

2023 年 11 月 23 日

# 人民币：小幅升值，路径反复，震荡为主

毛磊

投资咨询从业资格号：Z0011222

[maolei013138@gtjas.com](mailto:maolei013138@gtjas.com)

## 报告导读：

### ■ 摘要：

我们在 6 月《人民币趋势贬值或告段落，四季度转升值》、9 月《人民币：等待微光》的人民币分析定制报告中，提出的四季度人民币升值的预判，目前来看，已逐步实现。从人民币前期贬值，再到近一个月来的升值的背后逻辑，也符合我们的框架和预判（虽然前期贬值的持续时间超出我们的预期）。我们再对近期升值的驱动总结如下：国内因素：①经济表现趋稳。三季度宏观经济数据环比出现改善，虽然 10 月的数据出现回摆，但整体上“波折式复苏”格局延续。②政策进一步加码，宏观和金融风险担忧显著改善。政策加码主要体现在两方面，一是稳增长端，通过“财政端加杠杆”开始落地，助力宽信用，弥补地产下行带来的信用崩塌。二是防风险端，对当前最大的风险隐患——房企的金融尾部风险开始进行救助。此外，我们认为对外方面中美关系的和缓，也反映出政策面有意营造较好外部氛围、以及降低资本外流考量，也体现出国家对于稳增长的诉求提升。③国家稳经济后，境内市场利率下行空间封杀，政策利率也尚未进一步宽松，叠加海外利率回落，中美利差出现收窄。海外因素：①美国经济出现疲态，通胀超预期回落，带来鹰派政策预期的改善，市场对美联储结束加息，明年降息的鸽派预期抬头。美债利率、美元回落。美元强势的外溢拖累显著改善。

人民币走势展望：后期汇率走势仍继续关注国内国外两方面因素的变化。①从宏观经济走向对汇率的引导来看，市场对明年经济环比进一步向上修复的预期占主流。但从修复力度和空间看，地产等旧动能依然羸弱，宽财政发力但显然不是强刺激，而产业升级或消费等新动能依旧在成长中，尚难成为主导，因此宏观经济强劲复苏的驱动也暂缺。②政策在明年“两会”或者四月的政治局会议前，或仍以重视稳增长，防风险的底线思维主导，政策面对市场预期、宏观影响偏积极。但也不会强刺激。整体上国内因素对人民币有支撑，但未能提供大幅升值的基础。③海外方面，中期看美国经济仍有回落空间，同时通胀难以构成较大的上行风险，美联储政策转鸽的大方向确定。不过须注意空间上也难有深度衰退可能，且可以确定的是，经济下行将以一种非单边走弱的路径去演绎，因此经济回落节奏的曲折，叠加金融市场会提前交易未来，均带来这种节奏预判的难度。此外短期来看，我们认为须注意市场对鸽派的预期过度提前之虞。

总结而言，国内宏观面有改善但非强复苏；海外经济转弱但也非显著恶化，路径上呈现抵抗式回落状态，美联储政策鸽派转向但并非坦途，内外部多因素交织共振之下，站在当下时点，展望半年度，人民币方向上看或仍有小幅升值可能，但路径将比较反复，也可以说将呈现区间震荡，运行于 6.95-7.25。

