

### 人民幣匯率走勢經歷「過山車」

時任中國國務院總理李克強日前在政府工作報告中指出，五年來創新宏觀調控，堅持實施穩健的貨幣政策，人民幣匯率在合理均衡水平上彈性增強、保持基本穩定。今年發展要堅持穩字當頭、穩中求進，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定。

2023年前兩個月人民幣匯率經歷「過山車」：1月氣勢如虹，月度升值2.88%創五年來最大單月升幅，但2月以後掉轉方向再度下行。不過專家普遍預期，受益於中國經濟復甦，今年人民幣大概率升值；但同時，作為全球主要經濟體中唯一仍在進行貨幣寬鬆的經濟體，人民幣同樣面臨貶值壓力。後疫情時代人民幣匯率波動大增，應對匯率波動、防範跨境資金風險，是當前宏觀政策的重大挑戰。

◆香港文匯報記者 海巖 北京報道

2022年11月28日  
低見7.2409

2023年1月13日  
高見6.7005

2023年2月27日  
曾見6.9732

2023年3月3日  
收報6.9043

— 人民幣在岸價

## 2023開年大起大落 利好利淡因素並存

# 專家看人民幣短期震盪全年升值

今年1月，人民幣匯率延續了去年11月以來的升值走勢，強勁反彈至6.7關口上方，連續第三個月錄得超過2%的月度漲幅，幾乎擺脫了去年全年貶值逾8%、創最大年度跌幅紀錄的陰霾。但進入2月後，人民幣兌美元從6.7一路貶值。尤其是2月14日之後，美國陸續公布的1月CPI、消費、PPI等一系列經濟數據，均超出市場預期，導致投資者重新評估美聯儲加息的節奏和幅度，再度推高美元指數，也給人民幣匯率施加了貶值壓力。2月美元指數從101附近反彈至接近105，月內上漲約3.5%，人民幣兌美元匯率中間價累計計貶2,027個基點，月內貶值約3%。2月24日，人民幣離岸匯率甚至跌破6.98，逼近7的整數位關口。

### 利好因素主要來自內部

中信證券首席經濟學家明明指出，內地經濟活動恢復、外資持續淨流入、春節結匯需求高增三大內部因素，疊加美元指數和美債利率下行，推動1月中上旬人民幣快速升值。而到2月，人民幣匯率受到美元因素的明顯影響，美國公布的1月非農數據強勁反彈，表明經濟短期內步入衰退的概率較低，導致美聯儲停止加息的預期被動搖，支撐美元指數短期反彈。

浙商證券首席經濟學家李超則認為，1月人民幣匯率大幅升值，在高頻數據推動預期改善的背景下，不排除有一定程度的「超調」。一旦市場期待的央行寬鬆力度、疫情改善幅度、春運客流量、消費生產高頻數據等不及預期，都可能使人民幣匯率短期回調。

### 歐美貨幣政策或維持緊縮

「人民幣匯率短期震盪，全年見升值。」李超分析說，短期看，一是消化前期預期推動的較大漲幅；二是年初內地宏觀數據真空期，相關數據對匯率的影響將較為中性；三是3月歐央行縮表計劃將正式啟動，將對歐洲的主權債務壓力構成明顯挑戰，3月也是歐債到期壓力較大的月份之一。若歐央行加息節奏加快，歐債壓力加劇，美元可能再次上行，使人民幣匯率階段性承壓。2023年全年看，中美經濟對比中國疫後復甦佔優，將推動人民幣匯率升值與資本流入相互強化，李超預計人民幣匯率全年最高有望升至6.6。

瑞銀首席中國經濟學家汪濤也指出，內地經濟復甦更為強勁，特別是由消費者和企業信心提振推動的復甦，加上美債收益率的大幅下降，可能推動人民幣兌美元在年底走強至6.5-6.6。

國家金融與發展實驗室副主任張明則指出，本輪美聯儲加息縮表可能延續至2023年二季度，下半年美聯儲可能不會馬上轉為減息，而是把5%左右的高利率維持一段時間，直到通脹回歸至目標水平附近。「上半年，全球經濟增速大概率下行，但發達國家貨幣政策收縮還在持續，雙重衝擊會使得這段時期變得較為難熬。美元指數大概率將在上半年高位震盪，例如在95-110的區間內；下半年，隨著美聯儲結束加息縮表，美元指數有望進一步下行，例如跌破90。」

### 三個因素或令人民幣受壓

對於人民幣匯率走勢，張明認為，今年中美增長差拉大將會利好人民幣，但中美利差倒掛、全球地緣政治衝突以及內地金融風險顯性化等因素在特定時候可能對人民幣匯率產生壓力。由此預計，今年上半年，人民幣兌美元匯率有望在6.5-6.9範圍內雙向波動，到下半年，人民幣兌美元匯率有望進一步上升至6.3-6.4。

## 經濟學家對2023年人民幣匯率預測



國家金融與發展實驗室副主任張明

上半年，考慮到美聯儲會繼續加息縮表，人民幣兌美元匯率可能在6.5至6.9的區間內雙向波動，下半年再度顯著升值到6.4上下。



浙商證券首席經濟學家李超

短期或有調整，人民幣匯率走勢可能重回震盪，但次季度起，人民幣升值趨勢將得到進一步確認，全年有望升值至6.6。



中信證券首席經濟學家明明

短期美元指數下行動力不足，不排除階段性抬升。人民幣或步入震盪行情，來自美元的被動貶值壓力再起，但整體回調壓力或有限。



瑞銀首席中國經濟學家汪濤

下半年人民幣匯率會有所走強，主要由於中國經濟增長加速及美聯儲放鬆貨幣政策，人民幣兌美元在年底前可能走強至6.5-6.6。

### 人民幣匯率利好及利淡因素

#### 利好：

- ◆中國經濟修復的速度超出市場預期
- ◆美聯儲加息接近尾聲，中美息差給人民幣匯率帶來的壓力減輕
- ◆中國與歐美經濟體增速錯位，將會吸引國際資本流入國內股市債市

#### 利淡：

- ◆海外經濟下行加大中國出口壓力，中國經濟恢復增加進口需求，中國經常項目順差將收窄，出入境開放增加服務貿易項下購匯需求；
- ◆市場對美國通脹回落過於樂觀，近期美元指數技術性反彈；
- ◆地緣政治衝突可能繼續升級，美國與中國脫鈎趨勢延續。

## 國際投行調升人民幣匯率全年預測

儘管過去一個月人民幣匯率回調逾2,000個基點，但在此期間外匯市場交易情緒相當平穩，未見投機資本趁機沽空人民幣的跡象。國際機構普遍預計，中國經濟基本面持續好轉將令人民幣匯率有望逐步升值。

有市場消息稱，經歷多次人民幣匯率大幅雙向波動的國際投資機構淡化人民幣匯率「破7」影響，部分對沖基金反而在「7」附近建立人民幣買漲頭寸，因為他們認為美元指數反彈接近尾聲。出口企業也加大逢高結匯力度，因為當前人民幣匯率結匯價格足以令企業實現預期營利目標。

### 外管局：市場供求基本平衡

從涉外收支的統計口徑來看，

中國國家外匯管理局數據顯示，貨物貿易涉外收支順差387億美元，環比增長9%，處於歷史高位；企業、個人等非銀行部門涉外收支順差351億美元，環比增長52%；銀行結售匯順差25億美元，「綜合考慮其他供求因素，境內外匯市場供求基本平衡」。

中國央行最近發布的《2022年第四季度中國貨幣政策執行報告》指出，2019年以來，在市場供求作用下，人民幣兌美元匯率曾三次「破7」，但很快又回到7下方。從歷史長視角來看，人民幣屬於強勢貨幣，2005年匯改以來人民幣兌美元升值了近20%，對一籃子貨幣升值了40%左右。

至於下一步匯率政策，央行報告稱，將逐步深化匯率市場化改

革，完善以市場供求為基礎、參考一籃子貨幣進行調節、有管理的浮動匯率制度。堅持市場在匯率形成中起決定性作用，注重預期引導，增強人民幣匯率彈性，保持人民幣匯率在合理均衡水平上的基本穩定，發揮匯率調節宏觀經濟和國際收支自動穩定器的作用。

2月初，多家國際投行調升年內人民幣匯率預測。滙豐銀行將2023年底人民幣兌美元預測從6.9調整至6.5，但報告也強調人民幣並非處於單向升值路徑。「貨物和服务進口的同步增長可能會令市場參與者在今年晚些時候重新評估中國的國際收支狀況。」渣打銀行預測三季度末及年底人民幣兌美元將分別在6.8和6.75。



◆隨着人民幣供求趨於平穩，市場料人行一系列逆周期調節措施有條件淡出。資料圖片

當前人民幣匯率彈性明顯加大，令中國增加了貨幣政策的自主空間。去年無論是降準還是降息，數量和價格工具都頻繁使用，加大了貨幣政策對實體經濟的支持力度。與此同時，由於匯率彈性增加，去年除了一些宏觀審慎措施之外，央行沒有動用新的資本外匯管制措施。

### 政策支持力度可能加強

中國國家金融與發展實驗室副主任張明認為，2023年全球經濟形勢仍然偏弱，部分國家民粹主義可能進一步抬頭，對區域化和全球化可能帶來負面影響，這對中國進出口以及內外投資都將帶來不確定性。美國將進入新大選，對中國的政策施壓可能是較大概率事件。疫情對國際分工和產業鏈合作的影響仍在深化，修復進程緩慢，同時新冠疫情可能出現新變異，導致新的風險。由此預計今年中國宏觀政策寬鬆和支持力度可能比2022年更強。面對內需疲軟態勢，主要應加大財政擴張力度，提高赤字率 and 增加國債發行，央行降息則有利於降低國債發行成本以及整個社會的債務成本。

### 逆周期調節措施料淡出

另外，去年在人民幣貶值壓力較大時，央行採取了上調遠期售匯業務外匯風險準備金率、上調跨境融資宏觀調節參數、下調外匯存款準備金率等逆周期調節措施。市場預期，隨着人民幣供求趨於平穩，這些逆周期調節措施將淡出，從而降低外匯市場交易成本，提高市場定價效率，更有利於發揮人民幣匯率市場機制。

## 匯率彈性增 為貨幣政策打開空間

## 外資有望大舉流入 助匯股雙升

去年中國市場經歷了史無前例的大規模證券投資基金淨流出，前三季度證券投資項下資金淨流出達到創紀錄的2,607億美元。國家金融與發展實驗室副主任張明對此表示，當前普遍認同的中國經濟在增速水平仍在5%以上，中國金融市場表現整體樂觀，股市表現良好於債市。在資產價格良好預期以及人民幣兌美元升值預期的推動下，2023年有望迎來證券投資項下的大規模資金流入。資金流入與資產價格、人民幣匯率之間也存在相互強化的關係。

今年前兩個月跨境資本流動就出現反覆。1月，人民幣匯率快速升值並驅動資本持續流入，結售匯順差創歷史新高，外資淨買入境

內股票同樣為歷史新高。國家外匯局數據顯示，1月份外資淨買入境內股票277億美元，創單月歷史紀錄，股票市場陸股通淨流入1,413億元人民幣創歷史新高。但到2月，股票市場陸股通淨流入規模僅為124.8億元，大幅低於1月，自2月下旬後更出現持續流出。

### 資本外流動機將顯著削弱

「以美聯儲為代表的發達國家央行至少在2023年上半年仍將加息縮表，而同期內中國央行可能繼續放鬆貨幣政策，中外貨幣政策走勢的差異意味着中國在2023年上半年仍將面臨短期資本外流壓力和非儲備性金融賬戶逆差。」張明認為，今年下半年，美聯儲

可能停止加息縮表，而中國經濟有望觸底反彈，東升西降的增長格局可能使得中國轉為迎來短期資本流入與非儲備性金融賬戶順差。

張明強調，2023年中國經濟增速有望顯著反彈，且中國經濟走勢將顯著強於歐美發達經濟體，短期資本外流動機將會顯著削弱。另外，人民幣匯率彈性的增加意味着中國央行已很少進行外匯市場干預，決定了中國儲備資產流量有望繼續保持穩定。經常賬戶方面，由於外需增速將顯著回落，貨物貿易項順差可能明顯下降，境內外人員往來頻次回升將導致服務貿易項逆差有所擴大，今年的經常賬戶順差規模將會顯著回落。



◆在資產價格良好預期以及人民幣兌美元升值預期的推動下，2023年有望迎來證券投資項下的大規模資金流入。資料圖片