

2023 年 02 月 14 日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

2023 年中美汇率展望：收敛与再平衡

—宏观专题报告

投资要点

分析师：朱珠 S1050521110001

✉ zhuzhu@cfsc.com.cn

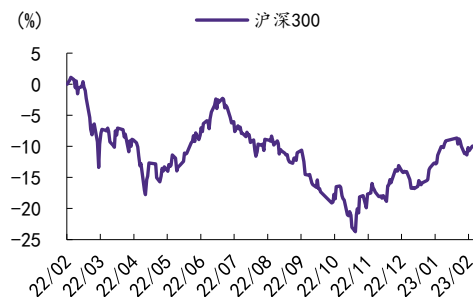
分析师：谭倩 S1050521120005

✉ tanqian@cfsc.com.cn

联系人：杨芹芹 S1050121110002

✉ yangqq@cfsc.com.cn

最近一年大盘走势



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

1、《再错位，弱复苏，修复市》

2023-01-30

2、《2023 年出口展望：本轮出口拐

点在何处？》2022-12-14

3、《四箭齐发确认 W 型右侧底》

2022-11-11

2022 年中美汇率走势回顾：双背离与再分化

中美经济货币双背离：美国经济过热，高通胀引发强紧缩；国内经济衰退，疫情冲击和地产探底倒逼货币宽松，这是 2022 年中美汇率分化的根源。

中美汇率走势再分化：美联储强紧缩造就强美元，美元指数一枝独秀，一度站上 114，创下 20 年以来新高，四季度后回吐近半涨幅；国内衰退持续时间超预期，人民币汇率宽幅波动，连续“破 7”后，迅速“回 6”。

2023 年美元指数展望：顶点已现，但或有反复

分析框架：经济基本面、货币政策、风险偏好。

走势推演：逻辑切换，从紧缩助推转为衰退拖累，震荡下行是大势所趋。但一季度经济未衰、加息未止和恐慌未起，美元指数支撑还在；二季度加息结束，经济衰退，避险情绪升温，博弈加剧，美元走势或有反复。预计上半年美元指数快速调整后或有最后一跃，重回 110 附近。但下半年经济延续衰退、市场预期降息，美元指数会加速下行，预计将回落至 90 左右。

运行节奏：1) 加息未止，经济未衰，美元指数仍有支撑。2) 加息完成，经济初衰，美元指数震荡反复。3) 经济走弱，预期抢跑，美元指数双重承压。4) 降息启动，预期兑现，联储释放出明确的降息信号，美元加速下行，但 2023 年可能不会出现。

2023 年人民币汇率展望：拐点确认，但变数仍存

分析框架：外盘（美元指数、风险偏好）、供需（中美利差、出口占比、待结售汇）、政策（汇率政策）。

走势推演：中美经济东升西落，中国弱复苏（疫情冲击减弱+地产逐渐企稳），美国浅衰退，利差收窄，2023 年人民币汇率有升值空间。但其中变数仍值得关注，特别是预期抢跑。

外盘扰动减弱：美元指数震荡下行，人民币被动升值。叠加俄乌冲突常态化、中美关系阶段性缓和，风险偏好上行。但海外衰退初期，避险升温会加剧市场情绪波动。

市场供需平稳：从跨境资金流动来看，出口承压导致贸易顺差收窄、结汇需求还在低位，投资需求有回补空间，汇率市场供求动态平衡。

政策逐步退出：随着外汇市场重回双向波动，结售汇比例限制、远购风险准备金率、中间价逆周期因子等外汇干预政策会逐步退出。

总体来看，2023 年人民币汇率重回升值区间，美元兑人民币预计能回到 6.6-6.7 左右的水平。但强预期和结汇潮驱动的快升值已接近尾声，短期预期修正带来的贬值压力仍值得警惕。

■ 风险提示

联储降息步伐超预期，地缘政治风险再起，国内经济修复不及预期

正文目录

1、 2022 年中美汇率回顾：双背离与再分化	5
1.1、 中美经济货币双背离	5
1.2、 中美汇率走势再分化	5
2、 2023 年美元指数展望：顶点已现，但或有反复	7
2.1、 美元指数分析框架：利率、经济和情绪	7
2.1.1、 加息往往会对美元指数形成支撑	7
2.1.2、 经济相对优势是美元指数上行的内在驱动力	12
2.1.3、 恐慌情绪往往会助推美元逆势上行	13
2.2、 2023 年美元指数走势推演：分四阶段运行	14
2.3、 当前美元指数已有超贬，走势或有反复	15
2.3.1、 经济未衰：基本面还有支撑	15
2.3.2、 加息未止：市场抢跑后会有纠偏	17
2.3.3、 恐慌未起：市场情绪较为平稳	21
3、 2023 年人民币汇率展望：拐点确认，但变数仍存	22
3.1、 人民币分析框架：外盘、供需和政策	22
3.1.1、 外盘（美元指数，风险偏好）	22
3.1.2、 供需（利差、出口、结售汇）	23
3.1.2、 政策（经济刺激和外汇管控）	25
3.2、 长期：2023 年人民币重回升值区间，中枢在 6.6-6.7	25
3.2.1、 弱出口压制，但外资涌入，预计供需维持平衡	25
3.2.2、 货币持续宽松，外汇工具回箱	26
3.2.3、 利差预计会持续倒挂，压缩人民币修复空间	27
3.3、 短期：人民币快速升值或将结束	28
4、 风险提示	30

图表目录

图表 1：2022 年人民币汇率走势三平三上一下	7
图表 2：加息往往对美元指数有所支撑	8
图表 3：1994 年和 2006 年时出现了加息未完成美元指数下行的现象	8
图表 4：1994 年美元在加息过程中下行	9
图表 5：1994 年仅有英国跟随美国加息	9
图表 6：1994 年美国相对经济优势出现下行	10
图表 7：2006 年美元危机时同样出现了加息过程中的美元下行	10
图表 8：2006 年美国相对经济优势逐步收窄	11
图表 9：2006 年时期美债优势开始触顶回落	12
图表 10：经济基本面对美元支撑较为明显	12
图表 11：债券相对收益与美元走势更为直观	13
图表 12：恐慌情绪推动美元在经济危机/衰退时的逆势上行	13

图表 13: 次贷危机后美元走出了 M 走势	14
图表 14: GDPnow 预测保持在高位 (%)	15
图表 15: 四季度 GDP 显示服务消费依然是经济的强支撑 (%)	16
图表 16: 工资增长继续放缓 (%)	17
图表 17: 服务业职位空缺来看劳动市场仍处在紧张的状态 (千人)	17
图表 18: 市场仍然预期 2023 年会降息	19
图表 19: 12 月点阵图显示 2023 年降息可能较低	19
图表 20: 联储官员对于降息的态度维持在统一的鹰派	21
图表 21: 美元指数和人民币汇率走势基本一致	23
图表 22: 俄乌冲突爆发时美元指数持续上行, 人民币受挫	23
图表 23: 利差和人民币走势呈现比较明显的负相关	24
图表 24: 中国出口量与汇率息息相关	24
图表 25: 出口一直是中国经济的重要支撑	26
图表 26: 2023 年降准降息犹存, 但空间缩小	27
图表 27: 中美利差仍处在倒挂阶段 (%)	28
图表 28: 海外机构对于美债预测基本一致	28
图表 29: 结售往往能在节假日期间带来汇率提振	29
图表 30: 螺纹钢价格再度走弱	30

复盘 2022 年，中美经济货币双背离，汇率走势分化明显：强美元一度站上 114，创下 20 年以来新高；人民币大幅走弱，美元兑人民币创下 7.2 的汇改后新高。但 2022 年底中美汇率出现根本性逆转，美元见顶后快速回落，从 114 的高点骤降至 101 附近，与此相对的是，人民币汇率快速升值，升至 6.7 的近半年高位，中美汇率走势跌宕起伏。

展望 2023 年，经济东升西落，美联储加息接近尾声，国内货币宽松空间犹存，中美汇率驱动力发生了明显变化，走势从分化走向收敛。从大方向来看，美元顶点已现，人民币汇率升值可期，但预期与现实激烈博弈，市场情绪反复摇摆，导致中美汇率仍有震荡，其中的变数仍需关注。为此，我们基于对 2022 年的中美汇率走势复盘，结合中美汇率分析框架，对 2023 年汇率走势、动向、节奏进行判断，以期为 2023 年的全球资金动向和资产表现提供参考。

1、2022 年中美汇率回顾：双背离与再分化

2022 年中美经济货币双背离，美国经济过热，高通胀引发强紧缩；国内经济衰退，疫情冲击和地产探底倒逼货币宽松。这也是 2022 年中美汇率再分化的根源，美联储强紧缩造就强美元，美元指数一枝独秀，一度站上 114，创下 20 年以来新高，四季度后回吐近半涨幅；国内衰退持续时间超预期，人民币汇率宽幅波动，连续“破 7”后，迅速“回 6”。

1.1、中美经济货币双背离

中美周期错位、经济货币双背离是 2022 年海内外宏观分析的基础：一方面，美国经济整体相对强劲，通胀持续创新高，倒逼美联储超预期鹰派加息；另一方面，国内经济则在疫情冲击和地产回落的拖累下动能偏弱，经济修复基础并不稳固，稳增长倒逼宽货币，货币政策“以我为主”，延续宽松。

这也是人民币汇率走势和跨境资本流动的重要影响因素：美国强紧缩，助推美债利率和美元指数不断走高，强美元再现；国内经济双探底，基本面支撑和市场预期偏弱，人民币承压。结果是中美利差收窄，人民币和美元走势分化，国内资本外流压力加大，进而对权益资产形成压制。

1.2、中美汇率走势再分化

2022 年人民币和美元走势在中美经济货币双背离的背景下出现了明显的分化。美元在美国经济强劲和联储超鹰派加息以及俄乌冲突爆发的恐慌情绪的影响下，率先于 3 月初就出现了急速的拉升。彼时的人民币虽然遭受了疫情的冲击，但是疫情初期影响有限，且一季度经济增长超预期，对人民币支撑还在，走势相对平稳。

4 月内外条件开始出现明显变化：一方面，疫情突发对于停产停工的影响开始显现，对经济的扰动加大；另一方面，美债收益率在联储激进加息的推动中开始快速上行，从 3 月初的 1.74% 升至 4 月上旬的 2.79%，中美利差开始倒挂，结果是人民币快速贬值，美元兑人民币从 6.37 升到了 6.79。

快速贬值之后，人民币汇率出现了一段相对独立行情。首先是央行在 4 月 25 日宣布调

降金融机构外汇存款准备金率，从 9% 下调至 8%，增加金融机构外汇贷款的资金供给，提供流动性支持。另一方面，国内疫情冲击从 4 月底开始出现好转的迹象，上海新增病例稳步下降。与此同时，国内政策频出，5 月份的稳住经济大盘会议，首次的 LPR 反向非对称调降（5 年期下调 15BP），市场对稳经济预期加强，多因素叠加之下，人民币独立于美元震荡运行，而美元则是在弱经济数据和强加息预期的叠加之下先升后贬。

进入 8 月份后，人民币重回贬值通道。除了有美元指数在强加息预期下的被动拉升外，国内经济的弱现实与稳增长的强预期碰撞也是人民币贬值的主因。7 月社融数据出现了远超季节性的回落，新增社融同比回落 29.35%，信贷结构整体恶化，经济修复低于市场预期。为了进一步助力经济修复，央行在 8 月份再次进行了超预期的降息操作（1 年期下调 5BP，5 年期下调 15BP），10 年期国债利率快速下行至 2.6% 左右，中美利差倒挂扩大至 30BP，人民币面临承受贬值压力，期间央行分别进行了下调外汇存款准备金、上调外汇风险准备金率的稳汇率操作，但人民币依然跌破了 7 的关键点位。

10 月份国内经济在稳增长政策的推动下再次出现了一定的回温，9 月份当月新增社融超预期，同比增速 21.95%。同时全国外汇市场自律机制电视会议在 9 月召开，释放维护外汇市场稳定的信号。另外二十大召开，人民币汇率在 10 月初再次出现了相对于美元独立的行情。

但是 10 月底疫情冲击再现，中国制造业 PMI 降至 49.2，非制造业商务活动指数为 48.7%，降至荣枯线以下，基本面支撑弱化。再加上美元指数飙升、中美利差走阔，美元兑人民币再次出现上行，来到了 7.32 的历史高位。

11 月后中美汇率走势再度逆转：美国通胀出现了放缓的迹象，CPI 同比在 11 月份回落至 7.1%，环比增速也来到了 2020 年以来的最低增速 -0.1%。通胀数据的超预期回落使得市场对于加息预期有所降温，10 年期美债利率从 4.12% 的高位开始震荡回落，美元指数触顶回落，被动助推了人民币升值。

当然也有国内疫情优化和地产宽松政策的驱动：从疫情政策来看，11 月之后，国内疫情政策明显优化放松，防疫二十条和新十条相继出台，新冠病毒肺炎更名为新冠病毒感染，由“乙类甲管”调整为“乙类乙管”，对外交流逐步放开，防疫进入新阶段。从地产政策来看，地产“三支箭”托底力度超预期。双重推动下，人民币快速从 7.19 的位置下行至 6.95，时隔三个月之后再次回到 6 时代。

但当情绪面兑现之后人民币反而出现了与美元指数的短暂背离，12 月初之后到 12 月底之间，美元指数再次出现了震荡下行的趋势，下行接近 2%，而人民币仅波动了 0.14%，预计主要是疫情达峰过程中对经济生活的干扰所致。伴随着疫情冲击的逐步平稳，人民币再次进入到了下行通道，突破了 6.7 的重要点位。

图表 1：2022 年人民币汇率走势三平三上一下



资料来源：wind，华鑫证券研究

结合上面的复盘可知，美元指数是分析人民币汇率走势绕不开的一环，是影响 2023 年全球资产走向的核心变量，是汇率分析的重点。但人民币走势分析又不仅于此，还需结合经济基本面相对强弱、利率面中美利差走势、资金面跨境资金流动、政策面政策预期力度、情绪面市场风险偏好等因素综合分析。

2、2023 年美元指数展望：顶点已现，但或有反复

2023 年美元指数走势研判需要兼顾多方面因素，核心是估算美元相对吸引力。下面我们将通过历史复盘，总结出美元指数的决定因素，并结合加息周期和预期变化、相对经济强弱以及恐慌情绪这三大决定因素对 2023 年的美元走势进行展望。

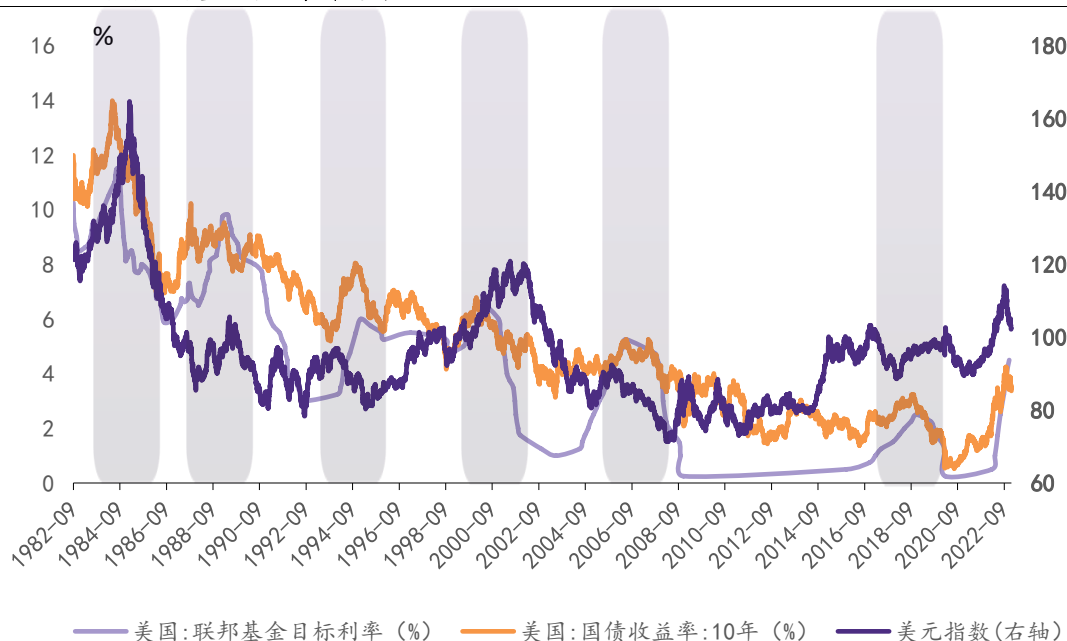
2.1、美元指数分析框架：利率、经济和情绪

利率、经济和情绪是美元指数分析的三大要素，分别从资金面资本流动、基本面经济强弱和情绪面风险偏好等三方面决定美元指数走势。

2.1.1、加息往往会对美元指数形成支撑

从加息的角度来看，过去几轮加息周期中美元基本都出现了升值，通常是在加息结束后才出现拐点。这一逻辑也比较直观，加息之后美元资产的吸引力增加，使得美元需求上升，进而带动美元上行（加息顶点往往与美债顶点相近）。

图表 2：加息往往对美元指数有所支撑



资料来源：wind，华鑫证券研究

图表 3：1994 年和 2006 年时出现了加息未完成美元指数下行的现象

美元指数波动		加息幅度 (%)	美元指数走势
1982年加息	17.36%	3	美元指数伴随加息走高，加息结束后出现下行
1988年加息	12.09%	3.3	美元指数先下后上，在加息完成后触顶回落
1994年加息	-9.05%	2.75	美元指数在加息未完成时已经出现了下行
1999年加息	8.25%	1.5	美元指数伴随加息上行，在加息结束后才出现触顶
2004年加息	-3.24%	4	加息与美元指数走势分化
2017年加息	3.01%	1	贸易战的扰动下美元指数先下后上，加息完成后触顶回落
2022年加息	6.72%	4	伴随着加息的进程走高，但在加息完成前已经出现了触顶

资料来源：wind，华鑫证券研究

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_52256