### ■ 风险提示：

国内经济继续超预期走弱；美联储政策预期若向再度持续加息转向，则美元强势将超预期，均带来人民币压力。

## 目录

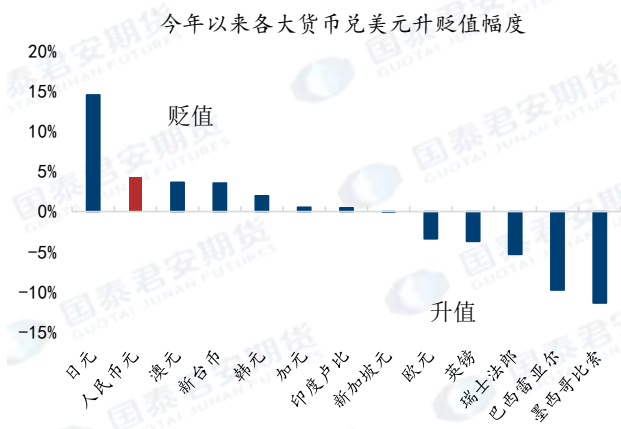
1. 近期人民币快速升值.....	3
2. 人民币走势的国内因素分析与后市展望.....	3
2.1 国内宏观经济：数据弱修复，稳增长及防风险政策助推预期改善.....	3
2.2 海外驱动：经济终现疲态，下行期未结束，路径上呈现抵抗式回落.....	5
2.3 中美基本面差异从扩大转向缩窄，助推中美利差从拉大转向收敛.....	7
2.4 其他因素：国内稳汇率奏效，干预压力降低；季节性结汇需求对人民币亦有一定支撑.....	8
3. 人民币走势展望：趋势上小幅升值，路径上较为反复，宽幅震荡格局.....	8
4. 风险提示.....	9

(正文)

## 1. 近期人民币快速升值

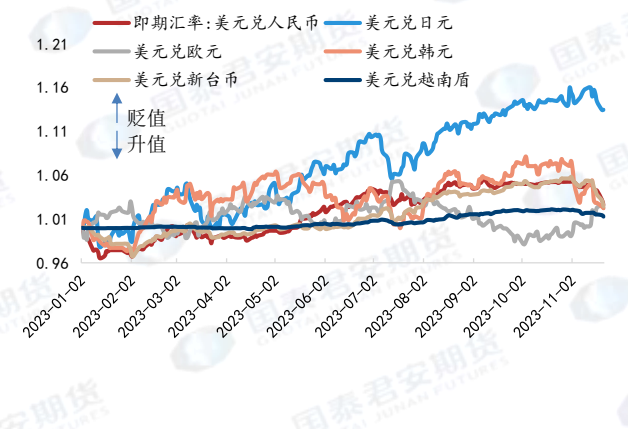
以美元兑人民币（CFETS）价格来看，本月人民币一度触及 7.1256，人民币累计升值约 2.1%。横向对比来看，11 月美元兑新台币贬值 2.6%，美元兑日元贬值 1.34%。

