

2024年01月05日

人民币汇率：2024年可能的“变与不变”

宏观研究团队

——宏观经济专题

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

● 2023年人民币汇率简要复盘

1. **美元是影响2023年人民币汇率波动趋势的关键。**美元指数2023年收跌约3.1%，美元兑人民币上涨约2.7%，两者走势存在一定差异。但趋势上来看，人民币汇率较大级别的波动均与美元指数高度相关。换言之，人民币当前波动方向实际上主要受美元指数的变动影响。

2. **国内经济波浪式恢复及预期波动是人民币汇率偏弱的基础。**人民币在2023年表现相较于其它主要货币较为平稳，且在部分时段表现相对弱势，主要原因在于我国在疫情管控措施放松后，经济恢复呈现出明显的波浪式特征。而中美利差深度倒挂、企业与居民信心较弱导致结汇意愿不高，叠加美国推进制造业回流，我国FDI转负、内资对外投资增加，境内外汇市场供需压力整体较大。

● 人民币汇率2024年可能的“变与不变”

1. **美元指数较难大幅下行，外部环境或较震荡。**对2015年“8.11”汇改后人民币的三次“破7”经历进行复盘来看，除去2019年贸易摩擦的扰动外，人民币汇率若想迎来较大幅度的持续升值，美元指数的下行是必要条件之一。展望2024，从美欧经济基本面、美欧央行货币政策节奏来看，基准情形下，美元指数或难大幅下行，可能维持在100附近的较高位，走势呈窄幅震荡。

2. **国内经济增长修复程度决定人民币波动弹性，央行汇率政策或继续以稳定预期为主要基调。**2023年我国经济复苏回升面临有效需求不足、社会预期偏弱等困难，但我们认为当前对经济高增长的诉求仍在，中央经济工作定调亦较为积极，预计2024年GDP目标可能在5%左右，实际完成可能要更高。同时央行汇率政策或将保持积极，从而给人民币提供一个温和升值的基础。

3. **基准情形下，人民币2024年或将温和升值。**具体节奏上或是一个偏震荡、双向波动的格局，1季度可能偏升值（季节性），2季度可能会部分承压（欧美央行货币政策分化），随后或将缓慢震荡升值（美联储降息落地）。

● 人民币汇率波动对市场影响需经济基本面配合

1. **人民币汇率通过三种途径作用于A股市场。**理论上，人民币汇率波动对A股市场的影响主要通过企业盈利、外资流动、市场情绪三种渠道。但现实中不同行业、不同经济发展阶段，主导因素与影响节奏均有区别，需要具体问题具体分析。

2. **人民币汇率对市场的影响仍需经济基本面配合。**2016年来人民币汇率与A股走势较为一致，即升值对应A股涨，贬值对应A股跌。但在少数人民币升值区间内，A股并未上行。在部分人民币贬值周期内，A股亦录得一定涨幅。2023年11月以来人民币汇率升值，A股并未跟随反弹。结合历史复盘分析，可能源于人民币是被动升值、国内经济改善仍需进一步巩固，叠加欧美央行尚未实质性进入降息周期，出口改善预期尚未证实，外资因此较谨慎。往后看，若想汇率对A股形成持续的正向促进作用，还需国内经济基本面保持向好回升来配合。

● **风险提示：**美国经济韧性超预期，国际地缘政治风险超预期。

相关研究报告

《增发国债加快落地，提振建筑业景气度—12月PMI点评及近两周高频数据跟踪》-2023.12.31

《提升通胀的经济学逻辑与可选路径—宏观经济专题》-2023.12.30

《工业利润改善的“表”与“里”—宏观经济点评》-2023.12.27

目 录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 1、 2023 年人民币汇率简要复盘 | 3 |
| 1.1、 美元是影响 2023 年人民币汇率波动趋势的关键 | 3 |
| 1.2、 国内经济波浪式恢复及预期波动是人民币汇率偏弱的基础 | 5 |
| 2、 人民币汇率 2024 年可能的“变与不变” | 6 |
| 2.1、 美元指数较难大幅下行，外部环境或较震荡 | 6 |
| 2.1.1、 美元指数将仍然是决定人民币波动方向的关键 | 6 |
| 2.1.2、 美元指数或较难大幅下行 | 7 |
| 2.2、 国内经济增长修复程度决定人民币波动弹性 | 9 |
| 2.3、 央行汇率政策或继续以稳定预期为主要基调 | 10 |
| 3、 人民币汇率波动对市场的影响需经济基本面配合 | 12 |
| 3.1、 人民币汇率对市场的几种传导途径 | 12 |
| 3.2、 人民币汇率对市场的影响仍需经济基本面配合 | 13 |
| 4、 风险提示 | 15 |

图表目录

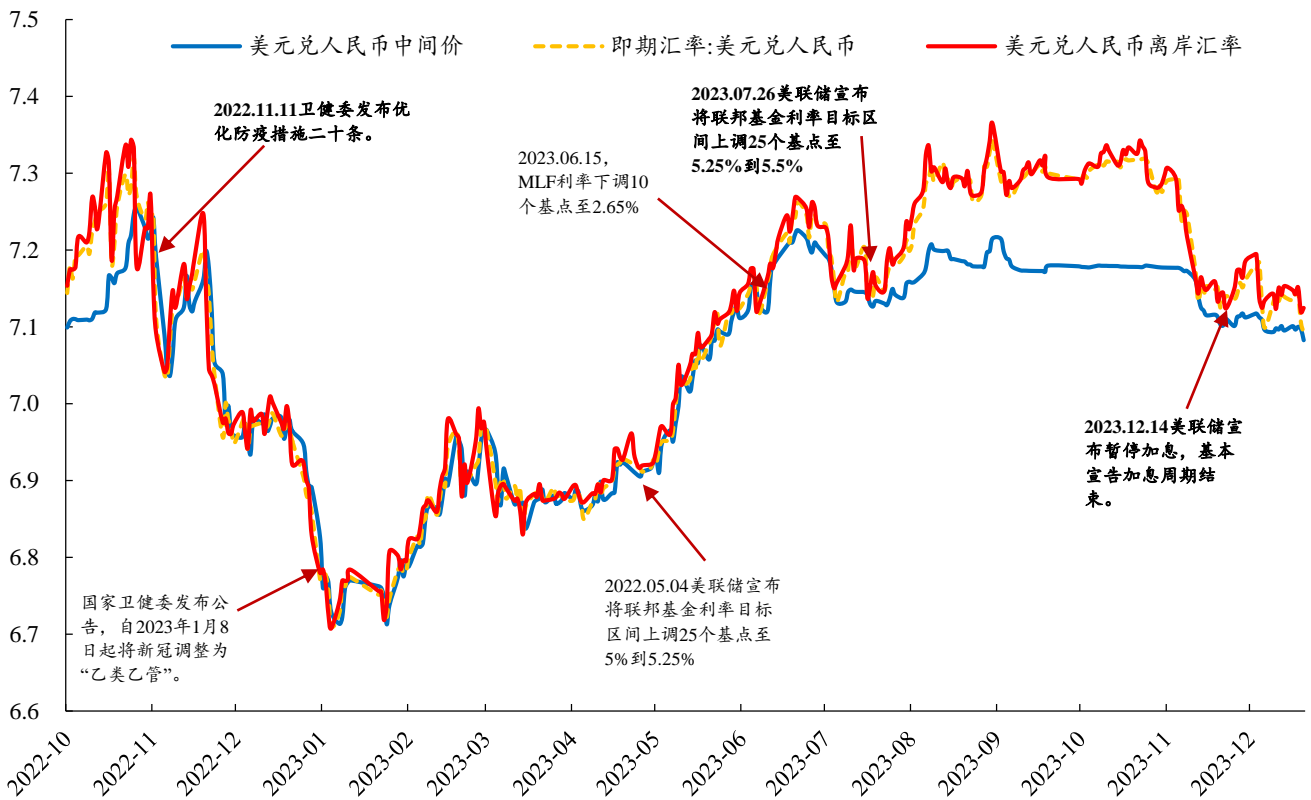
| | |
|---|----|
| 图 1： 2023 年人民币汇率经历了较大幅度的波动 | 3 |
| 图 2： 人民币汇率相较于美元指数贬值更多 | 4 |
| 图 3： 人民币汇率升贬值幅度均较温和 | 4 |
| 图 4： 国内经济波浪式修复 | 5 |
| 图 5： 中美 2、10 年期国债收益率利差深度倒挂 | 6 |
| 图 6： 银行结汇率处于较低运行区间 | 6 |
| 图 7： 我国 2023 年 3 季度 FDI 流入转负 | 6 |
| 图 8： 人民币汇率近 5 年来还曾 3 次“破 7” | 7 |
| 图 9： 欧洲经济景气度底部磨底 | 8 |
| 图 10： 花旗美国、欧洲经济惊喜指数近期有所走阔 | 8 |
| 图 11： 欧元区通胀下行较快 | 9 |
| 图 12： 12 月点阵图显示美联储 2024 年将会降息 3 次 | 9 |
| 图 13： 德美 2 年期国债收益率利差与欧元兑美元汇率相关性较强 | 9 |
| 图 14： 我国贸易顺差有所减少 | 10 |
| 图 15： 外资开始流入我国债券市场 | 10 |
| 图 16： 银行结售汇近期持续保持逆差 | 11 |
| 图 17： 美元兑人民币成交量减少 | 11 |
| 图 18： 汇率对 A 股的影响机制简明框架 | 13 |
| 图 19： 2016-2022 年人民币汇率与主要股指关联性较强 | 13 |
| 图 20： 2023 年 11 月份以来汇率与 A 股走势背离 | 14 |
| 图 21： 汇率与 A 股同涨期间，内外需相对较好 | 14 |
| 图 22： 人民币升值预期并不强 | 14 |
| 图 23： 外资仍未恢复净流入 | 14 |
| 表 1： 2023 年人民银行部分外汇政策梳理 | 11 |

