

货币体系趋向多元化，人民币配置价值增强

车美超

期货从业资格号：

F0284346

投资咨询从业证书号：

Z0011885

报告制作时间：

2023年04月07日

审核人：寇宁

一德期货投资咨询业

务资格：证监许可

【2012】38号

■ 内容摘要

随着经济重新开放、经济活动恢复正常，二季度在稳增长政策支持下，国内经济有望进一步复苏；而美国在高通胀压力下，高利率或维持时间更为持久，经济或面临衰退的风险，中美经济基本面的错位将对人民币汇率构成支撑，进出口带来的有效结售汇需求仍值得重点关注。全球去美元化提速，货币体系逐步趋向多元化，人民币资产配置价值凸显，支付、投融资以及储备功能持续增强，预计有效需求的增加也将为人民币提供有力支持，令走势保持稳健。中美货币政策分化边际改善，整体对汇率的影响幅度较为有限。二季度美元指数上行驱动力略显不足，大概率或将呈现宽幅震荡的格局，运行中枢有所下移，对人民币贬值压力或有所减轻，但中美利差依旧倒挂，令人民币汇率承压。此外，通过情绪指标观察，市场对人民币汇率走势仍有贬值预期。因此综合来看，二季度人民币汇率不存在单边走向基础，总体维持双向区间运行，我们预计主要震荡区间为【6.6，6.9】，国内经济的修复程度以及人民币配置价值将直接影响阶段性升值幅度。

目 录

1. 2023 年一季度人民币走势回顾.....	1
2. 二季度影响因素分析:	2
2.1 国内经济修复将继续为人民币提供支撑	2
2.2 人民币国际化进程进一步加深, 配置价值凸显	3
2.3 美元指数宽幅震荡, 对人民币影响程度边际收窄	4
2.4 情绪指标反应市场对人民币汇率的预期	6
3.总结与风险提示:	7
免责声明	8

1. 2023 年一季度人民币走势回顾

年初，在春节前刚性结汇需求增加、外资流入以及美元指数回调共同作用下，人民币兑美元汇率表现强劲，1 月接连收复 6.9、6.8、6.7 元关口。随着我国推进高水平对外开放，人民银行、外汇管理局决定自 2023 年 1 月 3 日起，延长银行间外汇市场交易时间至次日 3:00，覆盖亚洲、欧洲和北美市场更多交易时段。有助于促进在岸与离岸外汇市场协调发展，进一步提升人民币资产的吸引力。此外，据外媒报道，俄罗斯自 1 月 13 日恢复国内市场的外币操作，且根据俄罗斯财政部 2023 年预算规则，央行在莫斯科交易所的外汇操作将以“人民币-卢布”工具进行，用人民币作为填充国家财富基金的主要储备，并将人民币占比上限提高至 60%（此前为 30%），增加人民币有效需求，亦对人民币有提振。

2 月，随着美国非农就业数据表现意外强劲，引发市场对美联储进一步加息猜想，加上零售数据反弹，消费者需求弹性增强，表明经济在通胀压力和持续收紧的货币政策过程中仍然充满韧性，终端利率目标被推升高于此前预期，提振美债收益率与美元指数上行。此外，美欧货币政策收紧力度预期差边际转换，对美元指数构成支撑。在美元反弹的影响下，人民币承压走贬。中美利差倒挂且差值重新走阔亦对人民币构成利空。季节性汇兑消退后即期市场成交量出现快速萎缩（见图 1.2），汇价在国内经济强复苏预期与偏弱现实间存在明显偏差的条件下走势出现修复，重新逼近 7 元的市场心理关口。期间中国人民银行在港发行两期人民币央行票据，调节离岸市场流动性，稳定市场预期。

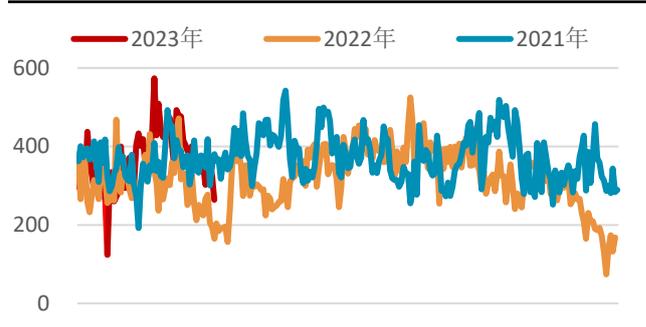
3 月市场反复定价美联储加息路径，美元指数整体先扬后抑，美欧银行业流动性冲击与逐步降温的加息预期，令美元承压。3 月末，随着美联储紧急贴现窗口资金规模回落，表明银行业流动性问题没有进一步蔓延，此次外溢效应对国内金融市场影响有限。本月人民币兑美元运行区间为【6.8，7】，下旬与美元指数走势相悖，影响因素更多取决于国内经济的修复情况与货币市场的供需基本面。

