

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《国际金融评论》
- 《国别/地区观察》

作者：梁 斯 中国银行研究院
电 话：010 - 6659 4084

签发人：陈卫东
审 稿：周景彤 李佩珈
联系人：王 静 刘佩忠
电 话：010 - 6659 6623

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

2022 年人民币汇率走势回顾 及 2023 年展望*

2022 年，在疫情持续反复、主要经济体连续加息等因素影响下，人民币汇率波动幅度明显加大，呈现出“阶段性稳定→快速贬值→企稳回升”的走势，全年美元兑人民币即期汇率贬值 8.2%。特别是 2022 年 11 月，人民币即期汇率一度击破 7.3，为近年新低。展望 2023 年，全球经济将呈现错位增长态势，欧美国家经济出现衰退概率增大，可能会陷入“高通胀、高利率、低增长”困局，而在疫情防控措施优化带动下，中国经济有望持续向好。此外，欧美国家加息将进入下半场，人民币汇率外部压力将有所缓解。而境外资金持续流入国内金融市场有望促使中国国际收支保持基本平衡，继而对人民币汇率带来支撑。预计 2023 年人民币汇率将在双向波动中实现稳中有升态势，年末汇率中枢有望维持在 6.5-6.7 之间。

2022 年人民币汇率走势回顾及 2023 年展望

2022 年，在疫情持续反复、主要经济体连续加息等因素影响下，人民币汇率波动幅度明显加大，呈现出“阶段性稳定→快速贬值→企稳回升”的走势，全年美元兑人民币即期汇率贬值 8.2%。特别是 2022 年 11 月，人民币即期汇率一度击破 7.3，为近年新低。展望 2023 年，全球经济将呈现错位增长态势，欧美国家经济出现衰退概率增大，可能会陷入“高通胀、高利率、低增长”困局，而在疫情防控措施优化带动下，中国经济有望持续向好。此外，欧美国家加息将进入下半场，人民币汇率外部压力将有所缓解。而境外资金持续流入国内金融市场有望促使中国国际收支保持基本平衡，继而对人民币汇率带来支撑。预计 2023 年人民币汇率将在双向波动中实现稳中有升态势，年末汇率中枢有望维持在 6.5-6.7 之间。

一、2022 年人民币汇率走势回顾

2022 年，人民币汇率走势大体分为三个阶段（图 1）：

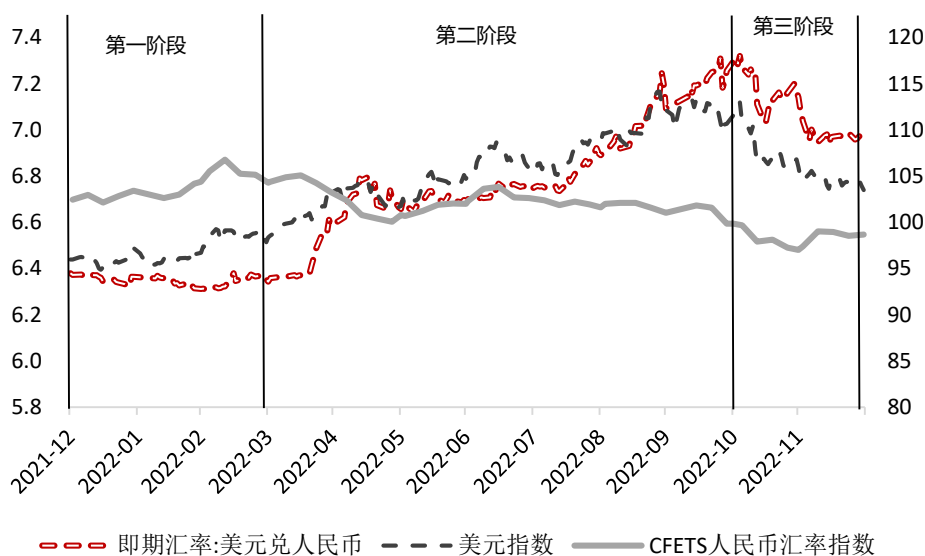
第一阶段，年初至 4 月中旬。2022 年年初以来，人民币汇率延续了 2021 年四季度走势，呈现出美元强势、人民币更强的特征。年初至 4 月中旬，人民币汇率整体围绕在 6.3-6.4 区间波动，其间一度升至 6.31。截至 4 月 18 日，美元兑人民币即期汇率与 2021 年末相比小幅升值了 0.05%，人民币汇率指数（CFETS）升值了 2.5%，同期美元指数升值了 5%。这一时期，奥密克戎引发的疫情感染潮肆虐全球，2 月份乌克兰危机爆发，全球金融市场剧烈震荡，避险资金大量购买美元、人民币资产，美元指数、人民币汇率双双出现升值，人民币资产避险属性凸显。尽管美联储于 2022 年 3 月初宣布加息，带动美元指数走强，但人民币汇率仍然保持平稳，并未出现明显波动。

第二阶段，4 月中下旬至 11 月初。这一阶段，人民币汇率整体呈现快速贬值→阶段性企稳→快速贬值走势。4 月 18 日，离岸人民币汇率率先走贬，在岸人民币汇率也应声跳跌，并连续突破 6.5、6.6、6.7 等关口，在岸汇率于 5 月中旬一度贬至 6.8 附近。5 月中旬后，市场预期有所转暖，人民币汇率呈现出企稳迹象，直至 8 月中旬，人民币汇率一直在 6.6-6.8 之间震荡运行。但 8 月中旬以后，市场预期再次出现变化，

人民币汇率贬值速度加快，在 9 月中旬破“7”之后，连续击穿 7.1、7.2、7.3 关口，于 11 月 3 日贬至 7.32，为 2015 年“8.11”汇改以来最低值，与上年末相比贬值幅度达 13%。

第三阶段，11 月中旬至 2022 年年末。2022 年 11 月，中国开始对疫情防控措施进行调整，国务院先后出台了“二十条”“新十条”等疫情防控优化政策，同时也积极推出各项针对房地产的支持政策。在持续性的政策支持下，市场预期开始扭转，各界普遍预计中国经济将在疫情防控措施优化带动下实现企稳向好。此外，美国 CPI 数据出现超预期下跌的同时，美国经济衰退风险上升，市场普遍预计美联储加息节奏将放缓，在外部压力同步缓解背景下，人民币汇率开始止跌回升，并于 12 月初收复“7”关口。截至 2022 年 12 月 30 日，美元兑人民币即期汇率报收 6.9514，全年贬值 8.2%。

图 1：2022 年人民币汇率走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

2022 年，人民币汇率出现两波快速贬值，速度和幅度均为 2015 年“8.11”汇改以来最大。整体看，人民币出现两轮贬值主要包括如下原因：

第一轮贬值：

一是中美货币政策开始分化，美元指数走强增大人民币贬值压力。2020 年新冠疫情爆发后，美联储将联邦基金利率降至 0%，同时推出了大规模量化宽松货币政策。同时，美国政府也推出了数轮财政刺激及政府救助计划。财政、货币双宽松的影响在 2021 年开始显现并于 2022 年达到顶峰，美国通胀率出现快速持续上涨，并达到 20 世纪 70 年代以来最高水平。为抑制居高不下的通胀率，2021 年 9 月，美联储开始缩减购债规模，并于 2022 年 3 月开始加息。在 4 月中旬-5 月中旬人民币第一轮贬值中，美联储共计加息了 75 个 BPs（表 1），美元指数也一度上涨至 104 附近。

表 1：2022 年美联储加息情况

日期	目标利率	加息幅度
2022 年 3 月 17 日	0.25-0.50	25
2022 年 5 月 5 日	0.75-1.00	50
2022 年 6 月 16 日	1.50-1.75	75
2022 年 7 月 28 日	2.25-2.50	75
2022 年 9 月 22 日	3.00-3.25	75
2022 年 11 月 3 日	3.75-4.00	75
2022 年 12 月 15 日	4.25-4.50	50

