指标性的文件会明确改善房地产企业的资金。2023年11月有可能启动PSL补充房地产企业资金。

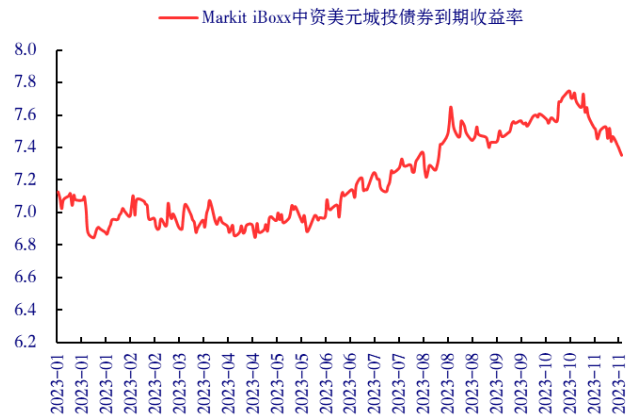
财政政策转变的同时，货币政策预计会在2024年持续发力以配合财政政策。2024年社会融资增速和贷款增速预计将保持高位，降准降息仍然持续进行，央行的结构性货币工具继续推进。2024年可以看到财政和货币政策的协同，政策持续发力带来的经济好转预期使得11月份市场对于中国经济的看法更为乐观。

图7: Markit iBoxx中资美元房地产债券到期收益率 (%)

图8: Markit iBoxx中资美元城投债券到期收益率 (%)

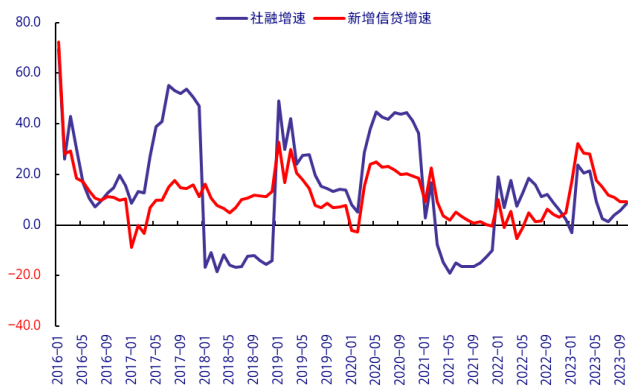


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



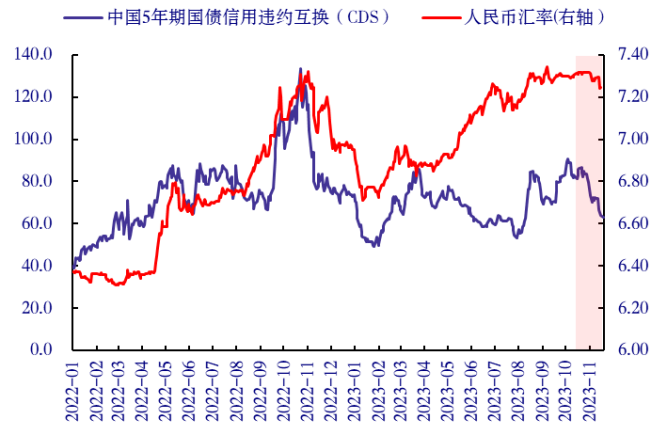
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图9: 中国社会融资增速 (%)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图10: 中国5年期国债CDS与人民币汇率



资料来源: 彭博, 中国银河证券研究院

四、跨境资金流动压力边际缓和，季节性结汇需求上升对人民币汇率构成阶段性支撑

国家外汇管理局公布 2023 年 10 月银行结售汇和银行代客涉外收付款数据显示，跨境资金流动压力边际缓和。银行代客结售汇逆差 80.5 亿美金（前值逆差 194.1 亿美金）明显收窄，分细项来看，货物顺差扩大，服务和直接投资逆差收窄。银行代客结售汇中的证券投资逆差虽然在 10 月小幅扩大，但银行代客涉外收付款的证券投资逆差 10 月已在缩小，而且国际收支平衡表中反映 2023 年 2 季度债券投资已由逆差转为顺差。预计跨境资本流动 11 月大概率延续 10 月回升的态势，对人民币汇率构成支撑。

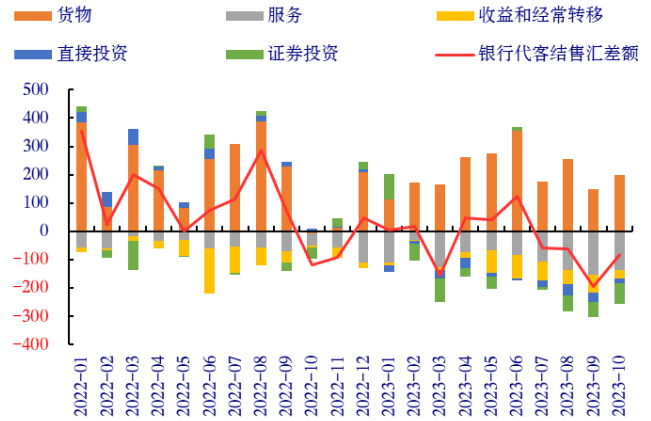
观察历史数据，人民币汇率在每年的 11 月之后倾向于升值，主要是因为年末企业结汇需求季节性上升的影响。同时，央行近期的专栏文章《有序推进外汇领域改革开放 促进跨境贸易和投融资便利化》重申对于人民币汇率的重视，强调有效维护外汇市场稳健运行，“强化跨境资金流动监测研判和应对，加强预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”“严厉打击地下钱庄、跨境赌博等违法违规活动”“维护外汇储备资产安全、流动和保值增值”。政策的积极信号有助于提振市场信心。