图 1.1: 2023 年美元兑人民币中间价与美元指数走势



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 1.2: 美元兑人民币即期询价成交量 (亿美元)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

2. 二季度影响因素分析:

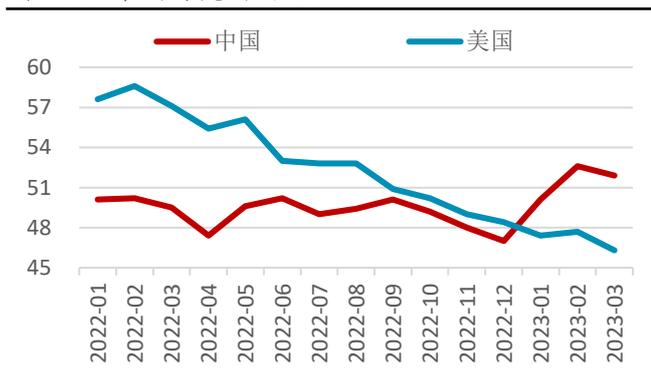
2.1 国内经济修复将继续为人民币提供支撑

2023 全年国内经济运行将围绕疫后修复展开, 随着经济重新开放、经济活动恢复正常, 制造业韧性强劲, 消费反弹, IMF 预测认为, 今年中国 GDP 的增速将较去年提高 2 个百分点至 5.2%; 世界银行对中国实际 GDP 增长率也上修至 5.3%。新一届政府工作报告将今年国内生产总值增长目标设定在 5% 左右, 二季度在稳增长政策支持下, 国内经济有望进一步复苏, 鉴于去年同期低基数影响, 二季度经济增速或达年内高点, 预计同比增长超 7%。反观美国在持续加息收紧的影响下, 部分银行业已出现流动性冲击, 利率的抬升以及高利率维持的时间更为持久将加大金融系统和经济体系的风险, 并且在高通胀压力下, 市场担忧美国经济将面临衰退的风险, 世界银行最新预测 2023 年美国实际 GDP 增长率为 2.6% (2022 年为 3.7%)。由此看来, 中美经济基本面的错位将对人民币汇率构成支撑。考虑到国内方面由于房地产、基建投资等增量有限, 净出口情况仍值得重点关注。此外, 中美货币政策分化边际改善, 预计二季度对汇率的影响幅度整体有限。

据相关测算, 2020 年至 2022 年, 我国贸易投资顺差合计近 2 万亿美元, 很多投资者质疑外汇储备、外汇存款等数据并未同步增长。对此《经济日报》刊文表示, 货物贸易和跨境直接投资是流量数据, 而外汇储备、银行外汇存款是存量数据, 两者并不

具备可比性。通过观察近3年我国对外资金运用合计规模接近2万亿美元，可理解为跨境贸易投资顺差大多转换为对外投资与持有境外资产的增加，即通常所说的藏汇于民。体现了我国对外资产结构逐步优化，国际收支自主平衡格局也更加稳固。我们不能简单的用贸易顺差/赤字来解释货币的升值/贬值，可以通过结售汇的数据判断市场货币的供需情况，进而分析对汇率的影响（注：结汇需求增加有利于本币升值）。

图 2.1：中国与美国制造业 PMI



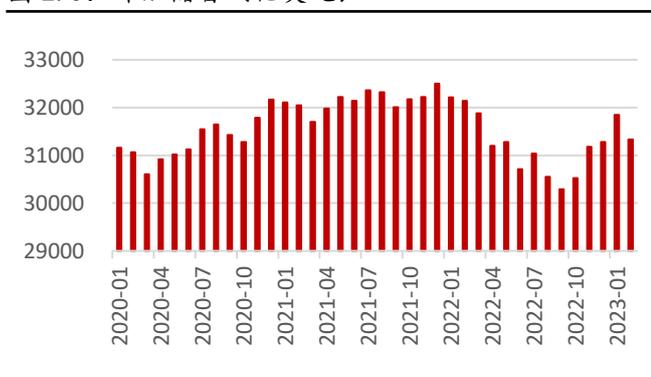
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.2：贸易顺差（亿元）与同比（%）