资料来源：根据公开资料整理

从国内看，4 月中下旬，为稳定宏观经济大盘，宏观调控政策开始发力。人民银行于 4 月 15 日宣布降准 25 个 BPs，释放出明确的稳增长信号。中美货币政策方向出现背离，中国 10 年期国债收益率与美国 10 年期国债收益率利差随之“由正转负”，人民币资产对外资吸引力下降，人民币汇率来自利率的支撑减弱。2022 年 5 月，外资持有境内股票及境内债券规模分别比上月末减少了 910 亿元和 963.14 亿元（图 2、图 3）。

图 2：外资持有 A 股市值及占比变化

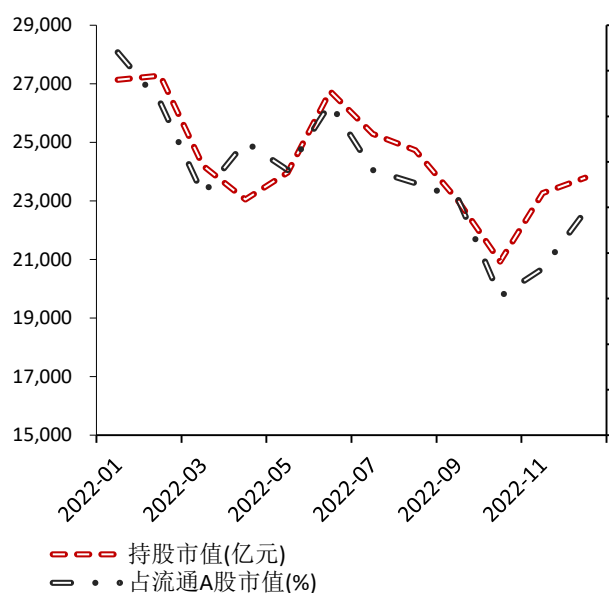
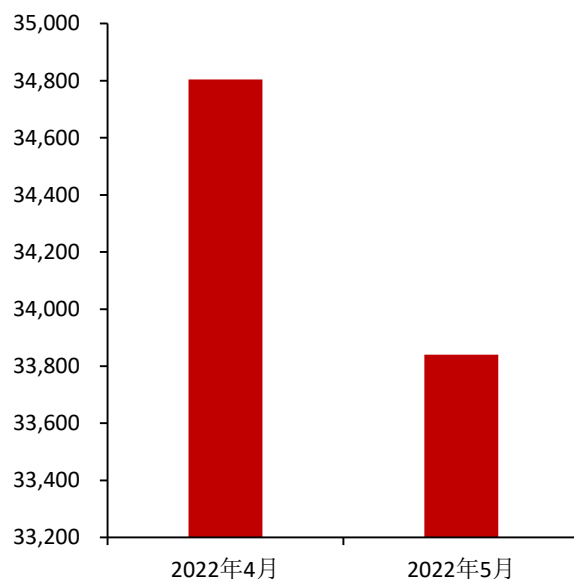


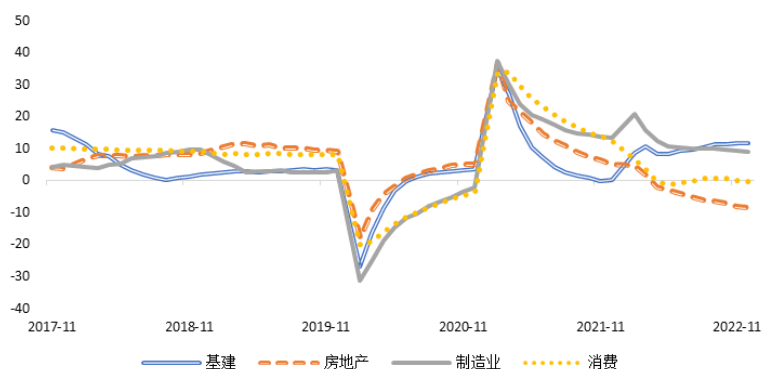
图 3：外资持有债券规模明显下降（亿元）



资料来源：Wind，中国银行研究院

二是疫情冲击下国内经济运行陷入困境。随着疫情在全国多地暴发，本土确诊病例快速上升，特别是上海、北京等经济重镇疫情形势出现恶化，多地开始进行大规模封控，经济供需两端均受到严重冲击。制造业、基建、房地产投资增速全面下滑，4 月消费增速一度跌至-11.1%，为 2020 年 2 月以来新低（图 4）。受此影响，二季度 GDP 同比增速仅为 0.4%。虽然中国出口增速仍然保持在较高水平，但在经济形势急剧变化背景下，对人民币汇率支撑作用有限。

图 4：主要行业投资累计同比增速变化（%）

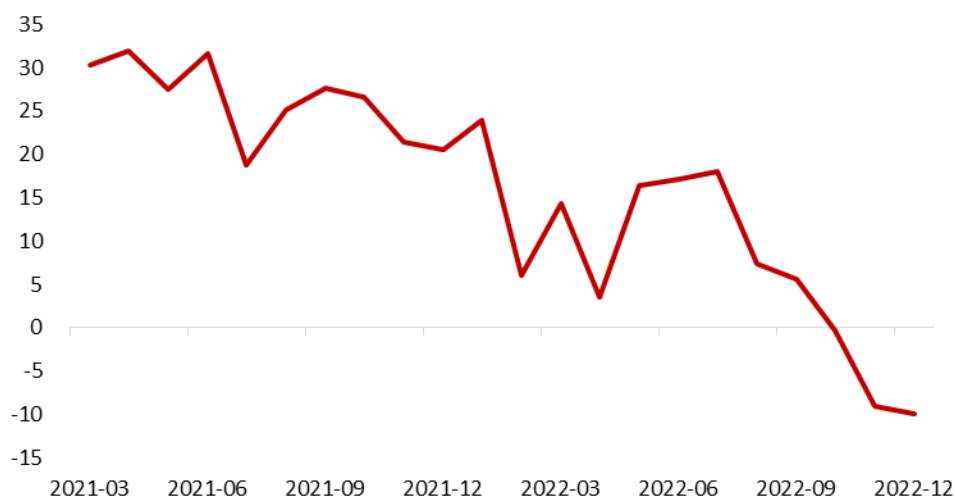


资料来源：Wind，中国银行研究院

第二轮贬值：

一是出口对汇率的支撑作用开始减弱。2021 年下半年以来，中国出口增速长期保持在较高水平，这对人民币汇率带来一定支撑，成为美元强、人民币强的重要原因之一。但出口增速由 2022 年 7 月的 18.1% 骤降至 8 月的 7.4%，并于 10 月变为负值，贸易顺差对汇率的支撑作用开始减弱（图 5）。

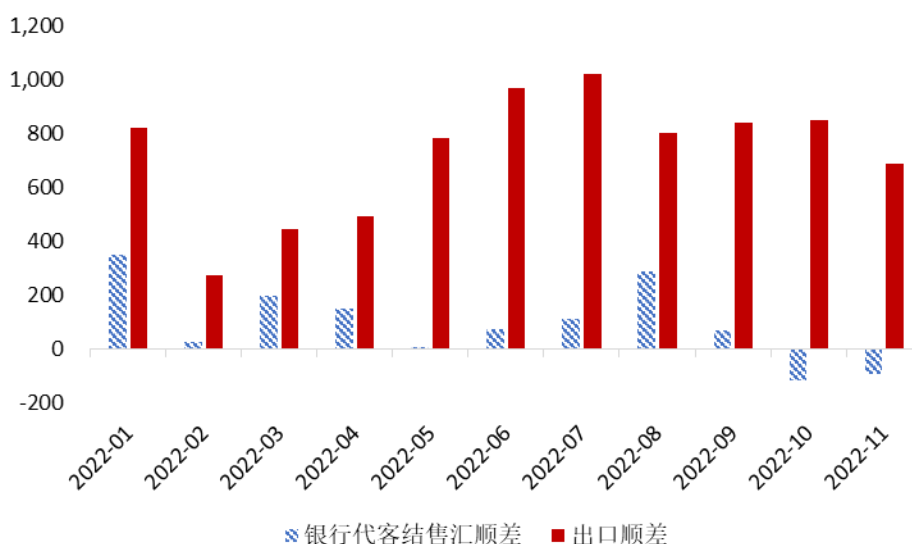
图 5：中国出口金额同比增速变化（以美元计、%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

特别地，贸易顺差的积累不必然会对人民币汇率带来支撑。在人民币持续贬值时期，贸易商大都会采取延期结汇的策略，以换取更多收益。2022 年，中国贸易顺差总额累计达 8775 亿美元，但银行结售汇顺差总额仅 1116 亿美元。特别是 10-11 月结售汇顺差为 -208.66 亿元，说明贸易商普遍看空人民币而延期结汇，从而加剧了人民币汇率的贬值速度（图 6）。

图 6：银行代客结售汇顺差及出口顺差变化情况（亿美元）

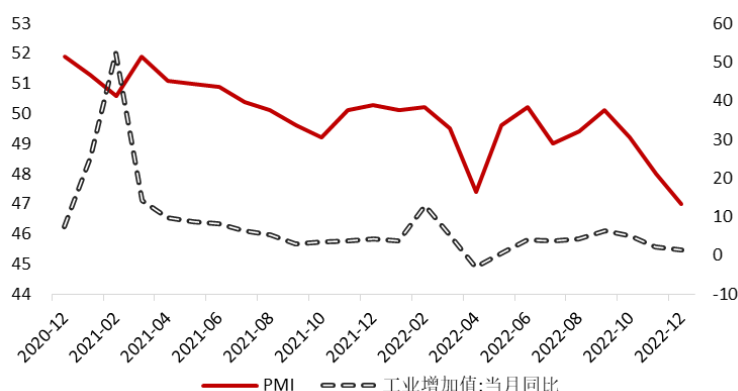


资料来源：Wind，中国银行研究院

二是中美货币政策分化态势加剧叠加国内经济复苏不及预期，带动人民币汇率快速走贬。2022 年下半年，在 CPI 连创新高背景下，美联储的加息步伐持续加快，2022 年 11 月联邦基金利率升至 3.75%-4%，1-11 月累计加息 375 个 BPs，美元指数一度冲破 114 关口。同时，在经济恢复不及预期背景下，中国宏观调控政策持续发力稳经济。人民银行先后于 5 月、8 月调降了 1 年期、5 年期 LPR 至 3.6%、4.3%，5 年期 LPR 降幅达 30 个 BPs。受此影响，中美货币政策分化态势进一步加剧，两国 10 年期国债收益率倒挂幅度在 11 月初人民币汇率跌破 7.3 时接近 150 个 BPs，资本外流进一步加剧。2022 年 8-11 月，外资持有 A 股市值以及境外机构持有债券规模分别下降近 3000 亿元、1400 亿元。这一时期人民币汇率走弱与美元走强的趋势基本契合。

值得关注的是，10 月中下旬以来，美元指数升值趋势放缓，但人民币汇率仍然表现疲弱。这一方面与市场预期还未转暖有关，人民币继续走贬预期仍在，继而出现惯性下跌。另一方面也与国内经济修复不及预期有关。三季度以来，国内经济整体虽然呈现复苏态势，但势头并不强劲。PMI 连续低于荣枯线，工业增加值同比增速在 9 月升至 6.3% 后便持续下行，消费同比增速自 10 月起连续出现负增长，国内经济运行整体疲弱对市场预期提振作用有限（图 7）。

图 7：PMI、工业增加值同比增速变化（%）



资料来源：Wind，中国银行研究院

在人民币快速贬值时期，人民银行采取了下调外汇存款准备金、将外汇风险准备金由 0 上调至 20% 等政策，目的是通过政策引导来修正市场预期。但在美联储连续大幅加息以及国内经济复苏不及预期等因素影响下，人民币汇率仍然延续了走贬态势。

事实上，2022 年主要经济体和新兴国家货币大都出现不同程度贬值。2022 年，受物价水平持续攀升影响，在美联储开启加息周期后，欧央行、英国央行等也采取了大幅加息策略，全球外汇市场出现剧烈震荡。除人民币外，欧元、英镑、日元等主要货币以及诸多新兴市场国家货币也出现大幅波动，全年英镑、日元、印度卢比等对美元贬值幅度均超过 10%。与其他国家相比，人民币汇率的贬值幅度并不突出（图 8）。

图 8：主要国家货币对美元贬值情况（%）



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_52773