图 1：今年人民币在新兴非美币种中贬值中等偏大



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 2：今年以来部分货币走势对比



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

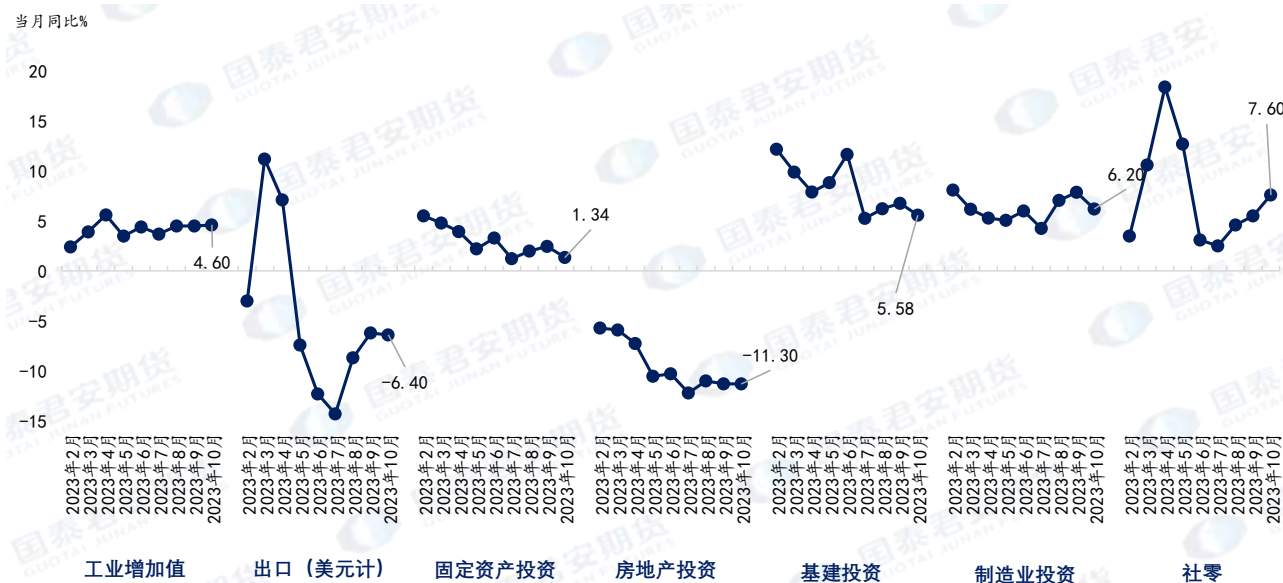
## 2. 人民币走势的国内因素分析与后市展望

### 2.1 国内宏观经济：数据弱修复，稳增长及防风险政策助推预期改善

三季度以来国内经济数据温和修复。今年宏观走势路径，可以概括为三个阶段：年初放开后的强预期，到二季度的弱现实，再到三季度现实层面出现温和修复。从月度数据来看，除去 10 月的同比增速有所回落外，整体上二季度开始宏观数据处于温和修复的状态。而 10 月数据的回落，一方面是经济在连续修复三个月后也遇到了波折。毕竟，当前在预期较弱、政策未强刺激的情况下，本身经济的修复也不会一马平川。另一方面也有一些假期等季节性因素带来的环比走弱因素。



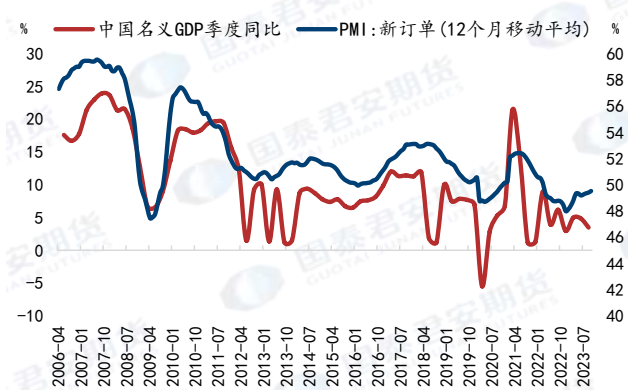
图 3：三季度整体上看月度同比稳步修复：工业生产稳步回升，出口、消费较好，投资端先升后落



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

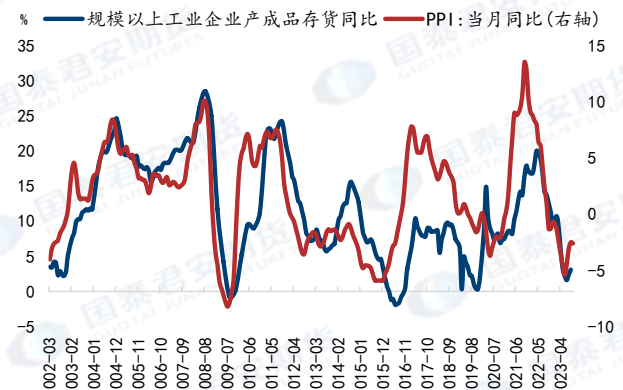
从 PMI 这一领先指标来看，虽然 10 月重回 50 的荣枯线下方，但此前 PMI 已连续三个月回升。从库存周期来看，其领先指标 PPI 价格 6 月见底后 7 月、8 月跌幅连续收窄。近几个月社融信贷数据出现总量上的显著改善。表明经济虽然没有强复苏，但经济的确处在一个修复状态。

图 4：PMI 对经济具有指示意义



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 5：PPI 领先库存周期一个季度左右



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

从经济最大的拖累因素看，地产维持弱势，但下跌空间在缩窄。此前报告中我们重点强调此轮经济偏弱，地产是最重要的拖累因素。不过站在当前时点来看，从 2021 年下半年开始地产数据破位下行，大幅度下跌两年之后，现阶段地产本身进一步下行的空间在缩窄。从市场上对中国住房需求的测算来看，地产下行已经接近中期需求中枢区间。事实上今年地产链条的各项数据也未进一步向下破位。当然，下跌空间有限不代表上行条件满足。现在判断地产整个行业是否能够转好的重要指标——商品房销售来看，依然弱势，显示市场预期低迷。因此地产的企稳回升并带动中国经济趋于繁荣，恐怕还需要较长时间的酝酿。

政策端在稳增长与防风险方面齐发力，宏观信心修复，地方债、特别是房企债务风险忧虑缓和。从地产导致的金融风险来看，由于销售低迷，房企的资金来源也变得异常紧张，9 月开始金融风险甚至蔓延到了中国最优秀的房企之一——万科头上，其美元债出现暴跌。但是也正因为风险已传染到中国最优秀的房企当中，政策面已到了无法坐视风险进一步发酵的紧要关口，10 月开始，政策面进一步加码稳增长，并防

范房企金融风险。具体来看，政策面在财政端，通过中央政府加杠杆的方式，发行特别国债、提高赤字率，助力“宽信用”。房企端，近期中央金融委员会、央行、证监会等部门接连发声，房企潜在债务风险担忧显著改善，改善市场对人民币资产的风险偏好。政策重心进一步向稳增长倾斜，增加了宏观预期向好的氛围。当然，后期经济的修复，也继续依赖于财政端的托底力度，持续性等因素。

图 6：稳增长政策针对性强，主要集中于地方化债、财政加杠杆、地产托底(防范房企风险)领域

时间	会议/政策内容
2023/10/21	央行行长潘功胜在全国人大常委会会议上做了《国务院关于金融工作情况的报告》，指出要支持防范化解地方融资平台债务风险，在部委和地方两个层面建立金融支持化解地方债务风险工作小组，制定化解融资平台债务风险系列文件。
2023/10/24	十四届全国人大常委会第六次会议表决通过增发一万亿特别国债，预计赤字率由3%提高到3.8%左右的方案，同时国务院可继续提前下达部分新增地方政府债务限额
2023/10/31	中央金融工作会议举行，会议强调“一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，因城施策用好政策工具箱”等。新提“健全房地产企业主体监管制度和资金监管”“完善房地产金融宏观审慎管理”
2023/11/2	央行传达学习中央金融工作会议精神：因城施策指导城市政府精准实施差别化住房信贷政策，更好支持刚性和改善性住房需求，有效满足房地产企业合理融资需求，支持“平急两用”公共基础设施、城中村改造和保障性住房建设“三大工程”，加大住房租赁金融支持力度，促进房地产市场健康平稳发展。
2023/11/7	“第二支箭”助力民营房企融资，近期将支持新城控股、美的置业、卓越商管等民营房地产企业发行债券融资，部分资金将用于保交楼、偿还境外债务等。同时龙湖、金辉、华宇、新希望地产等多家民营房企债券发行项目正在稳步推进中。
2023/11/8	央行行长潘功胜在2023金融街论坛年会发表讲话表示，为保障性住房等“三大工程”建设提供中长期低成本资金支持，完善住房租赁金融政策体系，推动构建房地产发展新模式。
2023/11/17	央行、金融监管总局、证监会联合召开金融机构座谈会，贯彻落实习近平总书记在中央金融工作会议上的重要讲话精神和会议部署，研究近期房地产金融、信贷投放、融资平台债务风险化解等重点工作。会议强调，要落实好跨周期和逆周期调节的要求，着力加强信贷均衡投放，统筹考虑今年后两个月和明年开年的信贷投放，以信贷增长的稳定性促进我国经济稳定增长。要一视同仁满足不同所有制房地产企业合理融资需求，对正常经营的房地产企业不惜贷、抽贷、断贷；支持房地产企业通过资本市场合理股权融资；加大保交楼金融支持，推动行业并购重组。配合地方政府稳妥化解债务存量、严格控制新增；通过展期、借新还旧、置换等方式，合理降低债务成本、优化期限结构。
2023/11/20	监管机构正在起草一份中资房地产商白名单，可能有50家国有和民营房企会被列入其中，在列的企业将获得包括信贷、债权和股权融资等多方面的支持，这一名单较今年年初具有系统重要性优质房企的范围有所扩大。一家国有大行相关人士表示，听说了拟定房企白名单一事，“目前还在等着人民银行下名单，但有的银行已经开始向重点客户展开营销了。”

资料来源：Wind、国泰君安期货研究

## 2.2 海外驱动：经济终现疲态，下行期未结束，路径上呈现抵抗式回落

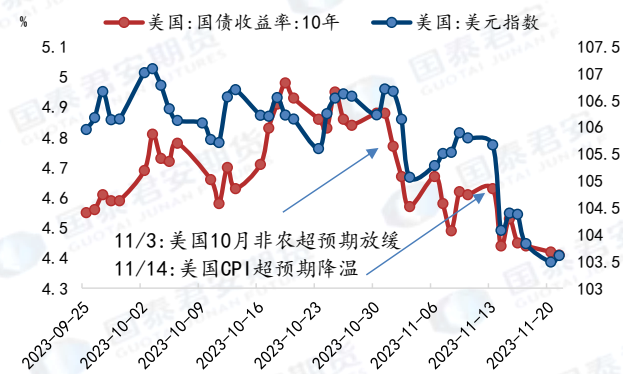
除国内基本面改善以外，近期美元走势影响显然较大。10月以来，由于美国非农数据低于预期，随后核心通胀超预期回落，市场开始交易美联储政策转鸽。美元指数从年内最高的107.35，跌至近期最低103.18，跌幅在3.2%左右。

图 7：11 月以来美元指数快速走贬



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 8：11 月美国两份数据发布后美元、美债利率跳水



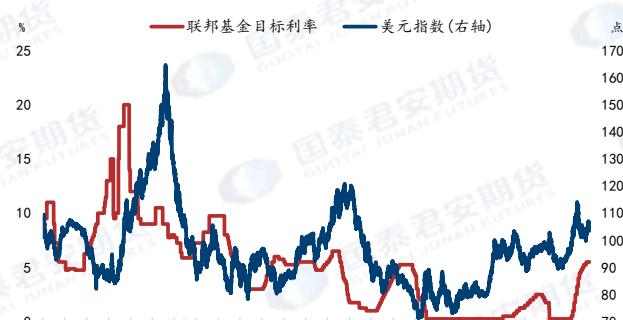
资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 9：美债利率与美国基准利率相关



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

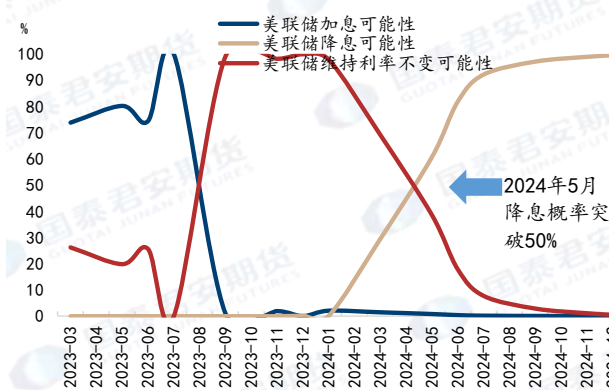
图 10：美元指数与美国基准利率相关



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

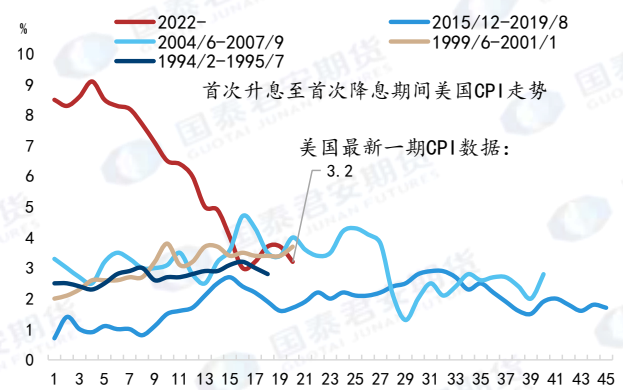
当前美联储已将联邦基金目标利率加息至 5.25%。由于 11 月美国发布的经济数据走弱，市场对进一步加息的预期降至极低，预计 2024 年降息的月份从此前的 6 月提前至 5 月。

图 11：市场预期首次降息的时间点推前



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 12：当前美国通胀已回落至过去首次降息时水平



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

从影响后期美元指数的驱动来看，美国经济方面，此前我们看到美国经济数据内部出现冷热分化。前



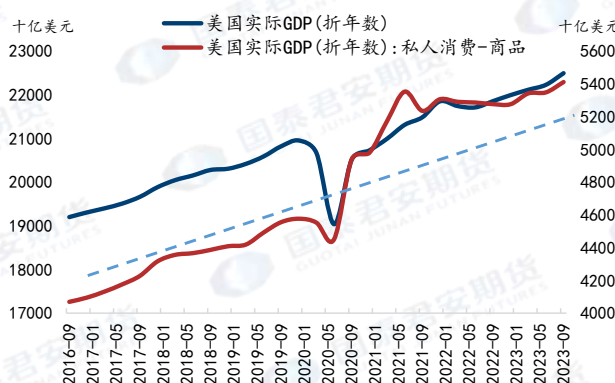
端数据受加息拖累，地产等方面表现较弱。但得益于美国政府宽财政支撑，后端的居民消费较强。以及就业方面因疫情等影响，劳动参与率下降，就业市场结构性短缺，使得就业和收入数据强劲。美国经济这种内部的此消彼长，使得整体经济数据表现偏强。但是，如我们此前报告中分析的，随着美国居民超额储蓄的消耗(市场预期在今年四季度或明年一二季度消耗完毕)，消费将持续回落(消费占美国的经济比重超过七成，权重更大)，带动经济回落。此外，劳动力市场结构性短缺的问题，随着时间的推移，可能也会得以缓解：一方面，经济下行后失业人口会增多，增加了劳动供应；另一方面，疫后诸如酒店服务业这类缺口最大的部门就业紧张状况逐步改善。美国就业数据若回落，对美联储政策宽松的鸽派预期将持续维持。通胀方面，目前美国10月通胀已回落至3.2%，历史上看，美联储曾在通胀3.7%-3.4%的区间内降息，因此只要通胀不因大宗商品等因素大幅上行，高通胀对美联储政策的限制并不会构成核心掣肘。

图 13： 美国地产数据最早出现下行



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 14： 美国消费数据助推经济稳健

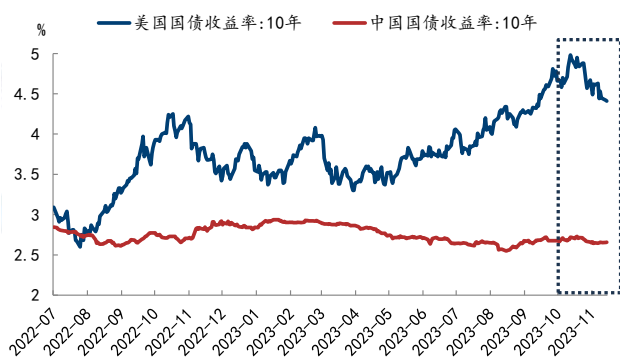


资料来源：Wind、国泰君安期货研究

### 2.3 中美基本面差异从扩大转向缩窄，助推中美利差从拉大转向收敛

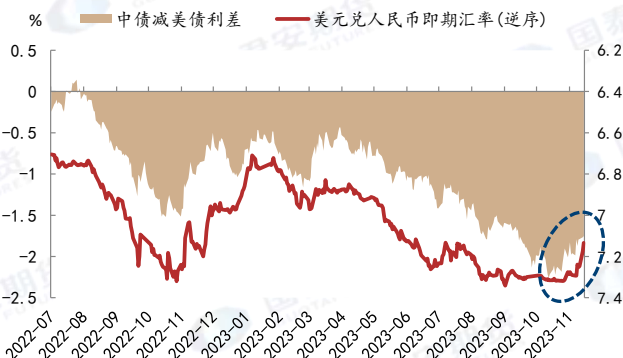
由于美国经济、通胀弱于预期，美债收益率触顶回落，10月，10年期美债收益率盘中一度突破5%大关，但到11月21日，已来到4.41%水平。美债收益率回调下，中美利差持续从过去十年的极值出现收窄，支撑人民币走势。