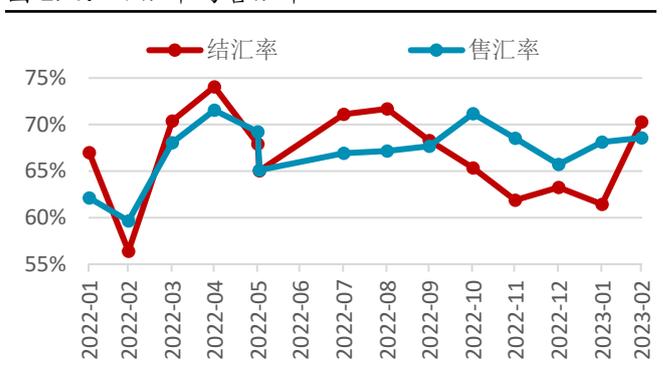
资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.3：外汇储备（亿美元）



资料来源：wind，一德宏观战略部

图 2.4：结汇率与售汇率



资料来源：wind，一德宏观战略部

2.2 人民币国际化进程进一步加深，配置价值凸显

随着我国不断推进高水平对外开放，人民币国际化进程进一步加深，人民币逐渐成为国际贸易和投资的重要货币，配置价值凸显有助于稳健趋升。

因国际局势变化，中俄经贸合作量质提升，人民币成为俄罗斯最受欢迎的外币之一。据莫斯科交易所数据显示，2月人民币交易量环比增长超30%达到1.48万亿卢布，

首次超越美元交易量。不仅如此，人民币在俄外汇交易总量中所占份额将近 40%，而去年同期占比仅为 0.32%，可见地位提升明显。俄财政部长安东·西卢阿诺夫还表示，人民币具有储备货币的特点，在外汇市场有较好的流动性。

目前，在上合组织、欧佩克等国际组织中，共有 29 个国家同意使用人民币结算。2 月伊拉克中央银行发表声明表示，伊拉克计划首次允许与中国的贸易直接以人民币结算，以改善外汇储备。以人民币直接结算对华贸易将通过两种途径实现：一是通过该国银行在中国的银行开设的人民币账户增加人民币储备；二是通过伊央行在摩根大通和新加坡星展银行的账户增加该国银行美元储备，用于兑换人民币。3 月中国海油与道达尔能源通过上海油气交易中心平台完成国内首单以人民币结算的进口液化天然气 (LNG) 采购交易，成交量约合 6.5 万吨，标志着我国在油气贸易领域的跨境人民币结算交易探索迈出实质性一步。据媒体报道，上周三巴西政府表示，巴西已与中国达成协议，不再使用美元作为中间货币，而是以本币进行贸易。中国是巴西最大的贸易伙伴，直接使用人民币和雷亚尔进行贸易，双方可以避免这些成本和风险，提高贸易的效率和稳定性。另据巴西央行公布的数据显示，人民币已超越欧元成为第二大国际储备货币。

随着全球去美元化提速以及中国经济的崛起，货币体系逐步趋向多元化，人民币资产配置价值凸显，支付、投融资以及储备功能持续增强，国际地位以及影响力也将随之提升，预计有效需求的增加将令人民币汇率走势保持稳健并提供支撑。

2.3 美元指数宽幅震荡，对人民币影响程度边际收窄

2 月非农数据整体喜忧参半，新增就业人数再度超预期且劳动参与率上升显示美国劳动力市场依旧坚韧，不过由于失业率上升以及薪资增长放缓调低了市场对美联储加息预期。本周美国劳工部职位空缺及劳动力流动调查 (JOLTS) 报告显示，衡量劳动力需求的职位空缺在 2 月减少 63.2 万至 993.1 万，为近两年以来最低值。ADP 全国就业报告显示，3 月美国民间就业岗位仅增加了 14.5 万，大幅低于前值与预期值，且初请失业金人数也连续三周攀升，数据方面均表明劳动力市场在降温。当前市场预期 3 月新增非农就业人数延续下滑，将影响美联储下一步政策方面，预计二季度就业市场表现

