

宏观动态跟踪报告

人民币汇率的新特征与新趋向

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号

S1060520090001

ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

张璐

投资咨询资格编号

S1060522100001

ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

2023 年下半年以来，人民币汇率的走势特征发生了明显变化，理解这些变化及其背后影射的问题，对于汇率走向和货币政策研判具有重要意义。

一、从人民币中间价的变化说起。2023 年 8 月以来，美元兑人民币汇率中间价与即期汇率出现了显著、持续的分离，2015 年“811”汇改所确立的中间价定价模式发生了变化。这一变化有两个伴生的影响：一是，每日即期汇率与中间价的偏离幅度频繁逼近每日 2% 的波动上限。2024 年以来美元兑人民币中间价保持在 7.1 附近，使得 7.25 附近成为在岸人民币即期汇率的“硬约束”。二是，人民币对一篮子货币汇率与人民币兑美元汇率从同向变动转为反向变动。2023 年 8 月以来人民币对美元汇率在历史低位波动，而人民币对一篮子货币汇率趋势性走升。

二、人民币扮演亚洲货币的“压舱石”。人民币在近几年美元显著上涨的过程中成为非美货币中的强势货币。1) 2023 年 8-10 月，随着市场逐步定价美联储继续加息和更晚降息，美元指数升值约 4%，但对人民币仅升值 2%。2) 2024 年 4 月 9 日公布的美国 3 月 CPI 数据再超预期，市场对全年降息次数的预期从 2.6 次迅速下调至 1.6 次，带动美元指数急升 2%，新兴市场货币出现急贬，而同期，美元兑人民币汇率仅略升 0.1%，让人不禁联想到 1997 年亚洲金融危机时期的情形。后续美元指数的走向，仍将围绕美联储降息预期的变化和美国经济的相对强势程度而变。美联储较早降息将有助于人民币汇率升值，进而缓和汇率对国内货币政策的掣肘，但目前状况尚不能明确指向该路径。

三、低利率下人民币仍有内在贬值压力。这集中体现在跨境资本流出的增加。具体体现为：1) 企业和居民持汇意愿增强，4 月结汇意愿下降到 58.4%、售汇意愿抬升至 70.4%，二者裂口显著拉大，在 2015-2016 年人民币贬值压力较大时也是如此。2) 外资企业利润汇出加快，今年 3、4 月份收益和经常转移出现了超季节性的更大逆差，随着分红季的来临还可能进一步加大。3) 外商直接投资收缩和对外直接投资扩张，以人民币计价的外商直接投资累计增速去年 6 月开始转负，今年 1-4 月降至 -27.9%，而 1-3 月非金融类对外直接投资增速为 8.4%。4) 中美利差深度倒挂下的美元债融资减少。一方面，企业有提前偿还美元债务的诉求，另一方面，以房企为代表的美元债务融资需求下滑。

四、汇率对利率的约束有待松动。随着国内低物价的延续，目前事实上形成了“高实际利率 vs 低实际汇率”的内紧外松式组合。货币政策在利率与汇率之间事实上更偏重于稳汇率，而在促进国内物价水平回升中的作用亟待提升。随着美联储降息时点推后，逐步释放人民币中间价的弹性，有利于货币政策“以我为主”，提升宏观调控的主动性。