我们曾从人民币汇率¹的价格形成机制出发，对人民币汇率的决定因素进行了仔细分析。回顾 2023 年，影响人民币汇率波动的因素是否发生改变，哪些因素占据主导地位？在美联储紧缩周期基本确认结束、即将迈入降息周期的 2024 年，如何观察人民币汇率后续走势，对市场能否起到正向的促进作用？

1、2023 年人民币汇率简要复盘

2023 年人民币汇率虽然维持双向波动趋势，但波动幅度较大，且整体录得一定贬值，引发市场关注。对 2023 年人民币汇率进行简单回顾，不难发现，在 7 月中旬前，离岸人民币汇率、人民币即期汇率、人民币汇率中间价三者走势较为一致，相互之间的差距较小。而从 8 月份开始，离岸人民币汇率开始走高，并且与人民币中间价的差异开始扩大。直至 11 月下旬，人民币再度开启升值，三者差距开始缩小，走势逐渐统一。但进入 12 月份，三者之间的差距又重新开始走阔，人民币汇率前景的不确定性似乎有所增加。

图1：2023 年人民币汇率经历了较大幅度的波动



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.1、美元是影响 2023 年人民币汇率波动趋势的关键

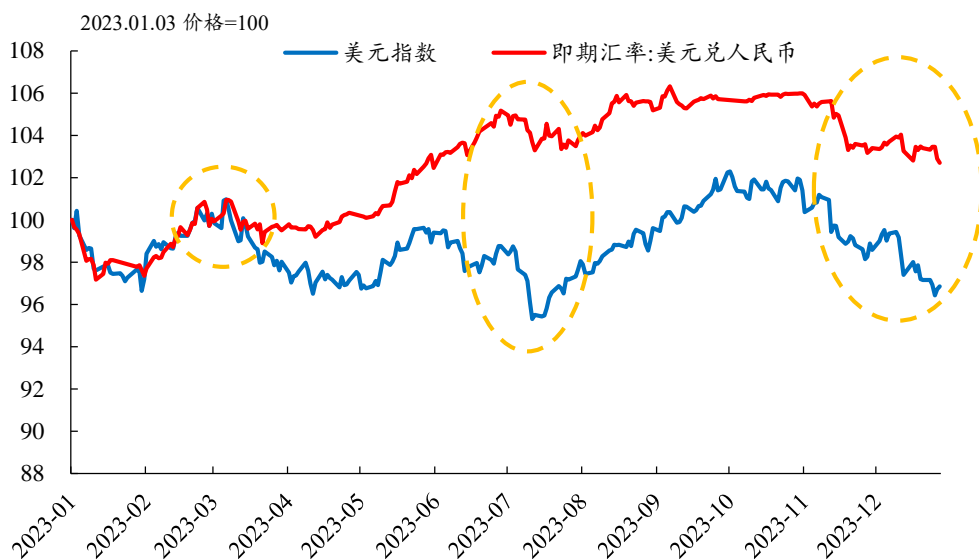
汇率本质上反映的是两国经济的相对强弱，美元指数更是影响人民币汇率的关键外部因素。为了厘清美元指数波动对人民币汇率的影响程度，我们将美元指数与人民币汇率、美元兑主要货币汇率的波动情况进行横向比较，以更清楚的对人民币的外部环境进行剖析。

将 2023 年初人民币汇率与美元指数的价格标准化为 100，观察 2023 年两者的波动情况。数据上来看，美元指数全年收跌约 3.1%，但美元兑人民币上涨约 2.7%，两

¹ 本文主要使用美元兑人民币汇率来进行分析，后文未经说明，均以此为准。

者之间走势存在一定程度的差异。但从趋势上来看，在 2023 年间人民币汇率的波动虽同美元指数有不同程度的背离，人民币汇率较大级别的波动数据均与美元指数高度相关，在图 2 中亦可以较为明确的观察到这一现象。换言之，人民币汇率当前波动方向实际上主要受美元指数的变动影响。

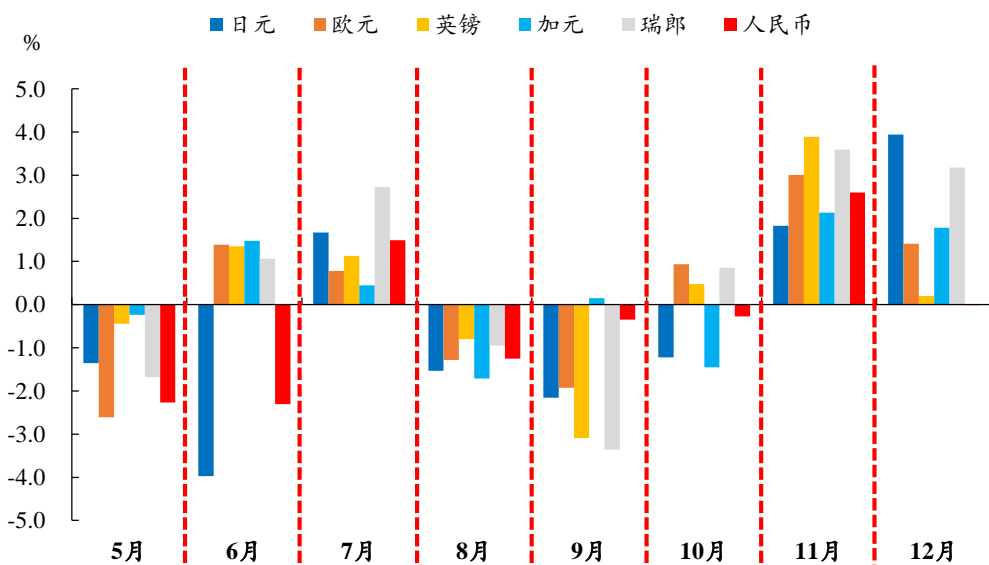
图2：人民币汇率相较于美元指数贬值更多



数据来源：Wind、开源证券研究所

更进一步，将欧元、英镑、日元等主要货币兑美元汇率同人民币汇率放在一起横向比较，可以发现，在 2023 年 6 月份人民币与日元是为数不多对美元贬值的主要货币。进入 7 月份后，人民币汇率同其它主要货币走向开始趋于一致，但升值/贬值幅度均不属于较为强势的货币，整体表现较为温和。11 月份人民币汇率虽录得 2.6% 涨幅，但相较于英镑 (+3.89%)、欧元 (+3.01%) 仍较弱势。特别是进入到 12 月份后，人民币汇率在其它主要货币兑美元升值的情况下，整体小幅贬值，反映的或是对国内经济基本面预期的定价。不过总体而言，在 2023 年的大部分时间内，人民币汇率的主要趋势性影响因素仍是美元指数。

图3：人民币汇率升值贬值幅度均较温和

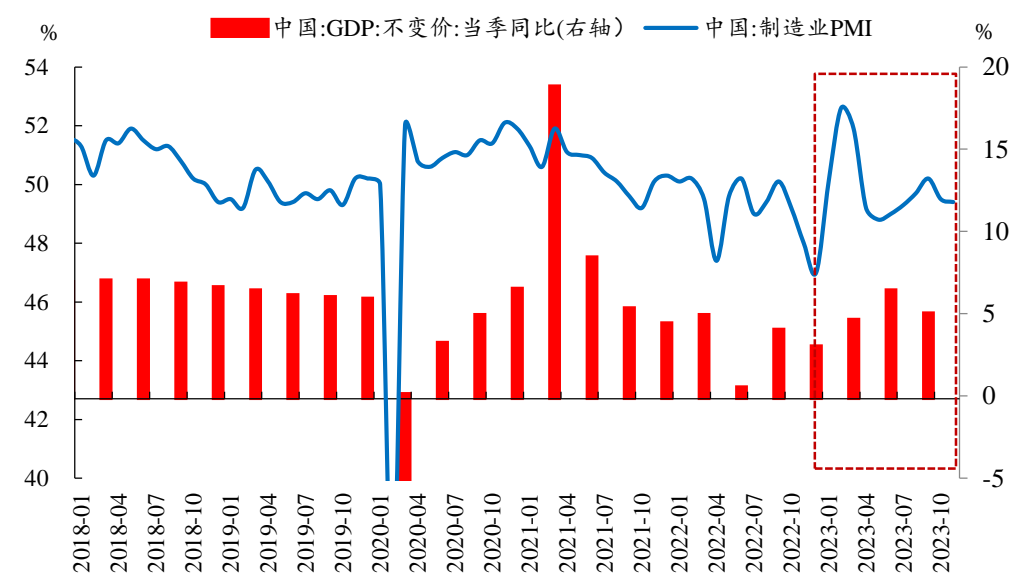


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2、国内经济波浪式恢复及预期波动是人民币汇率偏弱的基础

如上所述，人民币在 2023 年整体表现相较于其它主要货币较为平稳，且在部分时段表现相对较为弱势，其中的主要原因或在于我国在疫情管控措施放松后，经济恢复呈现出明显的波浪式特征。从国内经济基本面来看，根据我们测算，2023 年 4 季度 GDP 约 6.1%-6.2%，对应全年 GDP 实际同比为 5.4%-5.5%。但宏观层面重视实际 GDP，实体部门微观感知跟随名义 GDP，其面临着债务保持刚性、弹性资产缩水（地产金融）、实际利率上升的三重困境。两者认知差距在 2023 年有所走阔，对于居民和企业的信心带来一定的影响。（详见《2023 年或实现 5.5%，2024 年关键在于如何提通胀——兼评 11 月经济数据》）

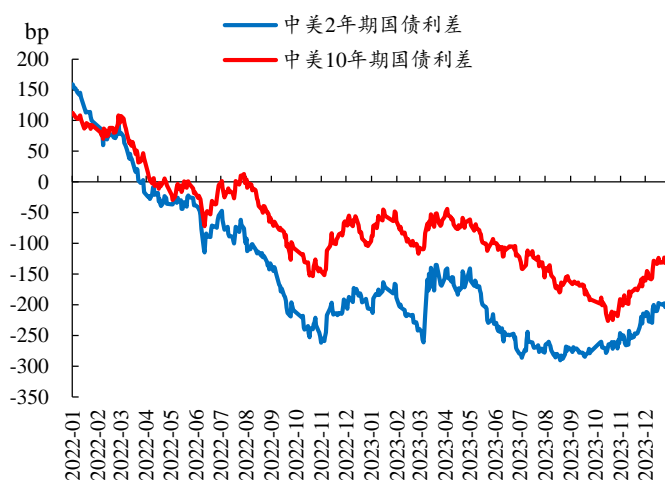
图4：国内经济波浪式修复



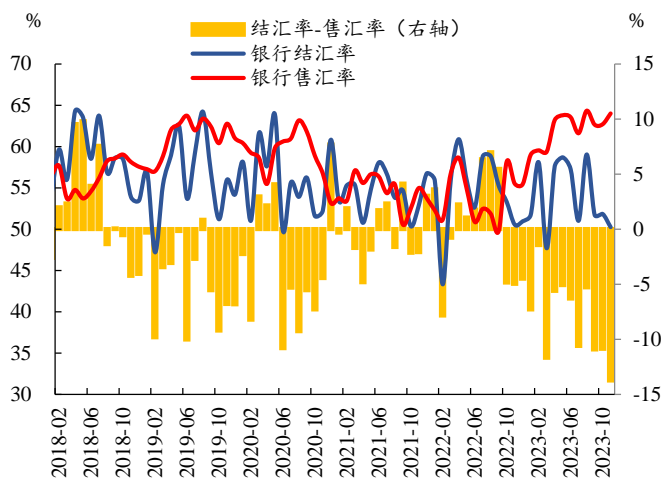
数据来源：Wind、开源证券研究所

而美国经济在 2023 年呈现出较为明显的韧性，促使美联储的货币政策表态较为鹰派，美债收益率也出现了较大幅度的上涨，带动中美两国各主要期限国债收益率倒挂，其中 2 年期、10 年期中美国债收益率利差最高时倒挂约 290bp、220bp，进入深度倒挂区间。这一方面使得外资在进行资产配置时会选择加大对美国资产的配置，以获取更高收益；另一方面，对居民和企业也会造成一定的冲击，特别是对外贸企业而言，其可能会选择不结汇，以获得较高的美元资产收益，从而造成我国结汇率与售汇率²的差额不断走阔，在我国以市场供求为基础的汇率定价机制下，会导致境内外汇市场上人民币与美元的供需关系较为紧张，从而对人民币汇率带来较强的下行压力。

² 结汇率计算方式为：(银行代客结汇金额—当月远期结汇履约额)/银行代客涉外外币收入，售汇率计算原理亦相同。

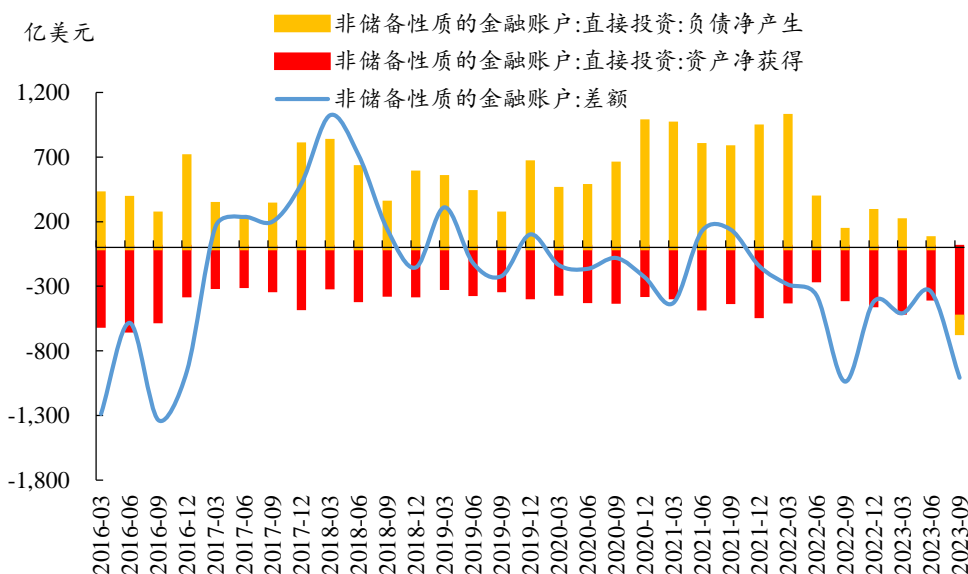
图5：中美2、10年期国债收益率利差深度倒挂


数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：银行结汇率处于较低运行区间


数据来源：Wind、开源证券研究所

此外，除去金融资本的波动以及企业结汇意愿不高之外，我国经济基本面的波折修复叠加美国推进制造业回流政策，使得2023年3季度我国收到的FDI金额（直接投资净负债产生项）近年来首度转负，与此同时内资的对外投资亦有所增加，共同造成2023年前3季度我国非储备性质的金融账户逆差较2022年同期扩大9.7%至1856亿美元，显示内资与外资的信心略显不足，而这或也是央行彼时多次采取相关政策稳市场预期的重要原因。

图7：我国2023年3季度FDI流入转负


数据来源：Wind、开源证券研究所

2、人民币汇率2024年可能的“变与不变”

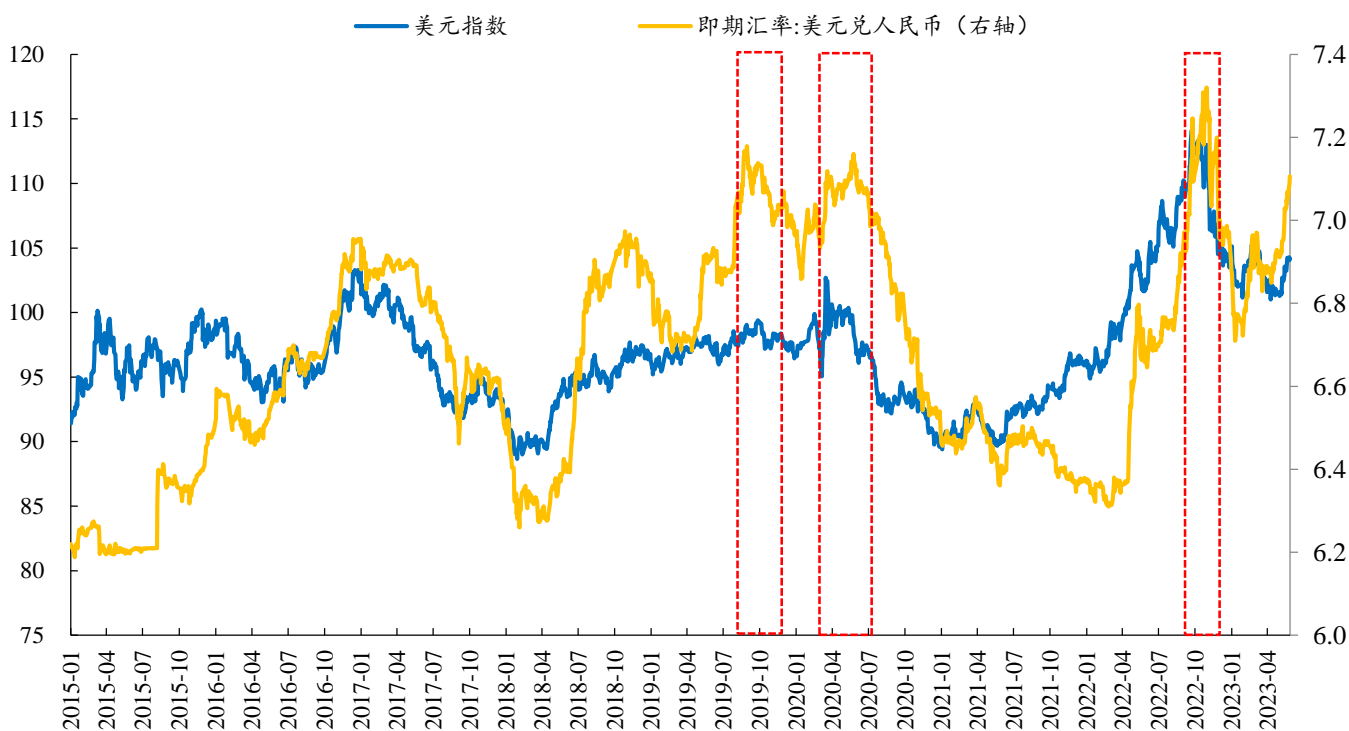
2.1、美元指数较难大幅下行，外部环境或较震荡

2.1.1、美元指数将仍然是决定人民币波动方向的关键

自2015年“8.11”汇改后，人民币汇率还曾三度“破7”，分别是2019年8月、2020年2月、2022年9月，持续时间分别为96天（交易日，下同）、123天、53天，持续时间相对2023年均较短。其中2019年人民币汇率“破7”时，中美贸易摩擦进

一步升级³，且后续美方对中国进一步施压，造成市场情绪较为恐慌，人民币汇率最高突破 7.15，直至中美双方不断沟通接触，市场情绪亦逐渐企稳，人民币汇率开始缓慢回落至 7 以下；2020 年 2 月则是由于新冠疫情冲击，伴随着中国疫情防控措施得当，经济快速复苏，叠加美联储实施宽松货币政策，美元指数回落，人民币也逐渐升值；2022 年 9 月我国多地疫情散发，经济运行面临较大压力，叠加美联储快速加息、美元指数持续上升并最高突破 114，人民币汇率再次“破 7”，最高时一度突破 7.3，为 2015 年以来最高位。后续随着美联储加息放缓、美元指数回落，我国疫情防控措施优化，经济预期快速好转，人民币也迎来了较快升值。

图8：人民币汇率近 5 年来还曾 3 次“破 7”



数据来源：Wind、开源证券研究所

从上述的简单复盘不难看出，除去 2019 年因贸易摩擦的扰动外，**人民币汇率若想迎来较大幅度的持续升值，美元指数的下行是必要条件之一**。从上图也可以直观观察到，人民币汇率的大幅波动均与美元指数的变动密切相关。换言之，2023 年美元指数对人民币汇率的波动方向起到重要作用，这背后反映的是央行退出常态化干预后，市场对于人民币汇率的波动起到了决定作用。在此情况下，我们预计后续美元指数对人民币汇率的波动趋势仍将起到关键作用。

2.1.2、美元指数或较难大幅下行

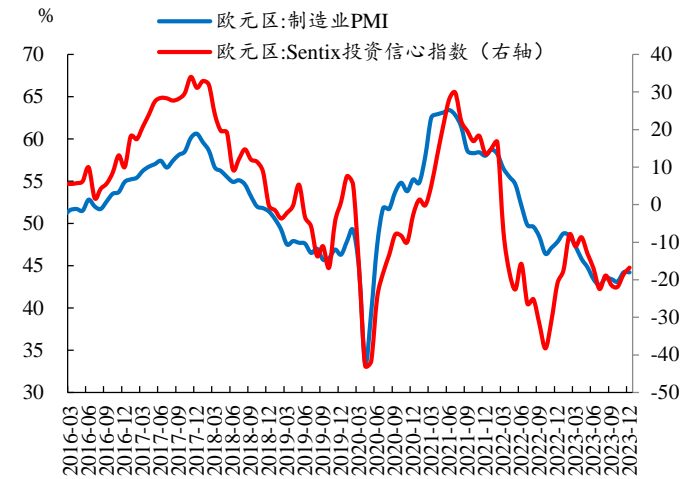
2024 年美元指数的走势或较为震荡。从美欧经济基本面、美联储与欧央行的货币政策节奏这两个角度来看，基准情形下，美元指数或难大幅下行，可能维持在 100 附近的较高位，走势呈窄幅震荡。

在前期的报告中，我们曾指出美国经济“暂无近忧，或有远虑”，但由于居民、企业杠杆率目前仍较低，叠加库存周期逐渐转向补库存，且美联储加息周期已经基本确定结束，货币政策转向谨慎操作，2024 年美国经济的较大概率实现软着陆。

³<http://www.mofcom.gov.cn/article/ae/ag/201908/20190802887283.shtml>

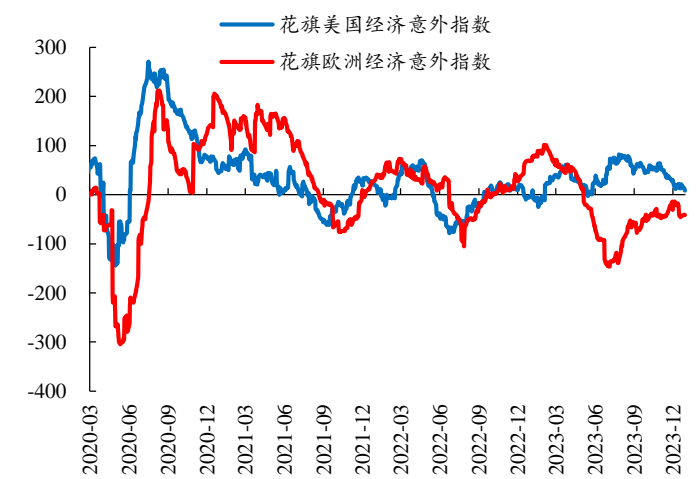
而欧洲方面，其经济增长面临更多压力，“硬着陆”风险并不低。虽然从当前的数据来看，12月份欧元区制造业PMI录得44.2%，并未进一步下跌，投资者信心指数亦有一定好转，欧洲经济似乎有止跌企稳的迹象，陷入深度衰退的概率并不高，但更关键的是，相较于美国，欧洲经济或难有趋势性的相对好转，这意味着欧元兑美元汇率或难有较为明显的升值。从花旗美国、欧洲经济惊喜指数来看，两者之间的差距在收窄后又有重新走阔迹象。

图9：欧洲经济景气度底部磨底



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：花旗美国、欧洲经济惊喜指数近期有所走阔



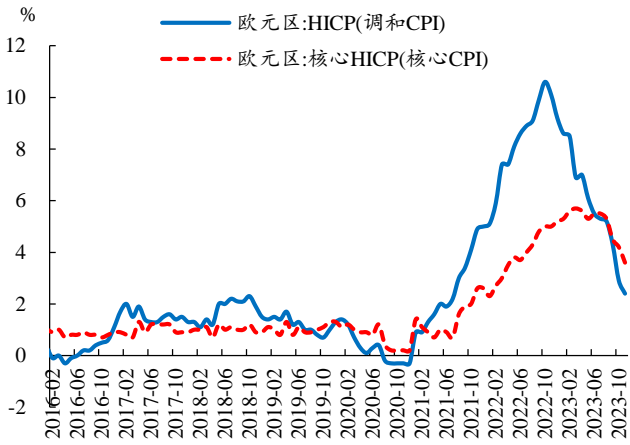
数据来源：Wind、开源证券研究所

欧美央行的货币政策走向在2024年或也将有所分化，我们认为欧央行降息幅度或较美联储更大，节奏或也较美联储更快更早，从而为美元指数提供一定的支撑。11月欧元区HICP（调和CPI）录得2.4%，较10月份继续下降，较高点已经回落超过8个百分点，核心CPI亦连续回落，通胀黏性较弱。在12月份的议息会议上，欧央行第二次暂停加息，并下调了2024年的通胀与经济增长预期⁴，显示其对未来的经济增长预期有所下降。因此欧央行虽然表示暂时没有考虑降息，但由于欧元区经济增长承压、通胀水平较快下降，我们认为欧央行降息的迫切性更高。

美联储方面，在12月的FOMC会议上，美联储宣布再次暂停加息，且基本确认加息周期已经结束。在发布会上，美联储主席鲍威尔表示当前委员会已经开始讨论降息，后续也将会继续讨论，整体表态较为鸽派。最新的点阵图也显示2024年将有3次降息，CME指数更是显示2024将会降息超过5次，最早3月份便有可能降息（详见《加息周期结束，但联储降息预期管理或面临挑战——12月FOMC会议点评》）。但我们需要看到，美国经济韧性尚较充足，美联储可能还需要对经济数据进行观察，方能进行实质性降息，近期部分美联储官员均对降息持相对鹰派表态，在没有较为严重的经济/金融风险事件爆发的情形下，美联储降息的紧迫程度相较于欧央行更低。

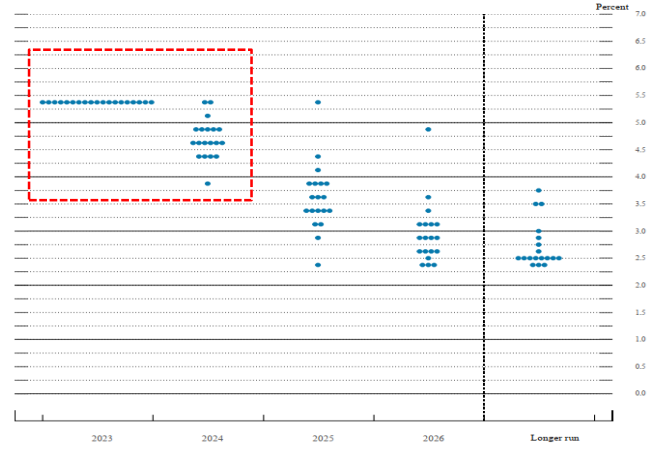
⁴ <https://wallstreetcn.com/articles/3704284?keyword=%E6%AC%A7%E5%A4%AE%E8%A1%8C>

图11: 欧元区通胀下行较快



数据来源: Wind、开源证券研究所

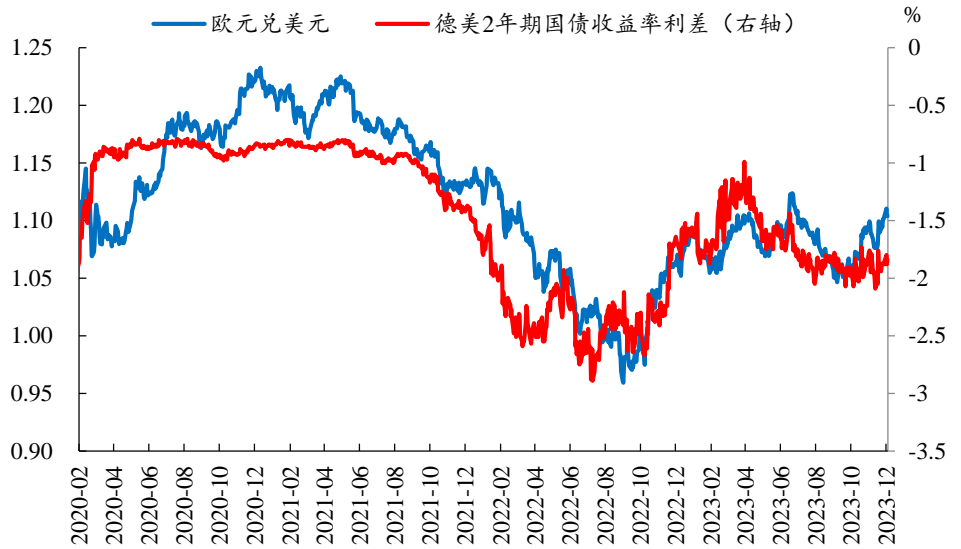
图12: 12月点阵图显示美联储2024年将会降息3次



数据来源: 美联储、开源证券研究所

结合上述两点, 我们使用德美 2 年期国债收益率利差来间接衡量后续欧元兑美元汇率的走势。一则 2 年期国债可以综合反映央行货币政策及短期经济形势波动的变化; 二则历史上来看, 其与欧元兑美元汇率的拟合效果较好。基于我们前述对美欧经济基本面及央行货币政策的分析, 德美 2 年期国债收益率利差后续或难持续收窄, 对应欧元兑美元汇率或难有持续升值动力。

图13: 德美 2 年期国债收益率利差与欧元兑美元汇率相关性较强



数据来源: Wind、开源证券研究所

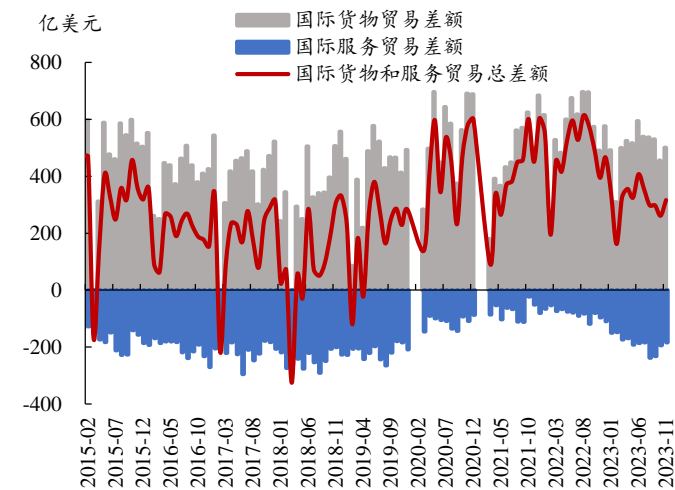
2.2、国内经济增长修复程度决定人民币波动弹性

如上分析, 2024 年人民币面临的外部环境或较震荡, 不过随着美联储的转向, 2024 年美元指数中枢相较于 2023 年或有降低, 这是人民币汇率外部环境面临的重要变化。基于此, 人民币的贬值压力应相对 2023 年较小。

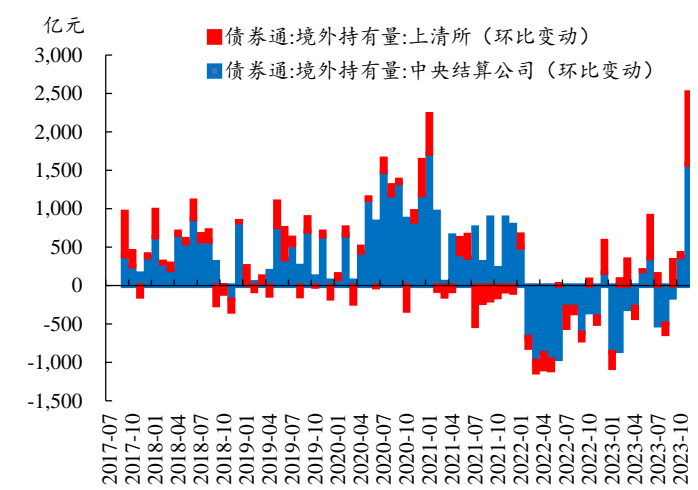
当然, 外部环境的变化可以对人民币汇率的波动方向起到重要作用, 人民币汇率的弹性还是取决于国内经济的增长修复程度。2023 年我国经济复苏回升面临有效需求不足、部分行业产能过剩、社会预期偏弱、风险隐患较多、国内大循环存在堵点等困难, 人民币汇率相对较为弱势。在前期报告中, 我们曾从 2023 年名义 GDP

或与隐含目标有一定差距、地方财政缺口、2035 远景目标或仍有难度、2023 年中国占美国名义 GDP 比重有所下滑等 4 个方面对经济维持较高增速的必要性进行了详细分析（详见《破浪前行——2024 年宏观经济展望》）。而中央经济工作会议亦基调积极，指出“必须把坚持高质量发展作为新时代的硬道理”，延续“稳中求进”工作总基调，新增“以进促稳”、“先立后破”，“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，指向高质量发展要以经济增长为前提，更突出短期的目标，意在“以发展促稳定”，因此仍要保持一定的经济增速。我们预计 2024 年 GDP 目标可能在 5%左右，实际完成可能要更高。（详见《首要任务与中心工作——中央经济工作会议学习体会》）

因此，我们认为人民币汇率在 2024 年对应的国内经济基础可能有积极变化。人民币有望在 2024 年整体处于温和升值通道中，但具体弹性、节奏或仍有一定波折。一方面，从进出口的数据来看，2023 年中国出口在欧美需求不振的大背景下整体承压，叠加国际交往恢复，服务贸易逆差有所提升，因此国际货物和服务贸易总差额相较于 2022 年同期要低。但伴随着欧美国家逐渐步入补库周期，我国 2024 年出口预计将会小幅正增长，顺差提升有助于改善人民币供需基础；但另一方面具体到对于汇率短期的升/贬值空间，市场对于中国经济基本面的预期则更为重要。我们近期已经看到外资在债券市场的流入，显示预期或已有所改善，这一点与 2023 年或有较大不同。

图14：我国贸易顺差有所减少


数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：外资开始流入我国债券市场


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、央行汇率政策或继续以稳定预期为主要基调

2023 年央行的汇率政策整体相对积极，主要政策目的是维持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，防止形成单边一致性贬值预期并自我强化。在此基础上，我们观察到央行采取了包括上调宏观审慎参数、下调外汇存款准备金率、提升离岸央票发行规模等政策，并加大了逆周期因子的使用，多次释放稳汇率的决心信号。此外，在离岸人民币汇率接近 7.3 附近时，央行相关政策表态/行动均较多，带动人民币中间价与离岸人民币汇率产生较大偏离，显示央行对人民币汇率超调有较为明确的判定标准。

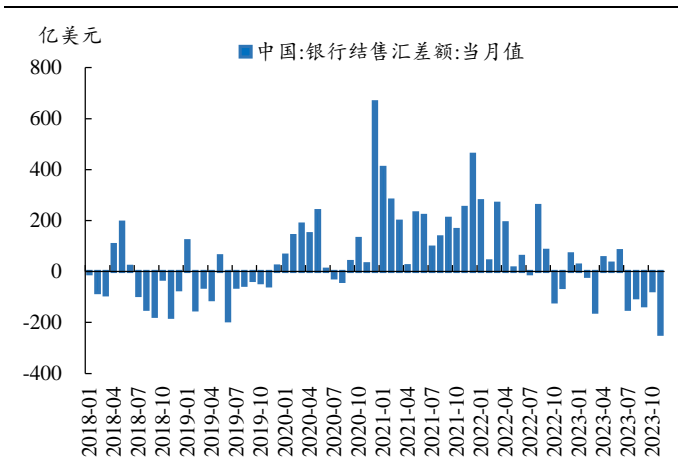
表1: 2023年人民银行部分外汇政策梳理

| 时间 | 政策内容 |
|------------|---|
| 2023/7/20 | 人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5。 |
| 2023/8/15 | 人民银行发行3个月期央行票据200亿，1年期央行票据150亿。 |
| 2023/9/11 | 全国外汇市场自律机制专题会议在北京召开，强调金融管理部门有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定， 该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏 ，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置，坚决防范汇率超调风险。 |
| 2023/9/13 | 人民银行发行6个月期央行票据共150亿。 |
| 2023/9/15 | 人民银行下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，由6%下调至4%。 |
| 2023/11/15 | 人民银行发行3个月期央行票据300亿，1年期央行票据150亿。 |

资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

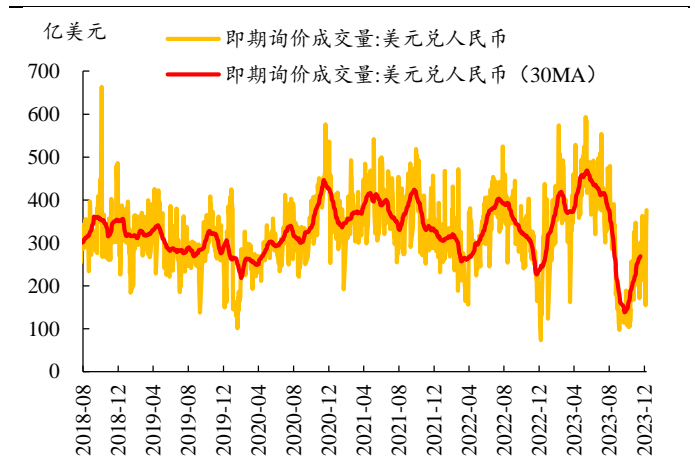
客观上来说，央行的操作对于稳定外汇主体预期起到了积极作用。特别是在7月份以后，银行结售汇差额开始转负且继续恶化，对人民币形成了持续的贬值压力，外汇市场交易已经有顺周期行为的迹象，央行需要对贬值预期进行管理。同时较大规模的发行离岸央行票据，回收人民币流动性，有助于提升境外资金做空人民币的成本，对离岸人民币汇率起到了积极的稳定作用。但政策的积极干预也使得市场交易量下降，美元对人民币即期询价成交量在7月份开始逐渐减少。

图16: 银行结售汇近期持续保持逆差



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17: 美元兑人民币成交量减少



数据来源：Wind、开源证券研究所

展望2024年，我们认为央行的汇率政策或仍将以**稳定市场预期、防止大幅波动为主要基调**。央行货币政策委员会4季度例会上，提出要深化汇率市场化改革，综合施策、校正背离、稳定预期，坚决对顺周期行为予以纠偏，坚决防范汇率超调风险，防止形成单边一致性预期并自我强化，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定⁵。这显示虽然后续人民币贬值压力或将相对缓解，但央行对汇率政策的态度仍然较为积极，这一点与2023年保持一致。事实上，由于外围不确定性仍存，人民币进入较为稳定的升值通道的同时，市场化程度是否也能进一步提高，并更好的发挥宏观经济稳定器的功能，或仍是央行关心的重要事项。

⁵ <http://www.pbc.gov.cn/goutongjiaoliu/113456/113469/5184510/index.html>

综上所述，结合美元指数、国内经济基本面、央行汇率政策态度来看，我们认为 2024 年人民币汇率可能有以下几种情形：

基准情形下，由于美国经济增长动能逐渐放缓，美联储预计于 2024 年 2 季度转向降息，同时中国经济在稳增长政策推动下持续复苏，中美经济相对强弱态势开始收敛并发生逆转，人民币汇率全年预计将有一定幅度升值。但节奏上需要注意几点，一是若欧洲经济较快下行，欧央行先于美联储降息，则美元可能阶段性被动升值，对人民币汇率产生一定程度的压力；二是若美国经济韧性超预期，美联储降息时点及幅度不及市场预期，则美元亦有可能走强；三是美欧经济、中美经济的相对状态可能会发生非线性变化，届时亦会对人民币汇率产生影响。不过总的来看，我们认为在季节性（春节将近）的影响下，人民币汇率短期或仍有上行动能，但是否能回到 7 以下，则需要美元指数加以配合。全年汇率的节奏或将仍是一个偏震荡、双向波动的格局，1 季度可能偏升值，2 季度可能会部分承压，随后或将缓慢震荡升值。

向上情形下，如果美国发生超预期经济、金融风险，引发经济超预期衰退，美联储开启快速宽松，同时我国经济持续修复，中美经济增长相对态势明显逆转，则人民币汇率预计将会较为顺畅且持续走强。

向下情形下，若美国经济韧性持续超出预期，美联储提前降息/降息次数超预期引发二次通胀风险，导致其不得不重回紧缩。且欧洲经济超预期衰退，欧央行被迫大幅宽松，美元指数被动抬升。此外，2024 年全球大选数量较多，地缘政治风险或将提升，可能共同推升美元指数上行。在此情况下，若国内经济复苏不及预期，则可能导致人民币汇率相对承压。

3、人民币汇率波动对市场的影响需经济基本面配合

3.1、人民币汇率对市场的几种传导途径

理论上而言，人民币汇率波动会通过三种途径作用于 A 股市场：**企业盈利、外资流动、市场情绪**。但在现实中，对不同行业、不同经济发展阶段，主导因素与影响节奏均有区别，需要具体问题具体分析。

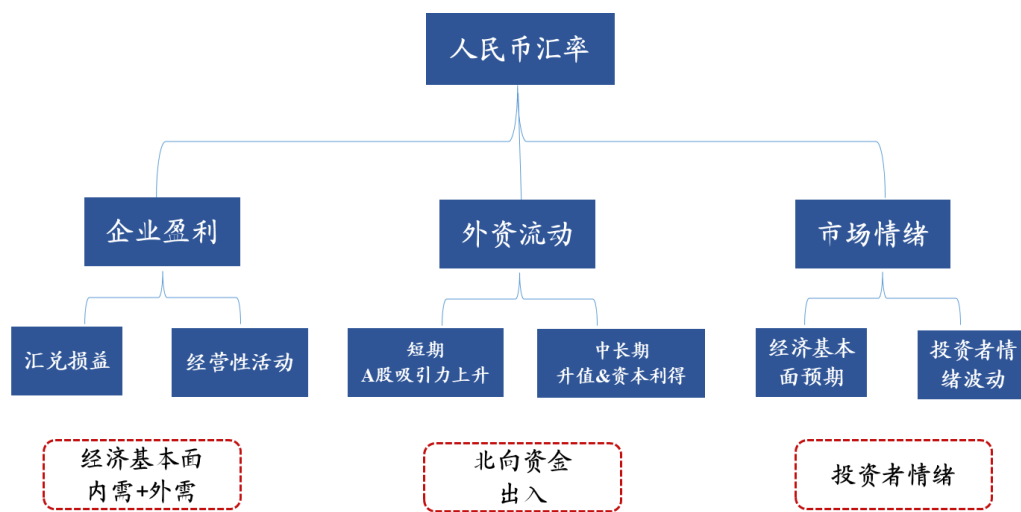
企业盈利途径方面，人民币汇率波动对分子端公司盈利的影响存在间接和直接两种渠道。间接影响指的是汇率波动作用于汇兑损益⁶项目间接影响上市公司盈利。直接影响指的是汇率波动作用于经营性活动直接影响上市公司业绩。若出口产品保持外币定价不变，人民币升值则意味着更低的本币价值，企业营收下降盈利下滑。相较于此，人民币波动对进口原材料产品的影响相反。但需要注意的是，汇率的波动对公司盈利的影响需要以经济基本面为支撑。只有在内需与外需均改善的前提下，汇率波动才能够对公司的盈利产生足够大的影响，从而传导至权益市场。

外资流动与市场情绪往往是共振的，当外资持续流入的时候，市场情绪往往比较好，两者之间容易形成相互的正/负循环。自 A 股逐渐向境外投资者开放后，外资已经成为 A 股市场上增量资金的重要来源之一，逐渐成为 A 股定价的重要力量。短期来看，若国内经济基本面预期改善，人民币容易形成升值预期，吸引外资流入，进一步改善人民币汇率市场的供需关系，对汇率形成支撑；从中长期来看，国内经济基本面预期如能够持续向好，则外资可以享受人民币升值与股价上升的双重利好，

⁶ 汇兑损益是指因融资和货币型活动产生的外币资产和负债在定期折算过程中，由于汇率波动而产生的折算差额，计入公司利润表影响当期利润。对外币性资产，人民币升值（贬值）对应汇兑损失（收益）。对外币性负债，人民币升值（贬值）对应汇兑收益（损失）。

从而会持续流入。此外，外资的流入/流出对 A 股市场情绪也具有较大的指引作用，外资的持续流入能够比较有效地提升市场情绪，提振投资者信心。

图18：汇率对 A 股的影响机制简明框架

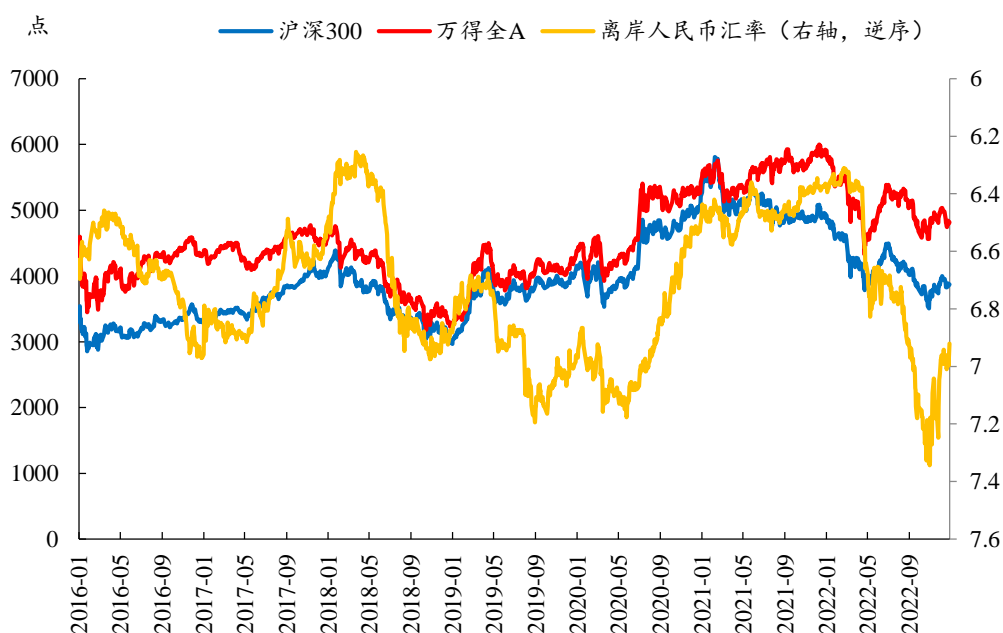


资料来源：开源证券研究所

3.2、人民币汇率对市场的影响仍需经济基本面配合

对 2016-2022 年人民币汇率与主要股指走势进行复盘，不难发现人民币汇率与 A 股走势具有较强的相关性。具体来看，2016 年来人民币升值周期内，A 股大都表现出明显的上行趋势。尽管如此，在少数人民币升值区间内，升值并没有伴随着 A 股的上行。在部分人民币贬值周期内，A 股亦可能取得一定程度的上涨。这表明人民币汇率升值不一定能够带来充足的公司盈利和流动性支撑 A 股上行，而人民币汇率贬值虽可通过影响北向资金出入情况，起到放大市场悲观情绪的作用，但并不能完全对 A 股走势起到决定性的作用。

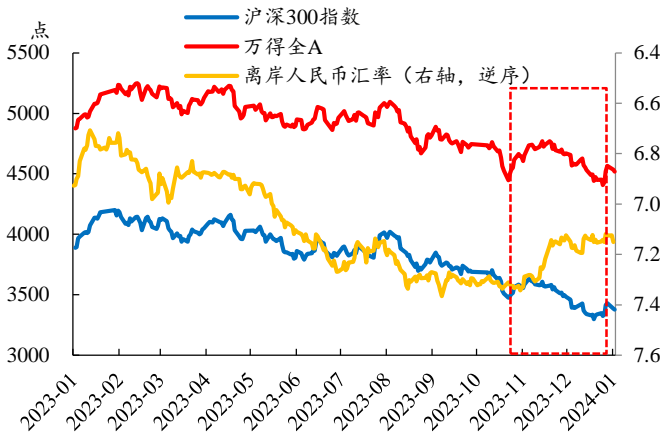
图19：2016-2022 年人民币汇率与主要股指关联性较强



数据来源：Wind、开源证券研究所

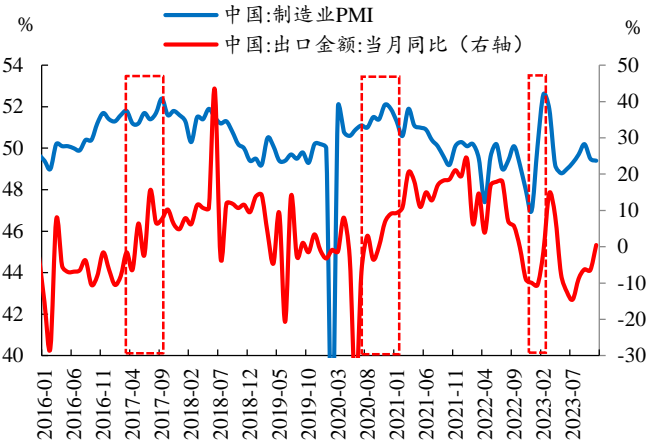
而 2023 年 11 月份以来，人民币汇率的持续升值，没有带来权益市场的反弹，与历史上的常见情况亦呈现出较为明显的背离。通过对过去汇率与权益市场的背离进行复盘，可以发现，在汇率升值且 A 股上涨期间，国内制造业 PMI 大多在枯荣线以上，出口同比增速亦有继续改善的趋势，这意味着较为强劲的内需和外需是人民币升值推动 A 股上行的基础⁷。

图20：2023年11月份以来汇率与A股走势背离



数据来源：Wind、开源证券研究所

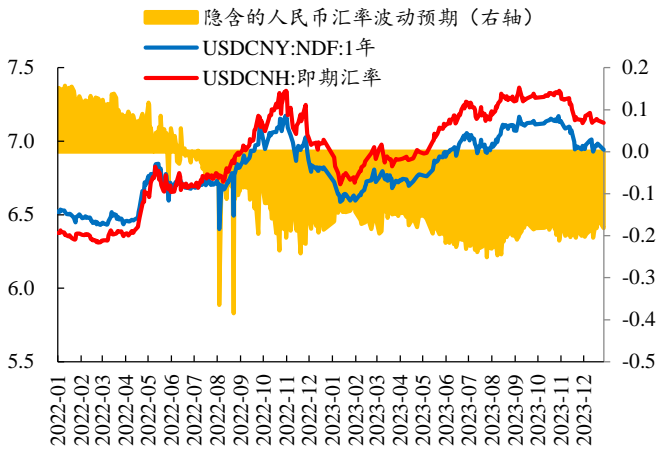
图21：汇率与A股同涨期间，内外需相对较好



数据来源：Wind、开源证券研究所，2021年为两年同比增速

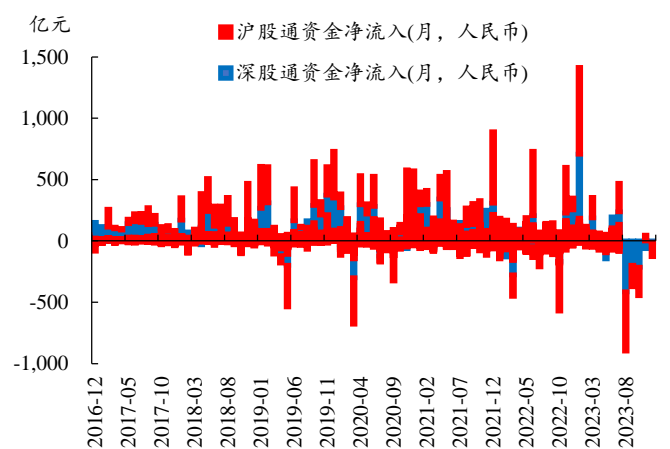
从这个角度出发，结合我们第一部分对国内经济基本面的分析，不难发现为何2023年末人民币汇率与权益市场表现分离，一则人民币汇率本轮升值主要受益于美元贬值，人民币汇率升值并不强势，二则国内经济整体改善幅度并不强，政策发挥作用尚需时间，叠加欧美央行尚未实质性进入降息周期，出口改善预期尚未证实，因此外资整体或仍较谨慎。我们观察到11月份以来，市场对于人民币汇率的升值预期⁸并不强，且北上资金在12月份也暂未恢复净流入，显示11月份以来的人民币升值并未能持续改善外资对后续人民币汇率和A股的看法。结合我们前述对2024年人民币汇率走势的判断，我们认为2024年全年外资或将有净流入，但汇率对A股形成持续的正向促进作用，还需国内经济基本面保持向好回升来配合。

图22：人民币升值预期并不强



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：外资仍未恢复净流入



数据来源：Wind、开源证券研究所

⁷ 自2016年来，外币融资的规模和占比逐年减少，汇率升值导致的汇兑损益对公司盈利的影响边际减弱。

⁸ 此处使用1年期人民币无本金交割远期（NDF）与即期离岸人民币汇率的差值衡量。

4、风险提示

美国经济韧性超预期，国际地缘政治风险超预期。

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

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

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

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