对美元的支撑作用将减弱。

在美联储持续加息以及能源价格不断下滑的共同作用下，美国 2 月通胀数据延续回落，由于核心服务通胀粘性较强，通胀的环比增长仍值得市场关注。通胀数据尽管符合预期但依旧过热，距离 2% 的通胀目标仍有很大空间，这也将成为美联储保持紧缩的重要理由，抗通胀依旧是政策的主要施力点。美联储 3 月 FOMC 利率决议如期加息 25BP 将目标区间提升至 4.75%-5%，本次会议声明中删除了持续加息的措辞，暗示美联储接近加息尾声，拖累美元指数下行。通过美联储点阵图中值显示，预计 2023 年年底的联邦基金利率为 5.1%，那么年内美联储至多加息 1 次，空间非常有限，这对美元的提振作用将大打折扣。据 CME FedWatch Tool 最新数据显示，5 月加息 25 个基点的概率为 50.1%，下半年将不再加息，支撑美元走强的驱动力被削弱。此外，美欧货币政策收紧程度预期差的边际变化也对美元构成压力，美欧花旗经济意外指数差值重回负数。

综合来看，二季度美元上涨动能稍显不足，不过鉴于美联储遏制通胀的决心不变，高利率或将维持的时间更为长久，美元也不会就此持续趋弱，大概率或将呈现宽幅震荡的格局，运行中枢有所下移。这里还存在一个风险点为当前欧美银行流动性风险尚未继续蔓延，随着美欧政府及时出台相关救市方案，未产生明显的外溢效应。但如若市场恐慌情绪持续，发生流动性危机，那么外汇市场上出现美元流动性紧张将推升美元上行。当然，美元的中长期走势还是以美国经济的发展状况为基础，目前市场机构预测数据显示，美国较其他主要经济体增速差收窄，对美元指数的支撑作用有限，但基准利率维持较高位置，利差方面则有利于美元。

对人民币汇率影响方面，由于美元上行驱动力减弱，对人民币压力或有所减轻，影响程度放缓，不过中美 10 年期国债收益率差值依旧为负，利差方面则令汇率承压。策略上，建议国内投资者不要盲目兑换美元进行投资理财，应充分考虑到汇兑风险。

图 2.5: 新增非农就业人数 (千人) 与失业率 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.6: 美国 JOLTs 职位空缺 (万)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.7: 美国 CPI 当月同比与环比走势 (%)



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.8: CME FedWatch Tool 目标利率概率

MEETING PROBABILITIES													
MEETING DATE	200-225	225-250	250-275	275-300	300-325	325-350	350-375	375-400	400-425	425-450	450-475	475-500	500-525
2023/5/3								0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	49.9%	50.1%
2023/6/14		0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	5.8%	49.9%	44.3%
2023/7/26	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.9%	35.4%	46.1%	14.6%	
2023/9/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	3.1%	29.1%	44.0%	20.9%	2.9%	
2023/11/1	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	19.8%	38.6%	29.2%	9.4%	1.0%	
2023/12/13	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.6%	16.4%	35.1%	31.0%	13.1%	2.6%	0.2%
2024/1/31	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.3%	13.4%	31.3%	31.8%	16.7%	4.8%	0.7%	0.0%
2024/3/20	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	12.2%	29.5%	31.7%	18.2%	5.9%	1.1%	0.1%	0.0%
2024/5/1	0.0%	0.0%	0.2%	2.7%	14.7%	29.8%	29.8%	16.5%	5.3%	1.0%	0.1%	0.0%	0.0%
2024/6/19	0.0%	0.1%	1.4%	8.6%	22.1%	29.8%	23.3%	11.0%	3.1%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/7/31	0.2%	2.2%	10.0%	22.9%	29.1%	22.0%	10.1%	2.9%	0.5%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
2024/9/25	0.5%	3.4%	12.0%	23.9%	28.0%	20.2%	9.1%	2.5%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