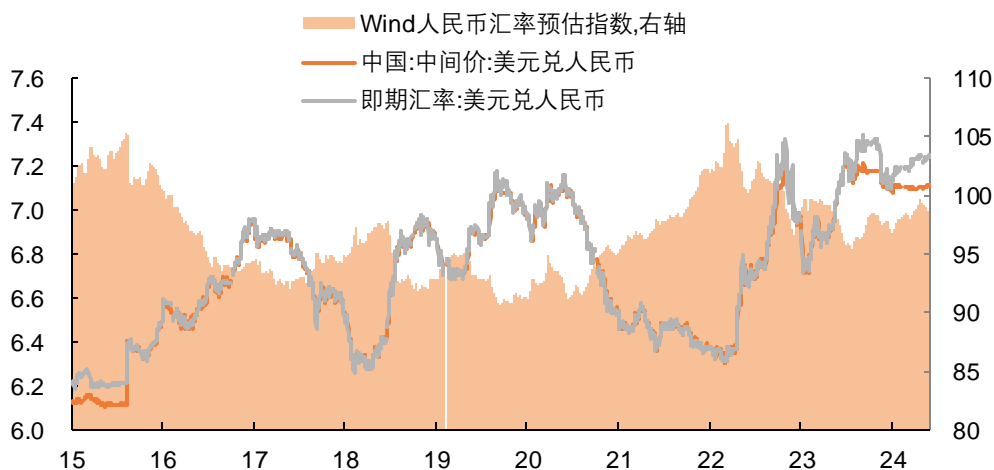
风险提示：美国通胀粘性超预期，外商直接投资大幅收缩，中美经贸冲突急剧升温。

2023年下半年以来，人民币汇率的走势特征发生了明显变化，理解这些变化及其背后影射的问题，对于下一步汇率走向和货币政策的研判具有重要意义。我们认为，在平稳中间价的约束下，今年以来人民币成为非美货币中的强势货币，但近期跨境资本流出压力增大，意味着人民币的内在贬值压力不减。我们认为，当前货币政策在利率与汇率之间事实上更偏重了稳汇率，而在促进国内物价水平回升中的作用亟待提升。随着美联储降息时点推后，逐步释放人民币中间价的弹性，有利于货币政策“以我为主”，提升宏观调控的主动性。

一、从人民币中间价的变化说起

2023年8月以来，美元兑人民币汇率中间价与即期汇率出现了显著、持续的分离，2015年“811”汇改所确立的中间价定价模式发生了变化。

图表1 2023年8月以来，人民币中间价与即期汇率走势分离

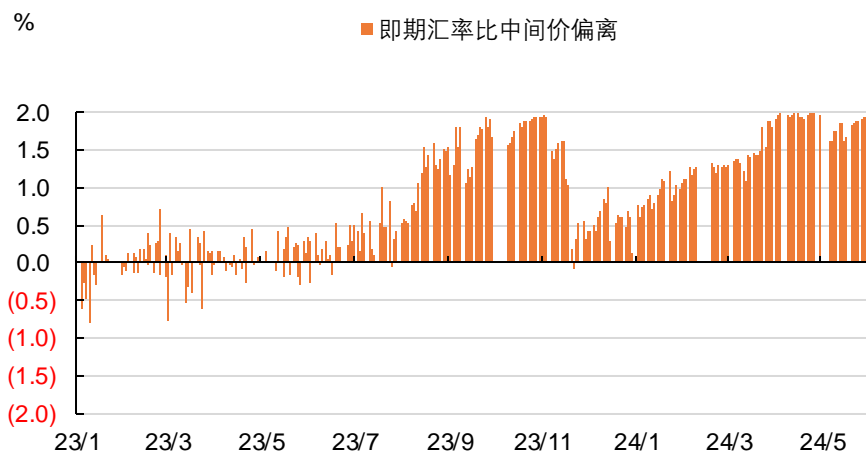


资料来源: Wind, 平安证券研究所

这一变化有两个伴生的影响：

一是，每日即期汇率与中间价的偏离幅度频繁逼近每日 2% 的波动上限，2024 年以来美元兑人民币中间价保持在 7.1 附近，使得 7.25 附近成为在岸人民币即期汇率的“硬约束”。

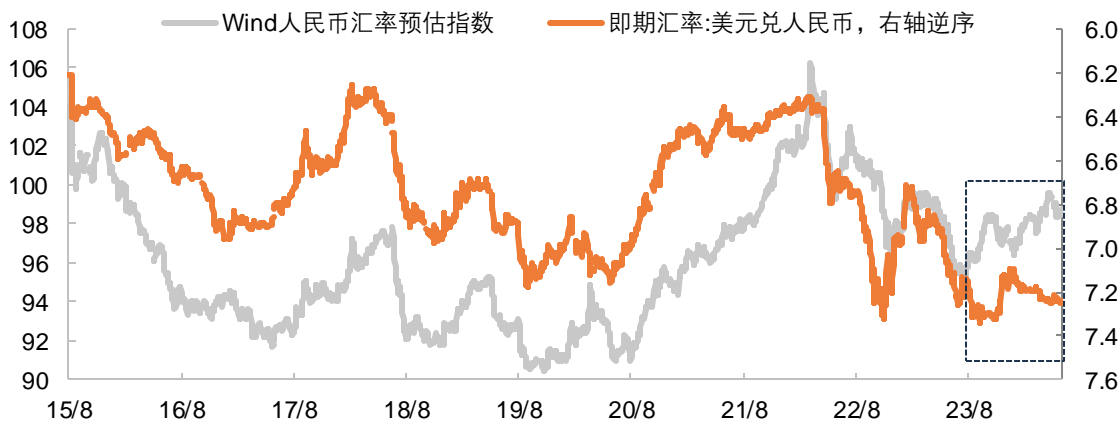
图表2 2023年8月以来，人民币即期汇率向2%波动上限靠近



资料来源: Wind, 平安证券研究所

二是，人民币对一篮子货币汇率与人民币兑美元汇率从同向变动转为反向变动，2023年8月以来人民币对美元汇率在历史低位波动，而人民币对一篮子货币汇率趋势性走升。其背后逻辑在于，当美元指数上涨时，人民币对美元贬值幅度小于其它货币对美元贬值的幅度，就会形成人民币对其它货币汇率的升值。在CFETS人民币指数中，美元的权重为28%（美元19%+港币3%+沙特里亚尔3%+阿联酋迪拉姆2%），若考虑美元对其它不完全挂钩美元货币的影响权重，根据张冲等（2021）的测算¹，2020年以前美元的实际权重达到51.7%，疫情后下降到低于50%。因此，人民币对美元贬值、对其它篮子货币升值，就会体现为对整体一篮子货币汇率升值。

图表3 人民币兑美元 vs 人民币兑一篮子货币汇率从同向变动转为反向变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

¹张冲,胡昊,丁剑平.从人民币汇率形成机制看中国事实汇率制度[J].国际金融研究, 2021(5):10.

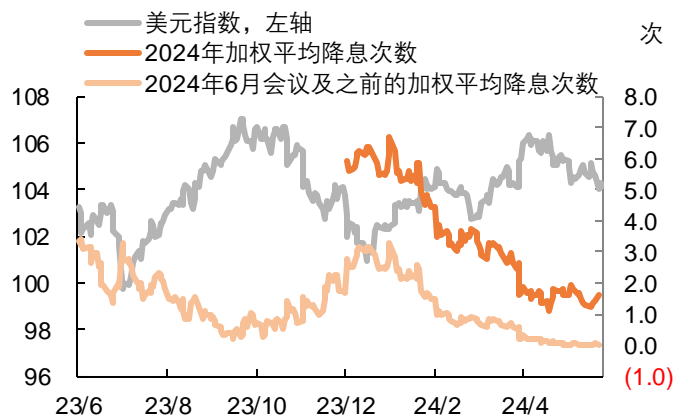
二、人民币扮演亚洲货币的“压舱石”

这两个伴生影响的结果就是，使得人民币成为非美货币中的强势货币。由于同期日元的史诗级贬值，人民币在近几次美元显著上涨的过程中成为亚洲货币的“压舱石”。

2023年7月美联储完成最后一次加息以来，围绕美联储是否停止加息、何时开启降息、以及2024年降息次数的预期，成为影响美元指数走势的一大主导因素。根据CME Fed Watch tool计算截至今年6月会议和12月会议的降息次数预期，可见其与美元指数呈高度反向相关。

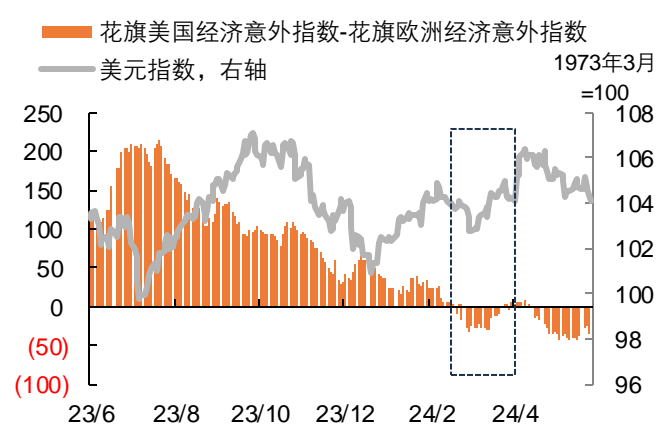
- **2023年8-10月**，由于国际油价大涨、及随后出现的美国通胀数据超预期，在美联储的鹰派引导下，市场逐步定价继续加息和更晚降息，期货市场反映的截至2024年6月的加权平均降息预期从2.3次下降到0.2次附近，美元指数随之从102左右上涨至106左右，升值约4%。在此期间，美元对几乎所有主要货币升值，对新兴市场货币平均升值（按贸易规模加权平均）4.9%，但对人民币仅升值2%，幅度仅高于越南盾、印度卢比、斯里兰卡卢比和完全挂钩美元的港币、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔。
- **2023年11-12月**，随着美国通胀数据降温、美债收益率在供需失衡担忧下突破5%，美联储开始暂停加息，市场重新定价降息。到2023年末，对2024年美联储降息次数的预期达到6次，美元指数重新回落到101附近。美元兑人民币即期汇率回到7.1附近，与中间价的背离得以收敛。
- **2024年以来**，市场对美联储降息的预期不断调整下修，背后是美国通胀粘性和经济韧性的呈现，美元指数整体呈上涨趋势。但2024年以来，美元兑人民币中间价进入了低波动状态，截至目前一直保持在7.1附近窄幅波动。随着人民币即期汇率趋于贬值，二者再度分离，并形成了中间价对即期汇率的“硬约束”。

图表4 2023年8月以来降息预期主导美元指数走势



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 降息预期稳定下来时，美元定价回归基本面逻辑



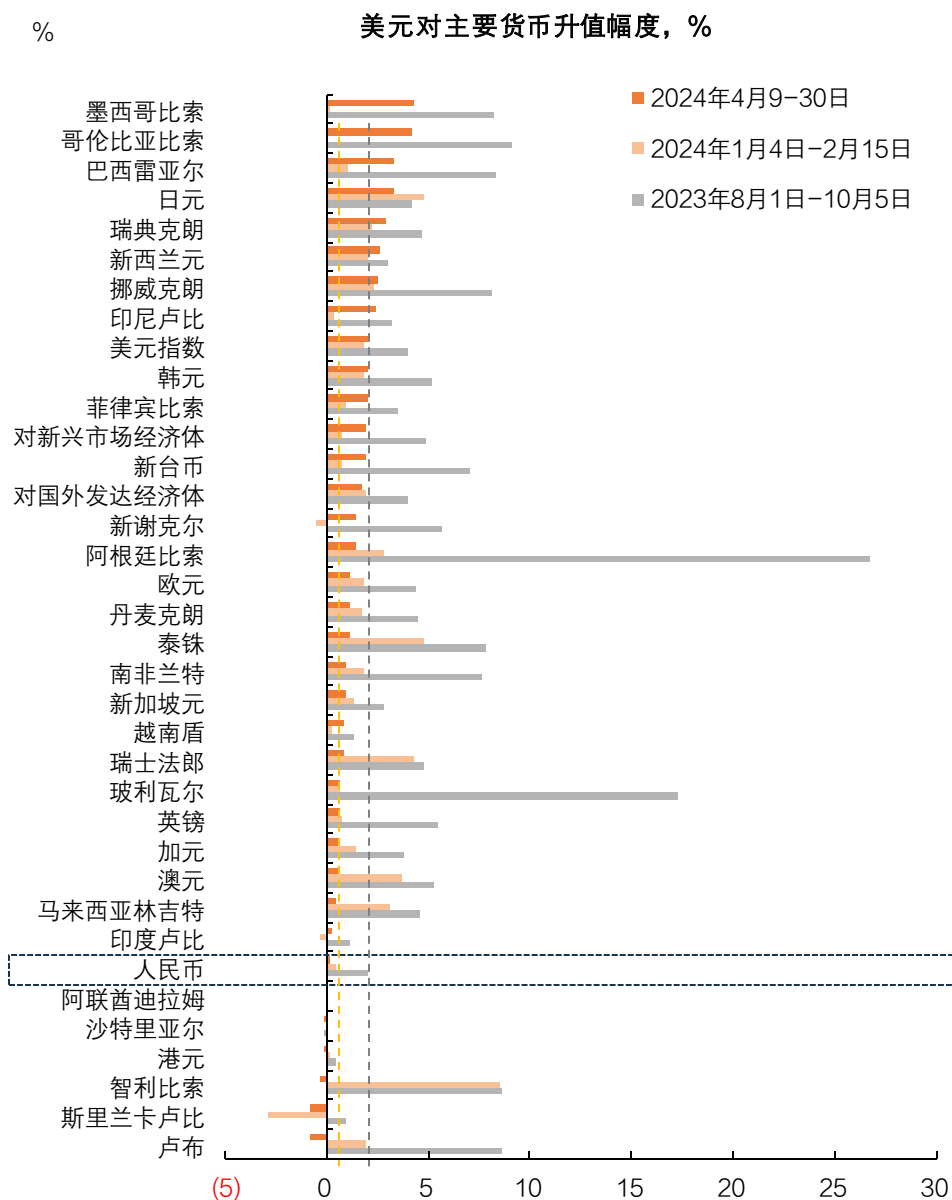
资料来源: wind, 平安证券研究所

- **2024年以来的美元指数走势大致分为三个阶段**：**1)** 2月中旬到3月，市场对美联储降息的预期调整到3次左右，与点阵图的指引弥合，美欧经济预期差曾主导美元走出一段“V型”波动。**2)** 4月9日美国劳工部公布的美国3月CPI数据再超预期，市场对全年降息次数的预期从2.6次迅速下调至1.6次，带动美元指数从104急升至106，升幅2%。也是在这一时期，新兴市场货币出现急贬（以墨西哥比索、巴西雷亚尔、日元、印尼卢比、韩元、菲律宾比索等贬值幅度最大），引发广泛关注。而同期，美元兑人民币汇率仅略升0.1%，让人不禁联想到1997年亚洲金融危机时期的情形。**3)** 5月以来，随着全年降息预期稳定在1次，美欧经济预期差重新成为美元指数的主导因素，带动美元指数回落。市场对新兴市场的担忧随之缓解，新兴市场股市也走出“√型”强势反弹。

后续美元指数的走向，仍将围绕美联储降息预期的变化和美国经济的相对强势程度而变。在降息预期稳定的情况下（同时意味着美国经济景气度变化不大），取决于非美经济、尤其欧洲经济的运行状态；而通胀回落的速度、美国经济景气度倘若

发生非线性变化，则很可能触发美联储降息预期的剧烈调整，从而带动美元指数反向而动。对人民币汇率而言，美联储较早降息将有助于即期汇率升值（从而向中间价收敛），进而缓和汇率对国内货币政策的掣肘，但目前状况尚不能明确指向该路径。

图表6 最近几波美元升值过程中，人民币贬值幅度均较小



资料来源: Wind, 平安证券研究所

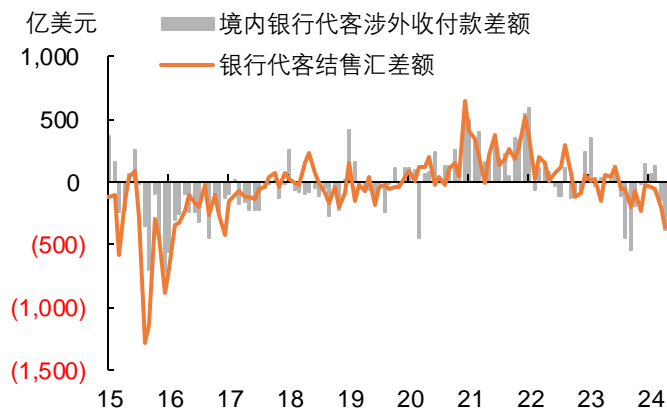
三、低利率下人民币仍有内在贬值压力

尽管 2024 年以来在平稳中间价的约束下，美元兑人民币即期汇率“有顶”，但从跨境资本流动情况来看，人民币仍有不小的内在贬值压力。这集中体现在跨境资本流出的增加：企业和居民持汇意愿增强、外资企业利润汇出加快、外商直接投资收缩和对外直接投资扩张、以及中美利差深度倒挂下的美元债融资减少。

根据国家外汇管理局数据，2023年7月以来，银行代客结售汇当月值持续为逆差，今年4月这一逆差扩大为366.53亿美元，创2017年以来最低。这一方面是涉外收付款实际需求逆差扩大的结果，另一方面，也源于企业居民的结汇意愿下降、售汇意愿抬升，人民币贬值预期较强。这体现在以下几组数据上：

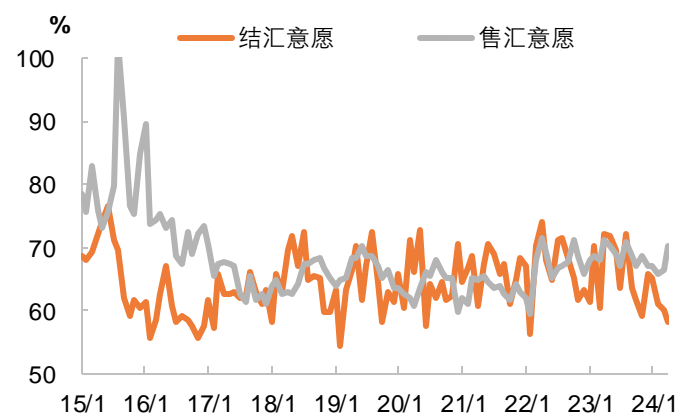
- 4月结汇意愿下降到58.4%、售汇意愿抬升至70.4%，二者裂口显著拉大，体现了人民币贬值预期较强，市场主体更倾向于持有外汇。这一趋势从去年9月就已开始呈现，去年12月到今年2月人民币贬值压力较小时曾有收敛。在2015-2016年人民币贬值压力较大时也是如此。
- 4月货物贸易的涉外收付款保持顺差、但结售汇转为逆差，侧面体现了企业赚取外汇后较少结汇，希望等待更好的结汇价格。
- 4月服务贸易的结售汇逆差规模显著高于涉外收付款逆差，一定程度上体现了居民部门的换汇、持汇需求较强。随着疫情放开后出国旅游增多，这一差距已回到2017年的水平。不过，服务贸易的涉外收付款逆差相比2017年还有差距，意味着可能有部分以出国旅游为名义的换汇。

图表7 2023年7月以来银行代客结售汇持续为逆差



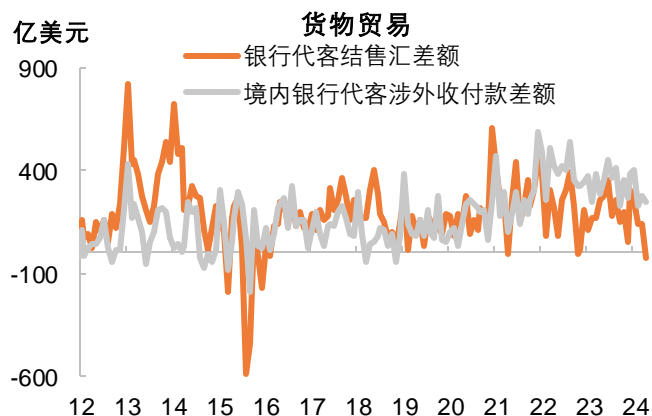
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 2023年9月以来结汇意愿与售汇意愿差距拉大



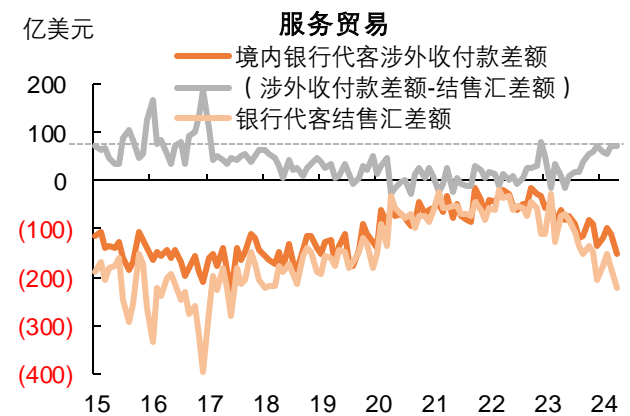
资料来源: wind, 平安证券研究所

图表9 4月货物贸易结售汇为逆差，而涉外收付款为顺差



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表10 4月服务贸易结售汇逆差幅度高于涉外收付款

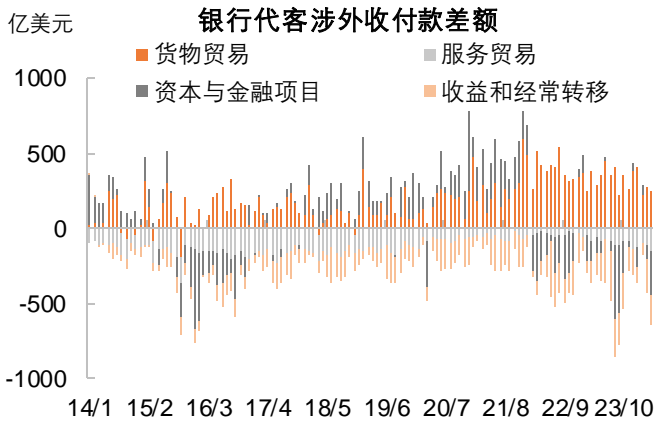


资料来源: wind, 平安证券研究所

从境内银行代客涉外收付款差额的结构来看，实需用汇压力最大的是资本与金融项目、以及收益和经常转移。其中：

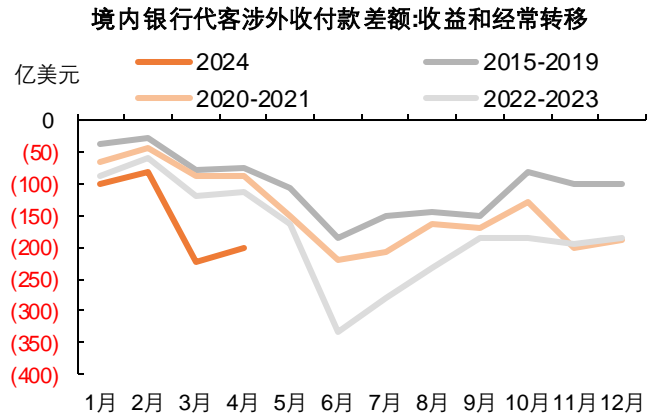
➤ **收益和经常转移**主要体现企业支付境外员工报酬、向境外投资者分红等活动，在每年 5-7 月有季节性购汇压力。疫情以来，收益和经常转移逆差趋于扩大，今年 3、4 月份出现了超季节性的更大降幅，体现外资企业加快利润汇出的冲动较强。这一资本外流压力随着分红季的来临还可能进一步加大。

图表11 银行代客涉外收付款差额的结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表12 收益和经常转移项目逆差存在季节性规律

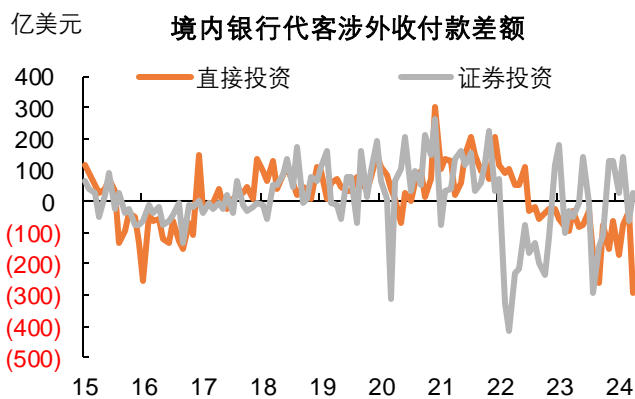


资料来源: wind, 平安证券研究所

➤ **资本与金融项目**主要受到直接投资分项的拖累，而证券投资分项在 2022 年出现大额逆差后，近期表现良好。2022 年 8 月以来直接投资涉外收付款持续为逆差，且在 2023 年 8 月以来逆差进一步拉大，今年 4 月以 295 亿美元创下新低。直接投资逆差的扩大主要有三方面原因：

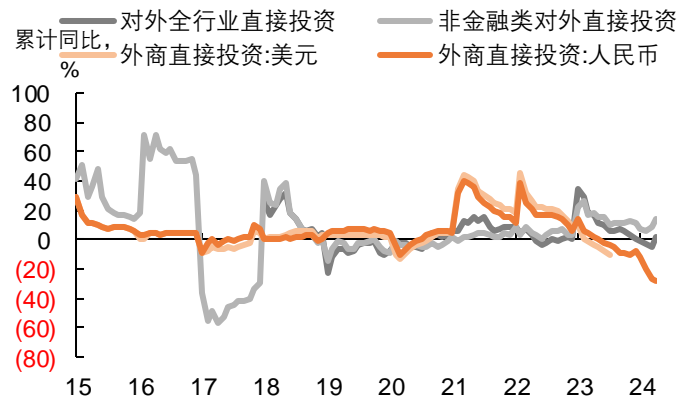
一是，外商直接投资的收缩与对外直接投资的扩张形成反差。以人民币计价的外商直接投资累计增速去年 6 月开始转负，今年 4 月降至-27.9%；而非金融类对外直接投资增速去年升至 10%以上，今年 1-3 月增速小幅回落至 8.4%，对外全行业直接投资（包括金融和非金融类）增速回落幅度相对较大，但仍显著高于外商直接投资增速。可见，4 月直接投资大幅逆差的形成，更主要是外商直接投资收缩导致的。

图表13 资本与金融项目逆差主要由直接投资贡献



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 FDI 收缩与 ODI 扩张形成反差

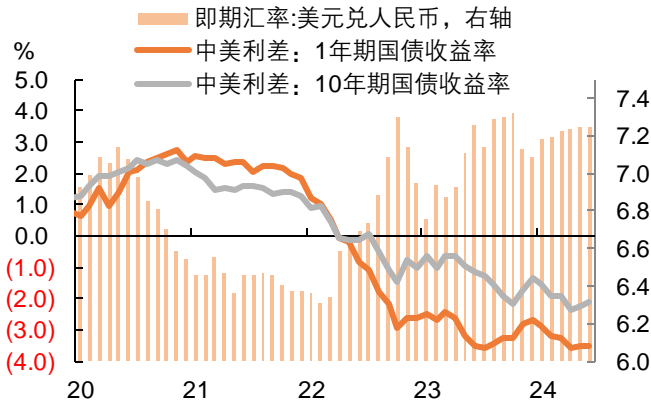


资料来源: wind, 平安证券研究所

二是，中美利差深度倒挂情况下，企业有提前偿还美元债务的诉求。2023 年 5 月以来，中美利差倒挂的程度进一步加深，截至 5 月 28 日，1 年期和 10 年期中美国债利差分别达到-3.55%和-2.44%。

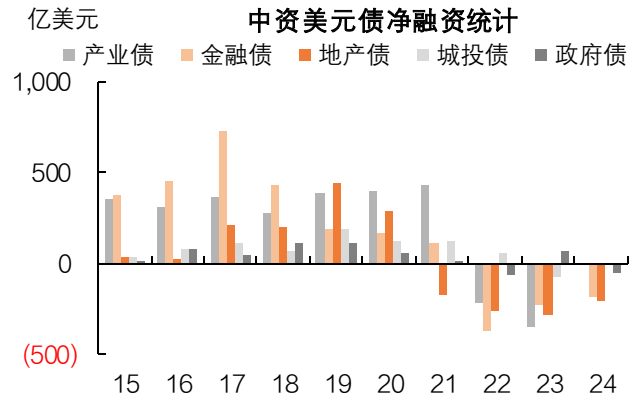
三是，以房企为代表的美元债务融资需求下滑。2022 年以来，中资美元债年度净融资额转为负值，其中主要是中美利差倒挂、人民币贬值的影响。此外，美元地产债净融资从 2021 年即已转为负增，国内房地产市场调整也在较大程度上加大了直接投资收支逆差的压力。

图表15 2023 年 5 月以来中美利差倒挂程度进一步加深



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表16 2021 年以来地产中资美元债净融资持续为负



资料来源: 企业预警通, 平安证券研究所; 注: 2024 年为截至 5.28 数据

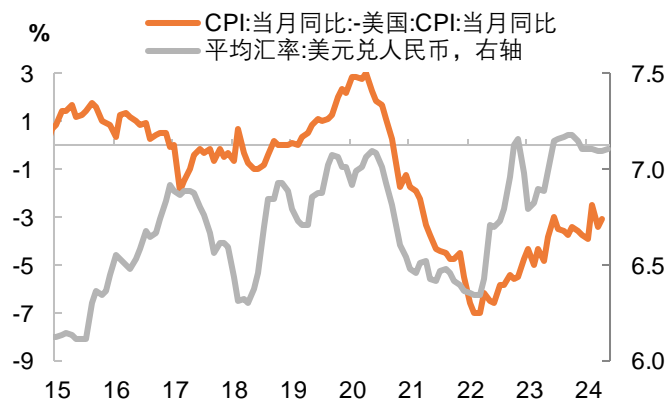
四、汇率对利率的约束有待松动

在近期对货币政策的研究和讨论中，利率与汇率的羁绊是个绕不开的话题。2023 年 8 月以来，央行仅在 2023 年 8 月 15 日下调 7 天逆回购利率 10bp、2023 年 9 月 15 日和 2024 年 2 月 5 日分别降准 25bp 和 50bp、2024 年 1 月 22 日下调 5 年期 LPR 25bp，此后未再动用降准、降息工具，避免释放过于宽松的货币政策信号。其中，人民币汇率也许是个重要考量。

然而，随着国内低物价的延续，目前中国形成了“高实际利率 vs 低实际汇率”的组合，也就是说，低物价背景下，我国货币政策是“内紧外松”的。一方面，经 CPI 和 GDP 平减指数调整的一季度一般贷款加权平均利率分别为 4.27% 和 5.34%²，处于历史高位区间，要更好激发经济主体活力有必要降息。另一方面，经各国 CPI 调整的人民币实际有效汇率指数自 2023 年 6 月以来一直在 92 附近窄幅波动，是 2014 年 9 月以来最低水平，而 4 月人民币名义有效汇率指数为 106.54，二者差距为历史最大。实际有效汇率剔除了通货膨胀对各国货币购买力的影响，其变动可以更好地反映一国贸易商品的国际竞争力，也能够更加真实地反映一国货币的对外价值。因此，虽然目前人民币汇率表现相对强势，但并不影响中国商品的对外竞争能力。造成这种局面的原因在于，当前货币政策在利率与汇率之间事实上更偏重于稳汇率，在促进国内物价水平回升中的作用亟待提升。就此而言，货币政策对内宽松，有助于弥合海外与中国物价的“高低差”，进而使人民币实际有效汇率与名义有效汇率的裂口得以收敛，是更加内外平衡的货币政策取向。

² 为一般贷款加权平均利率（央行发布）-GDP 平减指数当季同比/CPI 当季同比（国家统计局发布）

图表17 美中物价“高低差”收敛缓慢



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表18 人民币实际有效汇率显著低于名义有效汇率



资料来源: wind, 平安证券研究所

随着美联储降息时点推后，如果我们持续把汇率放在更优先位置，那么国内货币政策就可能过长时间地受到海外牵制，从而丧失宏观调控的主动性。4月中国社融出现罕见负增、PPI环比连续6个月为负，4月30日中央政治局会议明确“要灵活运用利率和存款准备金率等政策工具”，货币政策方向已然明晰。

我们认为，宏观调控需要在对内与对外、财政与货币之间形成更好协同。在财政与货币之间，更加突出财政在稳增长中的作用，1-4月广义财政支出同比下降2.3%³，亟需加快政府债券发行、适度放松地方化债约束，为财政政策蓄力；在对内与对外之间，更加注重货币政策“以我为主”，适时降准、降息以促进中国经济的新旧动能平稳转换。而在汇率管理中，可逐步释放人民币中间价的弹性，使之向即期汇率重新靠拢。

风险提示：美国通胀粘性超预期，外商直接投资大幅收缩，中美经贸冲突急剧升温。

³ 广义财政支出=公共财政支出+政府性基金支出，根据财政部发布数据测算

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层