图 15： 美债利率回落，中债利率走平



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 16： 中美利差和人民币负相关，近期出现收敛



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

整体上，随着美联储政策现转鸽苗头，以及国内政策对经济托底的助推，中美利差收敛，将有利于资本回流进而利多人民币汇率。

## 2.4 其他因素：国内稳汇率奏效，干预压力降低；季节性结汇需求对人民币亦有一定支撑

年中开始，伴随高层会议对人民币汇率的关注度提升，央行稳汇率的手段也逐步落地，央行先后调整跨境资本宏观审慎参数、外汇存款准备金率、持续使用逆周期因子调控汇率。不过，11月以来，伴随人民币的快速升值，人民币市场价向中间价回归。

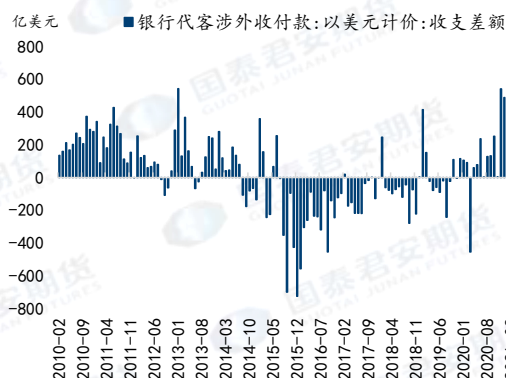
外管局公布的10月银行代客涉外收付款和结售汇数据看，10月银行代客对外收支逆差较8-9月收窄。在美元走弱、中美利差收窄环境下，有望助推季节性结汇需求并支撑人民币资本流入。

图 17：人民币市场价向中间价回归



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

图 18：10月银行代客涉外收支逆差缩窄



资料来源：Wind、国泰君安期货研究

## 3. 人民币走势展望：趋势上小幅升值，路径上较为反复，宽幅震荡格局

展望后市，人民币汇率仍将受到内外部因素共同影响，其中外部因素主要是美联储政策预期带来的美元指数、美债收益率的变化，内部因素包括国内经济动能修复、对金融风险担忧、资金流向/汇兑收支，以及地缘局势情况。

我们认为，短期来看人民币在内部基本面有所改善，外部强美元走弱的影响下，已出现快速升值，但市场对美联储鸽派预期有过度演绎的可能。中期来看，虽然美国经济回落的方向不变，但也很难出现大幅度的衰退；国内宏观面可能有进一步向好的空间，但经济动能很难大幅修复，因此中期人民币有一定的升值空间，但可能也有限。从汇率走势的路径方面，由于明年美国经济、通胀，及中国宏观经济的变化，可以确定的是均不会走单一方向，更可能呈现来回反复的特征，即中国波折式复苏，美国抵抗式回落，因此也会造成美元指数、美债收益率的反复，并带来人民币走势的反复。因此中期，譬如未来半年来看，我们认为人民币将呈现宽幅震荡走势，整体上略有升值。



图 19：至明年上半年美元兑人民币运行区间预期：6.95-7.25



资料来源：国泰君安期货研究

#### 4. 风险提示

汇率的预测误判风险方面，国内主要是经济复苏不及预期，特别是地产持续的大幅向下恶化，并导致房企等金融领域的出险。海外方面，主要是美国经济重新强劲修复，或者通胀的大幅回升，使得美联储重新选择加息或者市场对 2024 年降息时点再度后推，从而带来美元的强势。此外，明年美国下半年的大选，以及俄乌、中东等地缘局势的变化尚不明朗，这些可能都会带来阶段性的美元波动风险，值得持续跟进。