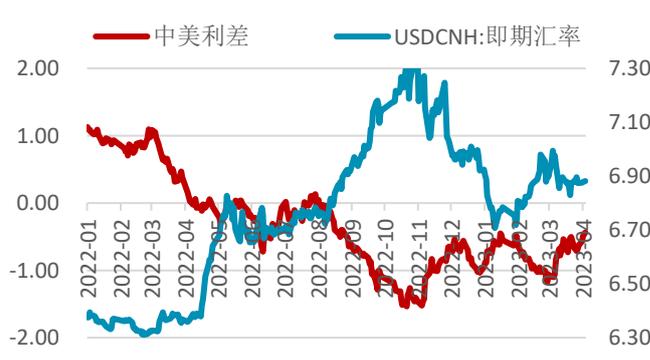
资料来源: CME

图 2.9: 美欧花旗经济意外指数差值与美元指数



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.10: 中美利差与离岸人民币即期汇率走势



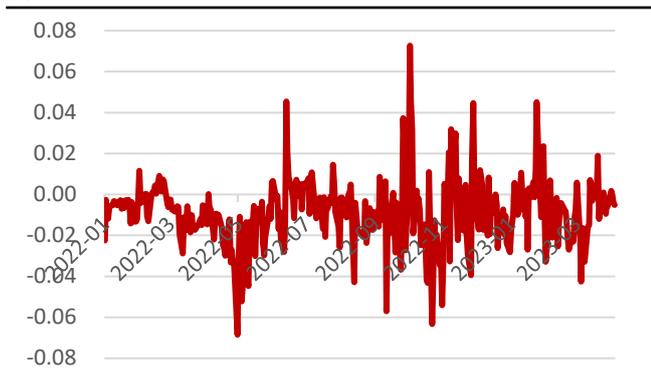
资料来源: wind, 一德宏观战略部

2.4 情绪指标反应市场对人民币汇率的预期

在岸与离岸价差 (CNY-CN) 和 NDF 隐含预期通常被金融市场上当作衡量人民币汇率预期的指标。通过分析在岸与离岸价差, 可以观察到境内外投资者的定价偏差, 从

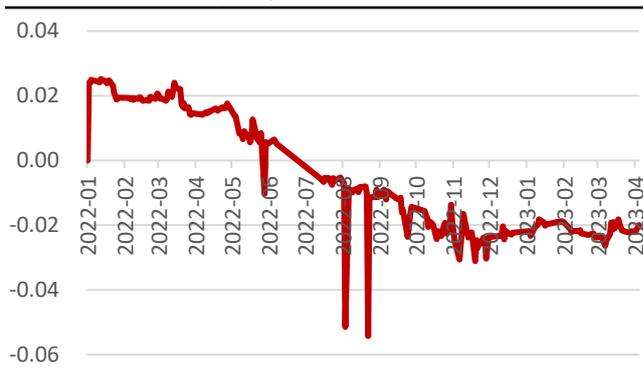
而反映不同市场的预期。当前价差显示为负，说明市场情绪对人民币汇率走势仍有贬值预期。NDF 为无本金交割远期，本身就含有对未来利率和汇率的预期，通过 1 年期 NDF 隐含预期模型，曲线处于低位但差值有所收窄，一旦曲线确认拐头上行则代表人民币汇率升值情绪上升，当前该指标还有待于进一步观察。

图 2.11: USDCNY-USDCNH



资料来源: wind, 一德宏观战略部

图 2.12: NDF 隐含预期



资料来源: wind, 一德宏观战略部

3.总结:

随着经济重新开放、经济活动恢复正常，二季度在稳增长政策支持下，国内经济有望进一步复苏；而美国在高通胀压力下，高利率或维持时间更为持久，经济或面临衰退的风险，中美经济基本面的错位将对人民币汇率构成支撑，进出口带来的有效结售汇需求仍值得重点关注。全球去美元化提速，货币体系逐步趋向多元化，人民币资产配置价值凸显，支付、投融资以及储备功能持续增强，预计有效需求的增加也将为人民币提供有力支持，令走势保持稳健。中美货币政策分化边际改善，整体对汇率的影响幅度较为有限。二季度美元指数上行驱动力略显不足，大概率或将呈现宽幅震荡的格局，运行中枢有所下移，对人民币贬值压力或有所减轻，但中美利差依旧倒挂，令人民币汇率承压。此外，通过情绪指标观察，市场对人民币汇率走势仍有贬值预期。因此综合来看，二季度人民币汇率不存在单边走向基础，总体维持双向区间运行，我们预计主要震荡区间为【6.6, 6.9】，国内经济的修复程度以及人民币配置价值将直接影响阶段性升值幅度。

免责声明

本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）编制，本公司具有中国证监会许可的期货投资咨询业务资格（证监许可【2012】38号）。

本研究报告由一德期货向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。

本报告所载内容及观点基于研究人员认为可信的公开信息或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但一德期货对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且一德期货不保证这些信息不会发生任何变更。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，一德期货不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保，不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。

 公司总部地址：天津市和平区小白楼街解放北路 188 号信达广场 16 层

 全国统一客服热线：400-7008-365

 官方网站：www.ydqh.com.cn