



开年大涨之后，人民币汇率 何去何从？日银会否放飞 “黑天鹅”？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者：CF40 研究部潘潘



1月16日，人民币对美元开盘一度涨破6.7。虽然午后有所回落，但按照在岸人民币对美元16:30官方收盘价，人民币收报6.7281，较上年末仍然涨超3%。

相较前两个月的上涨，新年以来的一个特点是，人民币升值更快了，升值幅度高于所有G10非美货币，且强于大部分的新兴市场货币。而在前两个月，人民币在一众主要非美货币中的表现还并不突出。

本轮人民币大涨原因是什么？为何新年以来人民币升势更猛？人民币

和美元后市何去何从？又将带来哪些影响？年内应该降息、降准吗？日本央行（以下简称“日银”）本周是否会放出“黑天鹅”？

中国金融四十人论坛（CF40）特邀研究员、中银证券首席经济学家徐高，中国金融四十人青年论坛会员、华创证券研究所所长助理、首席宏观分析师张瑜，中国金融四十人青年论坛会员、中金研究院研究员李刘阳接受 CF0 研究部邀请，就上述问题分享了他们的观点。

他们总体认为，美元指数回落和中国经济复苏预期强化是推动本轮人民币汇率回升的主要原因。1 月以来，由于今年春节较早，积压结汇提前集中释放，加之证券投资资金的流入，给人民币带来正面影响。

展望全年，徐高认为，美元已过顶部，2023 年人民币贬值压力总体要小于 2022 年，人民币汇率有望震荡走升。张瑜判断，二季度可能出现拐点，在此之前，由于中美货币政策周期仍处在最后一段背离期，人民币对美元汇率仍将以双向波动为主，二季度之后，人民币更可能稳中有升。短期而言，李刘阳进一步表示，春节后，人民币汇率就存在阶段性回调的可能性。原因一是季节性结汇的支撑因素即将消退，二是年初美元指数回落所带来的额外交易空间已经比较狭窄。

除此之外，研究员们对于央行是否应将过去一年针对外汇市场实施的调节措施重新调整回中性甚至反向调节、年内是否应继续降息、降准，以及日本央行调整甚至放弃收益率曲线控制计划的可能性以及对全球金融市场的影响等问题给出了各自的回答，更多细节请见访谈实录。

以下为访谈实录，本文不构成投资建议。

多因素推动近期人民币汇率加速上涨

1、近两个多月人民币对美元持续上涨，您如何分析这背后的原因？

徐高：主要还是两方面原因。一是美元的强弱，2023 年美国经济可能出现衰退。这种情况下，市场对美国货币政策转向宽松的预期升温。对于美联储是否会降息，市场目前还有很大分歧，但是至少货币政策紧缩力度会低于 2022 年。这导致美元在最近一两个月有比较明显的走弱，使得人民币对美元升值。

二是中国经济自身在发生变化。2022 年 12 月的政治局会议和经济工作会议都释放了非常积极的政策信号，要求 2023 年经济工作要聚焦“三稳”——稳增长、稳就业、稳物价。房地产行业政策也更加积极。此外，随着疫情防控优化，疫情对经济冲击的减少，也有利于经济复苏。因此，总体看，2023 年中国经济将呈现明显复苏的态势，有利于人民币汇率走强。

这两点原因结合，人民币汇率走强是很正常的，2023 年人民币汇率贬值压力要明显小于 2022 年。

2、分阶段看，1 月以来人民币上涨速度进一步加快，且在岸人民币升值幅度高于离岸。横向来看，人民币升值幅度超过 3%，也高于其他非美元主要货币。这是为什么？

张瑜：我认为，一是国内经济在受到疫情冲击，经历 11、12 月的下

行后，于1月初达到底部，经济企稳。从卫健委数据来看，疫情在元旦前后也呈现为“快速过峰”的状态。第二可能是因为今年春节较早，春节前后有积压结汇的释放，对此需要后期验证。

李刘阳：我认为，新年以后人民币汇率的升值主要有以下三个原因。

一是美元回落。从绝对水平看，美元指数当前在102左右，这个水平和去年5月后半的水平大致相当。彼时人民币对美元汇率在6.65-6.80之间。虽然美元指数与人民币汇率并非一一对应的关系，但市场人士眼中，美元的回落意味着人民币汇率出现了一定升值交易空间，他们会加仓人民币的多头并推升人民币汇率。

二是季节性结汇。在过去的6年，人民币对美元在11月、12月和次年1月平均会走强700、800和1000点左右。出口商的季节性收汇与结汇的行为在农历春节前的几个月通常会使得人民币汇率走强。今年春节比较早，很多出口商选择春节前的一周放假，因此元旦后的这两周是他们集中结汇的时间窗口，这也会增加短期人民币汇率升值的力量。

三是证券投资资金的流入。今年中国经济修复速率比市场一致预期的更快。在去年第四季度，虽然市场对于疫情防控优化后的中国经济修复总体持乐观态度，但在12月主要城市感染情况快速攀升时，外界的一致预期是中国经济可能会遭遇一定的短期阵痛。从海外国家经验看，疫情感染率从快速攀升到回落基本会经历3个月左右的时间。因此，市场一般认为中国经济仍可能在2023年第一季度受到疫情传播的扰动。但从高频数据看，

中国本轮疫情的达峰和回落的时间跨度比海外经济体更短。这或许意味着中国经济修复的速率可能会快于市场此前的一致预期。

一些高频数据，比如地铁客运量、酒店入住率、快递运送的数量等等都在表明经济复苏得很快。经济活动的快速恢复给予了中国资产乃至人民币汇率更多溢价。元旦后外资流入比较坚决，单从北向资金看，1月前两周已经流入了640亿元人民币。按照这个速率，到本月底，单月流入可能会超800亿。这可能是北向资金有史以来净流入最多的一个月。跨境资金的流入也对人民币汇率的回升产生了正面的影响。

人民币短期可能阶段性回调

二季度之后或稳中有升

3、您对年内美元和人民币的走势有何展望和分析？

徐高：总体来看，美元指数已过顶部。预计2023年，美元会呈现震荡向下趋势，近期这样比较急的回调并非常态，人民币大概率呈现震荡走强的趋势，像1月这样的快速升值可能也不是常态。

张瑜：主要看两方面，一个是中国经济什么时候复苏、PMI趋势向上，另一个是美国什么时候加息结束。现在市场预期大概早一些在3月，晚一些在5月、6月前后，美联储可能会结束加息，即二季度可能是一个拐点。

因此，我认为，当前中美货币政策可能仍处在最后的一段背离期。中国“稳增长”方面，货币政策在总量上仍有降息或降准的可能性，而美国

加息还未结束，这意味着二季度之前，汇率可能还有一些波动。二季度之后，人民币汇率可能偏向稳中有升。当然，年初的积压结汇可能存在“抢跑”，可能会对具体判断有一些影响，但预计不会改变宏观趋势。

李刘阳：尽管短期内人民币快速冲高的趋势可能会因为市场惯性而继续维持一段时间。但从基本面看，年内利好与利空人民币汇率的因素均存在。

从跨境收支的角度看，证券投资资金流入的因素短期还会在。中国经济复苏周期领先美国可能是一个贯穿全年的主题，所以外资今年很关注中国权益资产。这部分资金的流入将会继续支撑人民币汇率。

但国际收支的利空因素也不容忽视，一方面是经常项目顺差收窄。海外经济的下行会加大我国的出口压力，而中国经济的恢复则会增加进口需求。经常项目顺差的收窄可能会减少贸易商的净结汇需求，从而利空人民币汇率。

另一方面，由于美联储仍在加息周期中，而中国的信贷成本则会维持

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_51451