图11: 人民币汇率波动的季节性特征

图12: 银行代客结售汇差额明细 (亿美元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

五、我们的判断及政策展望：人民币汇率曲折回升

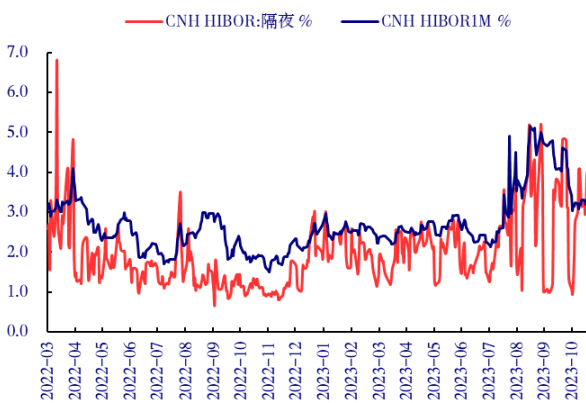
观察人民币回升的内外因素，虽然均产生了积极的变化，但是其持续的时间仍然需要观察。压制人民币汇率的力量发生趋势性扭转，但升值的路程不会一蹴而就，未来持续升值的动力仍然需要观察。

首先，美元的下行仍然是波动的，美联储并没有明确加息结束。11 和 12 月美国通胀由于基数和服务价格的韧性很可能小幅回升，近期消费者通胀预期的抬升也促使美联储仍保持鹰派姿态。加之欧洲的经济基本面相较美国更差，在通胀顺畅回落的前提下欧央行很可能比美联储更快启动降息。11 月前 21 日美元指数的快速回落，市场已对金融紧缩周期的结束较充分定价，在美元指数回落至 103 之后大概率进入震荡，继续快速顺畅下行的空间有限。

其次，中国逆周期政策加码之后，到经济数据的全面好转存在时滞，仍然需要时间来验证，人民币持续升值的动力仍然需要观察。

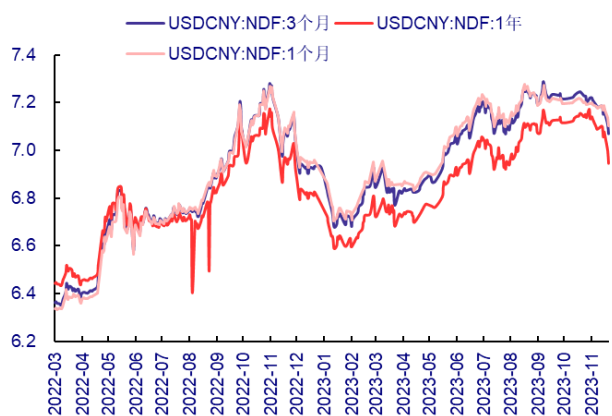
最后，当前财政政策的发力需要货币政策的配合，降准、降息仍然是 2024 年货币政策的最优方向。如果央行在美联储降息之前使用价格工具，人民币汇率有可能再遇波折，升值也就不是一蹴而就的。

图13: 离岸人民币利率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图14: USDCNY: NDF



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图表目录

图 1: 美元指数和非美货币变化幅度 (%)	2
图 2: 人民币汇率指数	2
图 3: 离岸人民币汇率与在岸人民币汇率价差	2
图 4: 人民币即期汇率和中间价	2
图 5: 美元指数与人民币汇率	3
图 6: 美国国债收益率 (%)	3
图 7: Markit iBoxx 中资美元房地产债券到期收益率 (%)	3
图 8: Markit iBoxx 中资美元城投债券到期收益率 (%)	3
图 9: 中国社会融资增速 (%)	4
图 10: 中国 5 年期国债 CDS 与人民币汇率	4
图 11: 人民币汇率波动的季节性特征	4
图 12: 银行代客结售汇差额明细 (亿美元)	4
图 13: 离岸人民币利率	5
图 14: USDCNY: NDF	5

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。

章俊 中国银河证券首席经济学家。

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院，新财富宏观团队成员，重点关注数据分析和预测。2014年第13届“远见杯”中国经济预测第一名，2015、2016年第14、15届“远见杯”中国经济预测第二名。

詹璐 宏观经济分析师。厦门大学工商管理硕士，2022年11月加入中国银河证券研究部。重点关注国内宏观经济研究工作。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

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：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn