



浅谈人民币汇率

2024年01月13日

宏观专题报告

报告要点:

从短期来看,影响汇率的因素很多,如经济数据的公布,心理预期,政治因素,以及国际短期资本的流动性均会使得汇率发生剧烈的波动。而中长期看,影响汇率变动的因素主要有国际收支,经济增长,利差,财政及货币政策以及通胀差异。

美元指数与人民币汇率呈现高度同频,且人民币汇率的大幅升值通常均伴随着美元指数的大幅回落。因此美元指数的方向很大程度上决定了人民币汇率的大方向。而美元指数的强弱不仅取决于美国的经济基本面的强弱以及美联储对未来货币政策的预期管理,也取决于美国相对于一篮子货币其他国家的相对强弱。从权重考虑,欧元区以及美元的相对强弱较为关键。

从国内来看,中长期看,人民币汇率的企稳回升依赖于内外基本面因素的好转。2023年国内经济修复曲折,截至目前弱复苏的格局仍未打破,政府通过持续加杠杆的方式拉动信贷增速,但居民企业端整体信用扩张意愿不强,国内弱复苏格局的打破需要宽财政+宽货币的配合,关注3月两会对于2024年经济工作的部署。

创元研究

创元研究宏观金融组

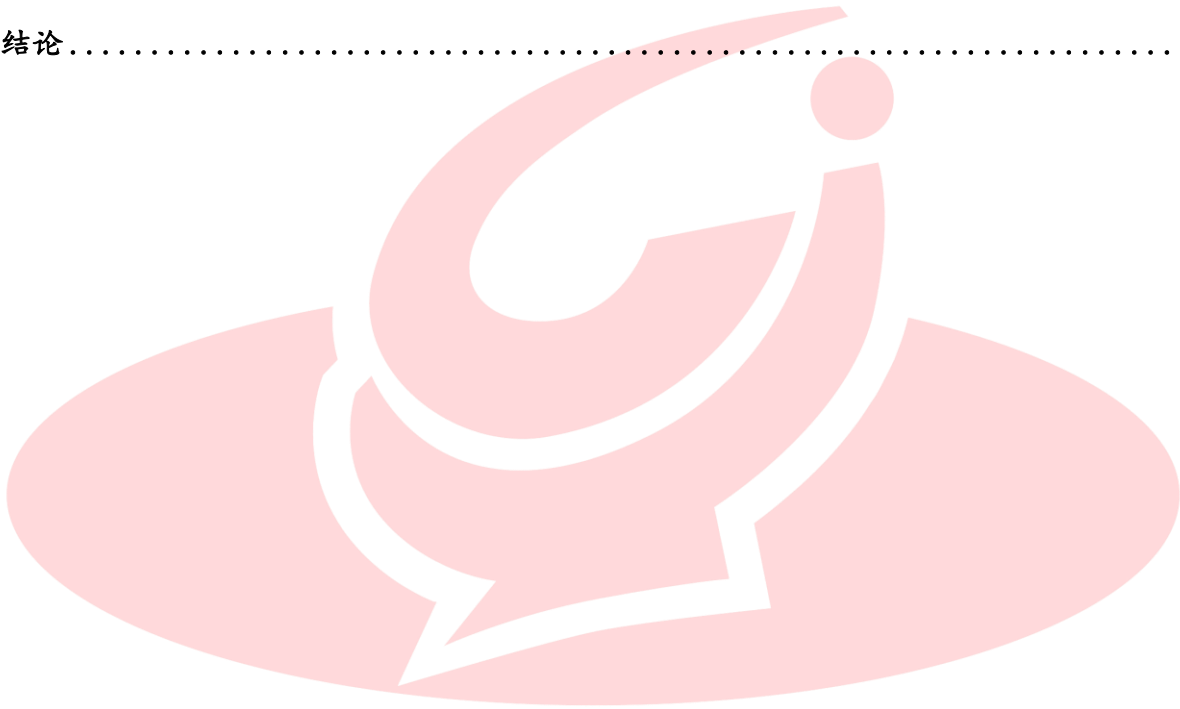
研究员:金芸立

期货从业资格号:F3077205

投资咨询资格:Z0019187

目录

人民币汇率	3
汇率的影响因素	3
问题 1: 2023 年人民币为什么弱?	5
美元指数决定波动趋势	8
问题 2: 紧缩周期结束后美元指数能否大幅下行?	9
国内经济基本面决定波动幅度	12
问题 3: 国内经济能否明显企稳改善?	12
结论	14



人民币汇率

汇率的影响因素

从短期来看，影响汇率的因素很多，如经济数据的公布，心理预期，政治因素，以及国际短期资本的流动性均会使得汇率发生剧烈的波动。而中长期看，影响汇率变动的因素主要有国际收支，经济增长，利差，财政及货币政策以及通胀差异。

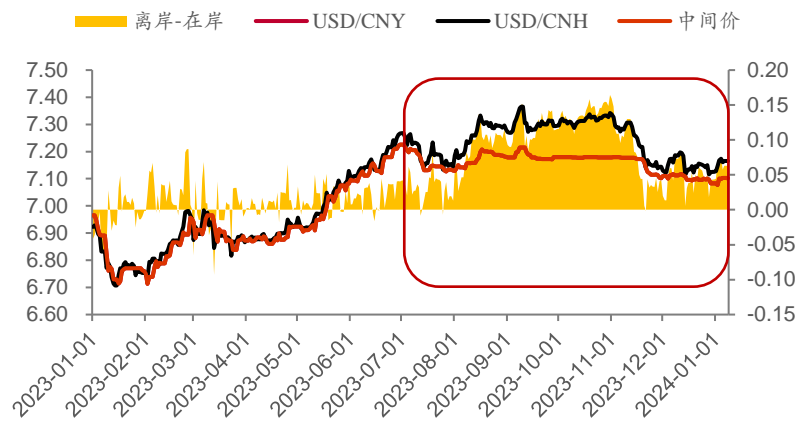
人民币汇率：离岸在岸价差走扩

人民币汇率市场种存在多种汇率表现形式，离岸人民币(CNH)，在岸人民币(CNY)以及人民币中间价。离岸人民币指在中国境外经营的人民币业务，在岸人民币指在国内经营的人民币业务。人民币中间价为由中国外汇交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向所有银行间外汇市场做市商询价，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价加权平均得到。央行授权中国外汇中心于每个工作日上午 9:15 分对外公布，是即期银行间外汇交易市场和银行挂牌汇价的最重要参考指标。

从市场活跃度的角度看，因在岸市场受央行以及外汇管理局的管制，而离岸人民币没有管制，因此离岸人民币汇率对于超预期的国际金融市场的冲击，尤其是海外资本风险偏好的变化等反应更大，因此离岸人民币汇率更能代表人民币的强弱水平，本篇报告种所提及人民币汇率将均指代离岸人民币汇率(CNH)。

回顾 2023 年，我们发现下半年起离岸与在岸人民币汇率价差走扩，反应外部人民币贬值压力加强，离岸人民币汇率大幅波动。而在岸人民币在管制背景下，结售汇存在限制，整体汇率持稳。

图：近一年离岸在岸人民币走势



资料来源：同花顺、创元研究

2023 年货币间横向对比：

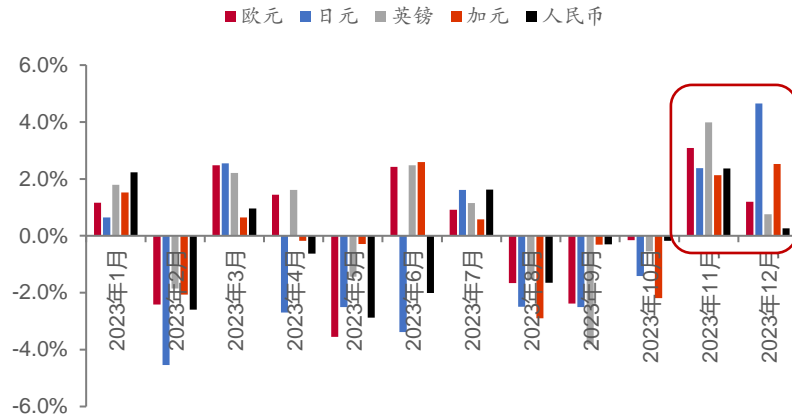
我们将 2023 年主要货币兑美元的升贬值幅度进行对比发现，欧元兑美元累计升值 2.8%，日元兑美元累计贬值 7.6%，英镑兑美元累计升值 5%，加元兑美元累计升值 2.2%，人民币兑美元累计贬值 2.7%。大部分时段非美货币呈现同涨同跌，而非美货币升值阶段主要集中于 11 月至 12 月。在美联储政策预期转向后，非美货币普遍升值，而人民币涨幅相对有限，显示汇率的走强仍需国内经济基本面预期走强的支撑。欧元相对强势源于欧央行在核心通胀压力下，维持鹰派，最近一次的央行会议表态来看，欧央行仍未松口降息，在预期管理上相对谨慎。日元的走弱源于年内日本超宽松货币政策的延续，日美货币政策分化引发日元大幅走弱，但截至 12 月，日央行表态的转向，使得市场开始预期 2024 年日本银行政策将开启正常化。

图：2023 年主要货币兑美元升贬值幅度（%）



资料来源：XE、创元研究

图：2023 年主要货币兑美元升贬值幅度（%）



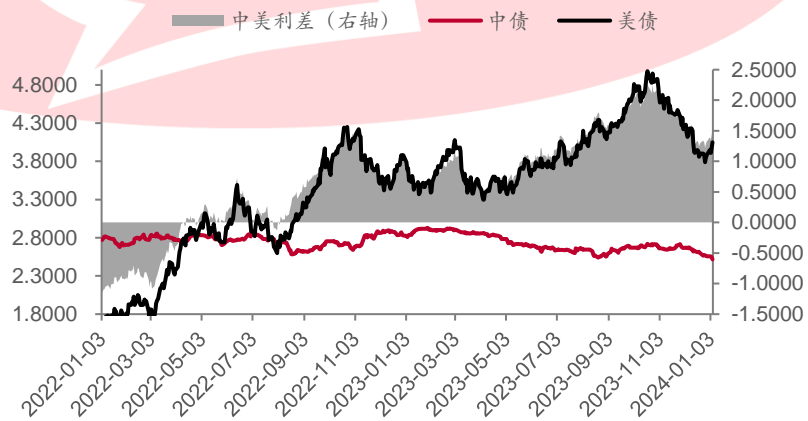
资料来源：XE、创元研究

问题 1：2023 年人民币为什么弱？

(1) 中美利差走扩，银行代客结售汇顺差 7-11 月连续 5 个月转逆差（外部压力）

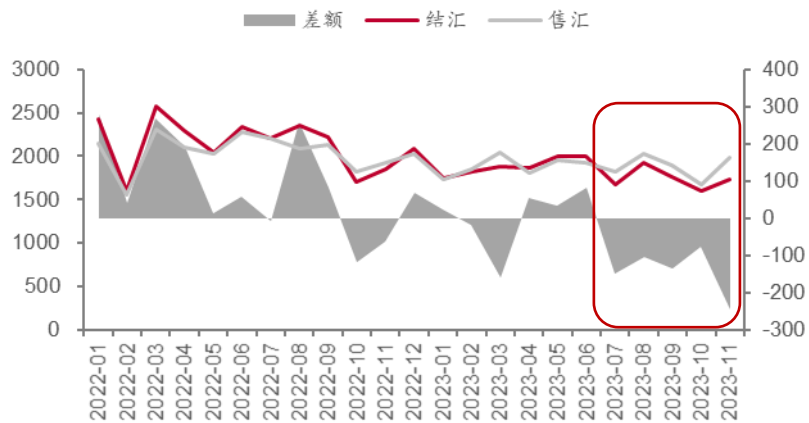
中美利差走扩，企业在收到美元后结汇动力不强，更倾向于持有美元，进一步加大了汇率的贬值压力。从 2023 年银行代客结售汇金额看，顺差规模明显低于往年，且最新公布的近五个月数据（7 月至 11 月）显示，银行代客结售汇顺差已连续五个月转为逆差。

图：中美利差（10 年期国债）



资料来源：同花顺、创元研究

图：银行代客结售汇：以美元计价：结购汇情况（亿美元）

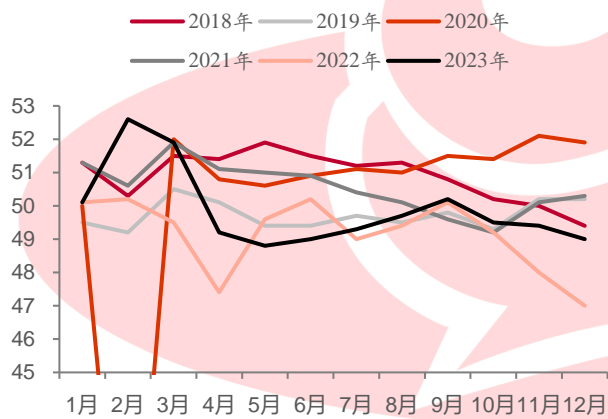


资料来源：国家外汇管理局、创元研究

(2) 经济修复曲折，市场信心不足（内部压力）

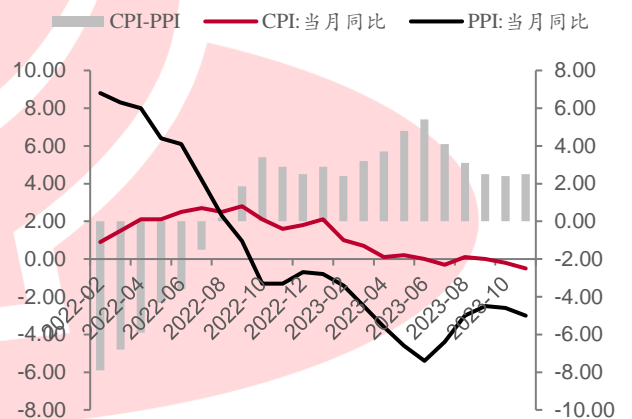
在这里就不多赘述，直接看图吧。

图：制造业 PMI 季节性



资料来源：国家统计局、创元研究

图：CPI&PPI



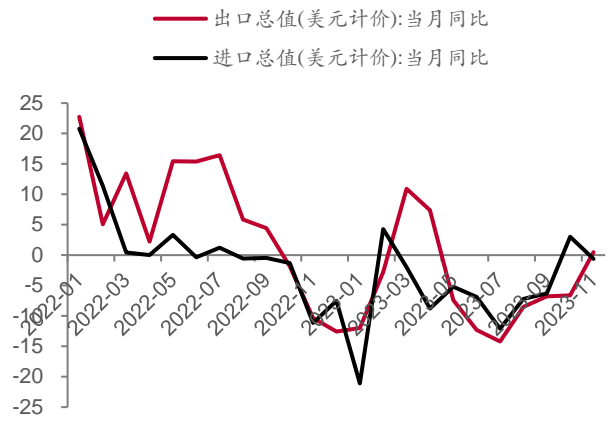
资料来源：国家统计局、创元研究

图：金融机构：人民币贷款余额：同比（%）



资料来源：中国人民银行、创元研究

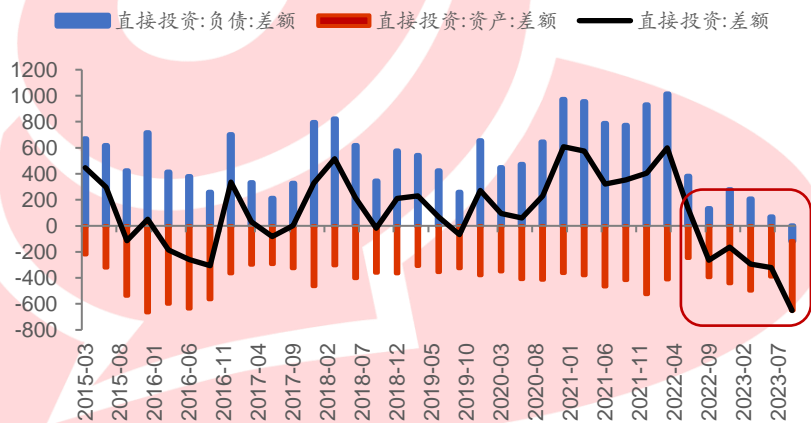
图：进出口同比增速（%）



资料来源：海关总署、创元研究

经济预期不强，对于汇市的直接影响体现在外资对我国直接投资（FDI）大幅收缩。其中直接投资负债项目三季度受此转负，表明外商投资来华投资意愿较低迷。

图：外资直接投资额（亿美元）



资料来源：国家外汇管理局、创元研究

（3）中美货币政策错位

2023年，美国维持紧缩政策应对过高通胀，中国维持宽松政策应对疫后经济下行压力，“一紧一松”的政策错位。

图：中美利率

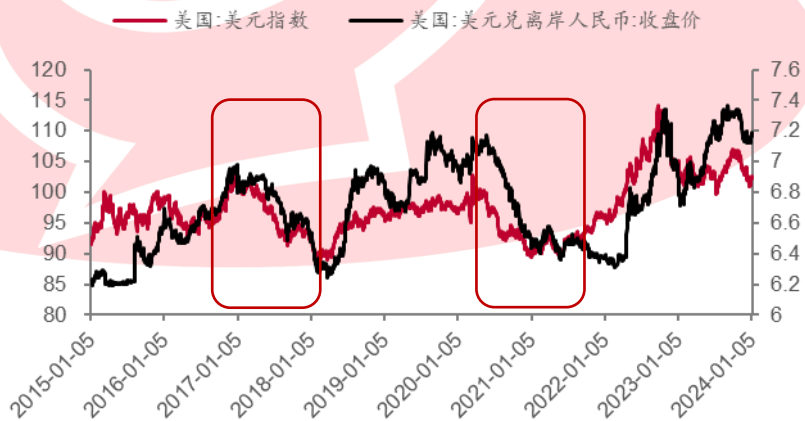


资料来源：同花顺、创元研究

美元指数决定波动趋势

回顾历史我们发现，美元指数与人民币汇率呈现高度同频，且人民币汇率的大幅升值通常均伴随着美元指数的大幅回落。因此美元指数的方向很大程度上决定了人民币汇率的大方向。

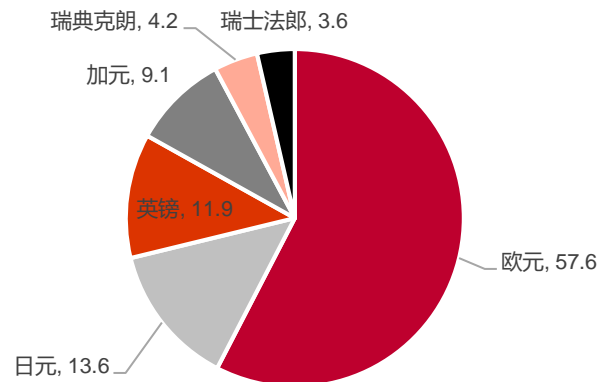
图：美元指数与离岸人民币汇率



资料来源：同花顺、创元研究

对于美元指数而言，其强弱不仅取决于美国的经济基本面的强弱以及美联储对未来货币政策的预期管理，也取决于美国相对于一篮子货币其他国家的相对强弱。构成美元指数的一篮子货币包括欧元、日元、英镑、加拿大元、瑞典克朗、瑞士法郎等6种货币，每个币种占美元指数的权重如下图所示。出于权重考虑我们主要关注欧元与美元的相对强弱。

图：美元指数一篮子货币构成（%）



资料来源：公开资料整理、创元研究

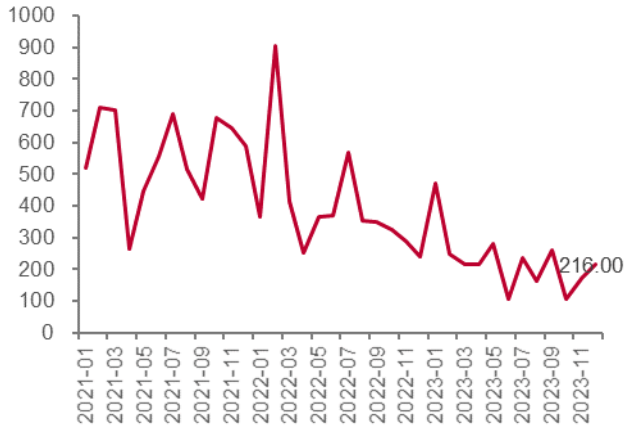
问题 2：紧缩周期结束后美元指数能否大幅下行？

关于这个问题我们首先从美国自身影响考虑，叠加考虑欧元区对于美元指数的间接影响。

直接影响：

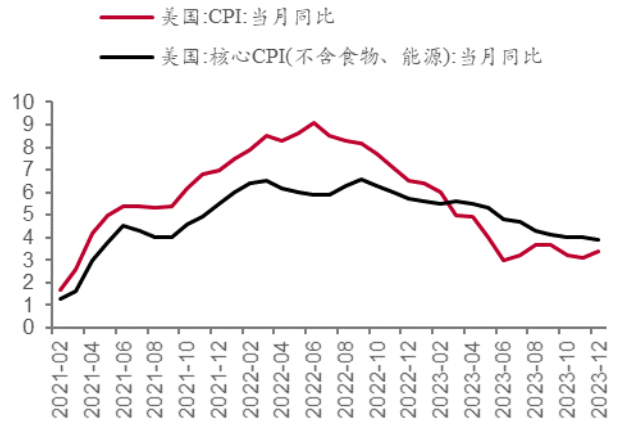
2023 年美国加息预期反复调整，2024 年加息周期的结束已被美联储证实，美债利率中枢下移在 2024 年成为大概率事件。但需要看到经济数据的走弱，来确定政策转向的时间点。就当前的就业以及通胀数据表现看，12 月公布的美国经济数据整体较强，美国 11 月非农就业人数增加近 20 万人，远超预期和前值，失业率同样好于预期，12 月 Markit 制造业 PMI 依旧位于枯荣线下方，但服务业 PMI 和综合 PMI 均走高，12 月通胀超预期，经济韧性仍较强，因此美联储在政策的转向上较为谨慎，市场对于 3 月开始降息的预期开始减弱，短期美元大幅下行空间或有限。

图：美国：新增非农就业人数：当月值：季调（千人）



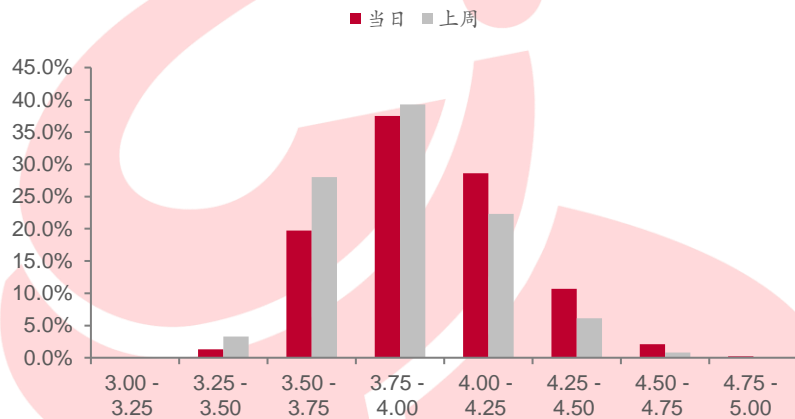
资料来源：美国劳工局、创元研究

图：美国通胀（%）



资料来源：美国劳工局、创元研究

图：FedWatch 预测 2024 年降息预期（%）



资料来源：公开资料整理、创元研究

间接影响：

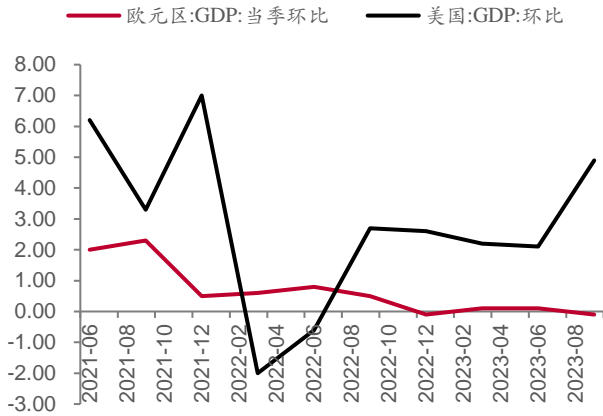
美元指数权重占比看，欧元占比最高（57.6%），日元其次（13.6%），两者合计占比超 70%，因此我们主要关注欧元区以及日本与美国经济的相关性。

欧元方面：基本面偏弱，市场预期更早降息

2023 年支撑欧元强势的主要原因在于欧美央行政策差异，2023 年全年欧洲央行累计加息 200 个基点，而美联储仅累计加息 100 个基点，欧鹰美鸽的背景下，欧元被动升值。而欧元区制造业、服务业 PMI 更是从 8 月以来持续处于荣枯线下，从反映实际经济数据与市场预期偏离程度的花旗经济意外指数来看，与美日等其他发达经济体相比，欧洲经济从今年初便开始意外下行。市场对欧洲央行加息预期调整的幅度要更大，弱欧元区经济难以

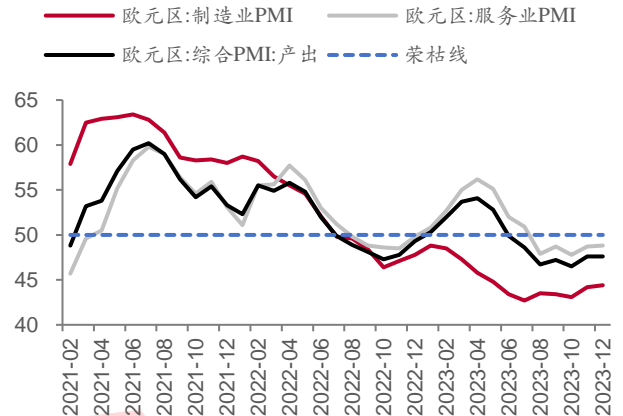
改善，更早更大幅度的降息将限制美元指数的下行。

图：欧美 GDP 增速对比



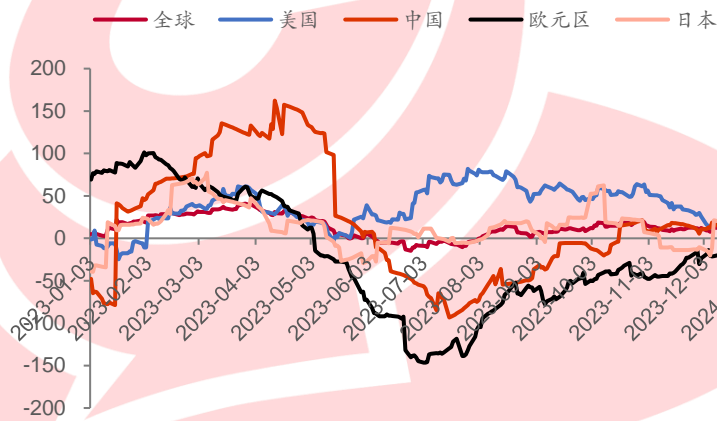
资料来源：同花顺、创元研究

图：欧元区 PMI



资料来源：同花顺、创元研究

图：花旗经济意外指数



资料来源：公开资料整理、创元研究

小结：

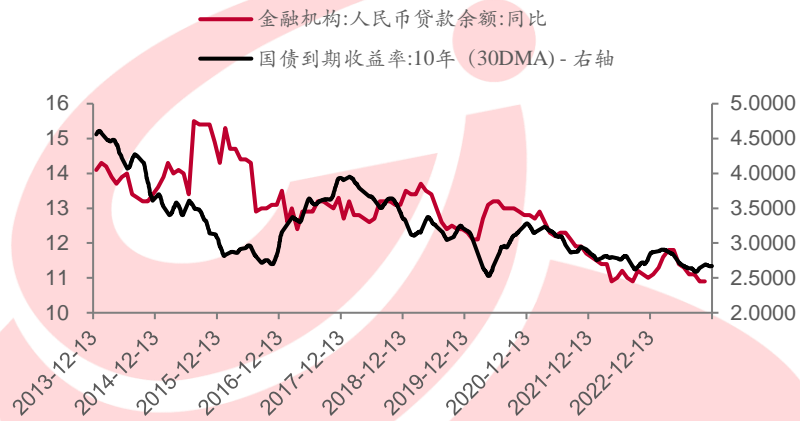
美债收益率重心预计下移，但需要经济数据确认下移节奏；欧元区经济基本面弱于美国，在 2024 年欧美均将开启宽松政策的背景下，欧元区降息时点以及幅度预计大于美国。因此美元指数方向向下，但受制于欧元，跌幅有限。需关注 Q2-Q3 美联储货币政策转向。

国内经济基本面决定波动幅度

问题 3：国内经济能否明显企稳改善？

中长期看，人民币汇率的企稳回升依赖于国内基本面因素的好转。2023 年国内经济修复曲折，截至目前政策力度有限，弱复苏的格局仍未打破。2023 年政府通过持续加杠杆的方式拉动信贷增速，但居民企业端整体信用扩张意愿不强，国内弱复苏格局的打破需要强有力的宽财政+宽货币的配合，关注 3 月两会对于 2024 年经济工作的部署。

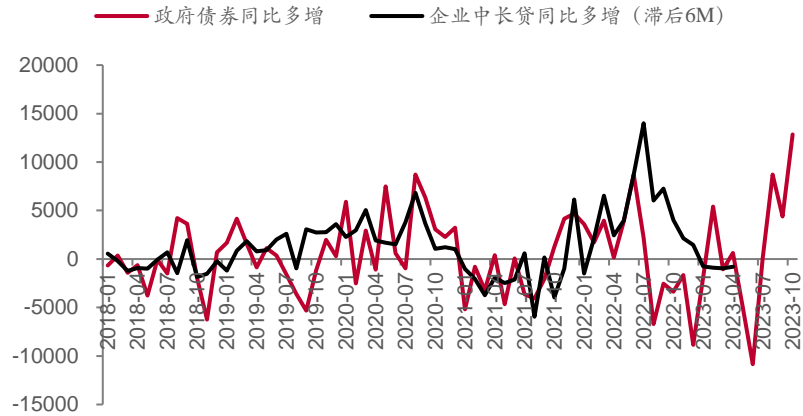
图：信贷增速与利率（%）



资料来源：同花顺、创元研究

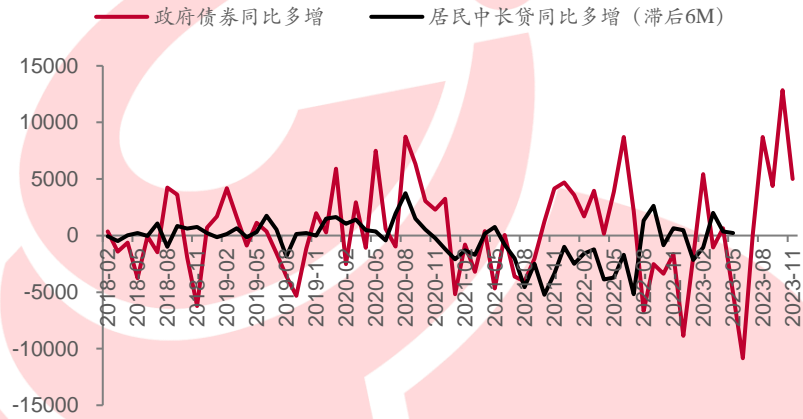
回顾历史，我们发现，政府通过大力发债的形式抬升杠杆之后，大约需要 6 个月的时间来带动企业中长期贷款的抬升，考虑到 2023 年政府加杠杆始于 8 月，粗略估计，企事业单位信贷需求增长将接近明年一季度末期。而我们看到政府发债对于居民信用扩张影响不大。

图：政府债券对于企业中长期贷款的拉动作用



资料来源：同花顺、创元研究

图：政府债券对于居民中长期贷款的拉动作用不大



资料来源：同花顺、创元研究

小结：

弱复苏节奏不变的背景下，国内经济基本面短期难以扭转，但从中央年底经济工作会议定调来看，关于汇率，仍以稳汇率预期，防范超调风险为基调。关于财政货币政策，宽货币+宽财政仍将成为主基调，但具体政策的落实仍有期待。站在当前时点，国内基本面对人民币汇率的向上支撑仍不足，观察信贷增速，以及其他经济数据改善。

结论

整体看，美债收益率重心预计下移，但需要经济数据确认下移节奏；欧元区经济基本面弱于美国，在 2024 年欧美均将开启宽松政策的背景下，欧元区降息时点以及幅度预计大于美国。因此美元指数方向向下，但受制于欧元，跌幅有限。而国内基本面短期难以扭转，短期仍然承压。中长期在若有效政策出台，经济预期有望好转，人民币走势向上但预计幅度有限，温和升值为主。



创元研究团队介绍:

许红萍，创元期货研究院院长，10年以上期货研究经验，5年以上专业的大宗商品、资产配置和研究团队投研一体化运营经验。擅长有色金属研究，曾在有色金属报、期货日报、文华财经、商报网等刊物上发表了大量研究论文、调研报告及评论文章；选获2013年上海期货交易所铝优秀分析师、2014年上海期货交易所有色金属优秀分析师（团队）。（从业资格号：F03102278）

廉超，创元期货研究院联席院长，经济学硕士，郑州商品交易所高级分析师，十几年期货市场研究和交易经验，多次穿越期货市场牛熊市。（从业资格号：F03094491；投资咨询证号：Z0017395）

创元宏观金融组:

何焱，中国地质大学（北京）矿产普查与勘探专业硕士，专注宏观和贵金属的大势逻辑判断，聚焦多方因素对贵金属行情的综合影响。（从业资格号：F03110267）

金芸立，国债期货研究员，墨尔本大学管理金融学硕士，专注宏观与利率债研究，善于把握阶段性行情逻辑。（从业资格号：F3077205；投资咨询证号：Z0019187）

创元有色金属组:

夏鹏，三年产业龙头企业现货背景，多年国内大型期货公司及国内头部私募投资公司任职经验，善于从产业基本面和买方交易逻辑角度寻找投资机会。（从业资格号：F03111706）

田向东，铜期货研究员，天津大学工程热物理硕士，专精铜基本面深度分析，擅长产业链上下游供需平衡测算与逻辑把握。（从业资格号：F03088261；投资咨询证号：Z0019606）

李玉芬，致力于铝、氧化铝、锡品种的上下游分析，注重基本面判断，善于发掘产业链的主要矛盾。（从业资格号：F03105791）

吴开来，中国地震局工程力学研究所结构工程专业硕士，本科清华大学土木工程专业，从事铅锌产业链基本面分析。（从业资格号：F03124136）

余烁，中国科学技术大学管理科学与工程专业硕士，专注于上游锂资源和中下游新能源产业链，从基本面出发，解读碳酸锂市场的供需关系、价格波动及影响因素。（从业资格号：F03124512）

创元黑色建材组:

陶锐，黑色建材组组长、黑色产业链研究员，重庆大学数量经济学硕士，曾任职于某大型期货公司黑色主管，荣获“最佳工业品期货分析师”。（从业资格号：F03103785；投资咨询证号：Z0018217）

韩涵，奥克兰大学专业会计硕士，专注纯碱及玻璃上下游分析和基本面逻辑判断。（从业资格号：F03101643）

安帅澎，伦敦大学玛丽女王学院金融专业硕士，专注钢材上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03115418）

创元能源化工组:

高赵，能源化工组组长、聚烯烃期货研究员，英国伦敦国王学院银行与金融专业硕士。专注多维度分析PE、PP等化工品，善于把握行情演绎逻辑。（从业资格号：F3056463；投资咨询证号：Z0016216）

白 虎，从事能源化工品行业研究多年，熟悉从原油到化工品种产业上下游情况，对能源化工行业发展有深刻的认识，擅长通过分析品种基本面强弱、边际变化等，进行月间套利、强弱对冲。曾任职于大型资讯公司及国内知名投资公司。（从业资格号：F03099545）

常 城，PX-PTA 期货研究员，东南大学硕士，致力于 PX-PTA 产业链基本面研究。（从业资格号：F3077076；投资咨询证号：Z0018117）

杨依纯，四年以上商品研究经验，深耕硅铁锰硅、涉猎工业硅，并致力于开拓氯碱产业链中的烧碱分析，注重基本面研究。（从业资格号：F3066708）

母贵煜，同济大学管理学硕士，专注甲醇、尿素上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03122114）

创元农副产品组：

张琳静，农副产品组组长、油脂期货研究员，期货日报最佳农副产品分析师，有 10 年多期货研究交易经验，专注于油脂产业链上下游分析和行情研究。（从业资格号：F3074635；投资咨询证号：Z0016616）

再依努尔·麦麦提艾力，毕业于上海交通大学，具有商品期货量化 CTA 研究经验，致力于棉花基本面研究，专注上下游供需平衡分析。（从业资格号：F03098737）

陈仁涛，苏州大学金融专业硕士，专注玉米、生猪上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03105803）

赵玉，澳国立大学金融专业硕士，专注大豆上下游产业链的基本面研究。（从业资格号：F03114695）

创元期货股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备期货投资咨询业务资格，核准批文：苏证监期货字[2013]99号。

免责声明：

本研究报告仅供创元期货股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需征得创元期货股份有限公司同意，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。

分支机构名称	服务与投诉电话	详细地址(邮编)
总部市场一部	0512-68296092	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
总部市场二部	0512-68363021	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
机构事业部	15013598120	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
营销管理总部	0512-68293392	苏州市工业园区苏州大道东 265 号现代传媒广场 25 楼 (215000)
北京分公司	010-59575689	北京市东城区北三环东路 36 号 1 号楼 B1209 房间 (100013)
北京第二分公司	010-68002268	北京市海淀区蓝靛厂东路 2 号院 2 号楼 (金源时代商务中心 2 号楼) 7 层 1 单元 (A 座) 8G (100089)
上海分公司	021-68409339	中国 (上海) 自由贸易试验区松林路 357 号 22 层 A、B 座 (200120)
上海第二分公司	021-61935298	中国 (上海) 自由贸易试验区浦东南路 360 号 5 层 510、512 室 (200127)
广州分公司	020-85279903	广州市天河区华夏路 30 号 3404 室 (510620)
深圳分公司	0755-23987651	深圳市福田区福田街道福山社区卓越世纪中心、皇岗商务中心 4 号楼 901 (518000)
浙江分公司	0571-88077993	杭州市上城区五星路 198 号瑞晶国际商务中心 2404 室 (310016)
大连分公司	0411-84990496	大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦 2806 号房间 (116023)
重庆分公司	023-88754494	重庆市渝北区新溉大道 101 号中渝香茶公馆 7 幢 20-办公 4 (401147)
南京分公司	025-85516106	南京市建邺区江东中路 229 号 1 幢 605-606 室 (210019)
山东分公司	0531-88755581	中国 (山东) 自由贸易试验区济南片区草山岭南路 975 号金城万科中心 A 座 1001 室 (250101)
烟台分公司	0535-2151416	山东省烟台市芝罘区南大街 11 号 25A03, 25A05 号 (264001)
新疆分公司	0991-3741886	新疆乌鲁木齐市经济技术开发区玄武湖路 555 号万达中心 C3308、C3309、C3310 (83000)
南宁分公司	0771-3101686	南宁市青秀区金浦路 22 号名都苑 1 号楼 1413 号 (530022)
四川分公司	028-85196103	中国 (四川) 自由贸易试验区成都高新区天府大道北段 28 号 1 栋 1 单元 33 楼 3308 号 (610041)
淄博营业部	0533-7985866	山东省淄博市张店区房镇镇北京路与华光路交叉口西南角鼎成大厦 25 层 2506 室 (255090)
日照营业部	0633-5511888	日照市东港区海曲东路南绿舟路东兴业喜来登广场 006 幢 02 单元 11 层 1106 号 (276800)
郑州营业部	0371-65611863	郑州市未来大道 69 号未来公寓 301、302、303、305、316 (450008)
合肥营业部	0551-63658167	安徽省合肥市蜀山区潜山路 888 号百利商务中心 1 号楼 06 层 11 室 (246300)
徐州营业部	0516-83109555	徐州市和平路帝都大厦 1#-1-1805 (221000)
南通营业部	0513-89070101	南通市崇川路 58 号 5 号楼 1802 室 (226001)
常州营业部	0519-89965816	常州市新北区太湖东路常发商业广场 5-2502、5-2503、5-2504、5-2505 部分室 (213002)
无锡营业部	0510-82620193	无锡市梁溪路 51-1501 (214000)
张家港营业部	0512-35006552	张家港市杨舍镇城北路 178 号华芳国际大厦 B1118-19 室 (215600)
常熟营业部	0512-52868915	常熟市金沙江路 18 号星海凯尔顿广场 6 幢 104 (215505)
吴江营业部	0512-63803977	苏州市吴江区开平路 4088 号东太湖商务中心 1 幢 108-602 (215299)