

二零二二年四月八日

经济触角

光银国际研究团队评论

简述

- 过去 15 个月间，人民币持续波动。得益于强劲的经济复苏及对外贸易活动的蓬勃发展，人民币兑美元汇率在 2021 年间升值超过 2.5%。行至 2022 年一季度，随着经济环境的不确定性上升，新冠疫情复燃，地缘政治风险升温，人民币汇率陷入剧烈的波动之中。与此同时，由于外部需求萎缩，经常项目顺差预期下降，再加上防疫货币政策分歧导致利差收窄，可能加剧人民币的震荡风险。
- 展望未来，中国正朝着建设更加市场化、国际化金融体系的目标迈进，人民币将在国际贸易结算、国际资本市场、国际货币储备等方面发挥更大作用。维持人民币汇率稳定对推动中国经济增长具有重要意义，亦能够为外汇与金融市场的畅顺运行提供良好基础，进而帮助加强金融流动性管理，确保经济在合理区间运行。
- 我们认为，中国经济能较快地从此轮疫情中复原，各项基本面仍然稳健，2022 年人民币的汇率走势料将保持不变。考虑到经常项目顺差强劲、外汇储备充裕、财政状况良好、金融体系稳定等正面因素依旧，再加上人民币国际化进程有序推进，人民币汇率将在 2022 年余下时间里持续走强，预计兑美元汇率将在 6.35 至 6.45 之间获得良好支撑。

林樵基
研究部主管
Banny.lam@cebi.com.hk
(852)2916-9630

人民币市场展望：波动中持续走强

过去 15 个月间，人民币持续波动。得益于强劲的经济复苏及对外贸易活动的蓬勃发展，人民币兑美元汇率在 2021 年间升值超过 2.5%。行至 2022 年一季度，随着经济环境的不确定性上升，新冠疫情复燃，地缘政治风险升温，人民币汇率陷入剧烈的波动之中。与此同时，由于外部需求萎缩，经常项目顺差预期下降，再加上中美货币政策分歧导致利差收窄、防疫措施影响经济活动扩张，可能加剧人民币的震荡风险。不过，尽管中国经济在 2022 年开局坎坷，新一轮疫情爆发以及“动态清零”的策略令严格的防疫措施重启，能源价格持续攀升加上俄乌冲突导致的供应链危机持续，但中国在货币和财政政策仍维持积极宽松的方针，为经济稳定发展创造有利条件，亦帮助平衡人民币的波动性风险。展望未来，中国正朝着建设更加市场化、国际化金融体系的目标迈进，人民币将在国际贸易结算、国际资本市场、国际货币储备等方面发挥更大作用。维持人民币汇率稳定对推动中国经济增长具有重要意义，亦能够为外汇与金融市场的畅顺运行提供良好基础，进而帮助加强金融机构的外汇流动性管理，确保经济在合理区间运行。我们认为，中国经济能较快地从此轮疫情中复原，各项基本面仍然稳健，2022 年人民币的汇率走势料将保持不变。考虑到经常项目顺差强劲、外汇储备充裕、财政状况良好、金融体系稳定等正面因素依旧，再加上人民币国际化进程有序推进，人民币汇率将在 2022 年余下时间里持续走强，预计兑美元汇率将在 6.35 至 6.45 之间获得良好支撑。

美元走强打击多国主要货币。2022 年一季度，美联储加息、西方国家俄罗斯实施经济制裁导致供应链中断以及资本市场动荡，令外汇市场经历一番异乎寻常的波动。由于美国联邦储备委员会 (Fed) 在最近一次联邦公开市场委员会 (FOMC) 会议上对货币政策展现出鹰派立场，美债利差走扩，俄乌冲突亦令资金避险情绪升温，美元兑一篮子货币在一季度升值 2.8%。展望未来，美元在全球金融体系中仍将保持主要地位，美联储也会在推动美国经济复苏的同时，进一步加息以缓解通胀压力。因此，全球资金将大量涌入美国，由新冠疫情驱动的资金避险情绪亦会推动美元走强，令欧元、英镑等主要货币面临更大波动。我们认为，人民币资产有相对稳定且更具吸引力的资产收益率，因此人民币汇率相对其他主要货币的波动较小，再加上后疫情时代，海外资金对中国的资产投资增加，抵消了人民币贬值的部分压力，进而帮助人民币稳定在合理区间。

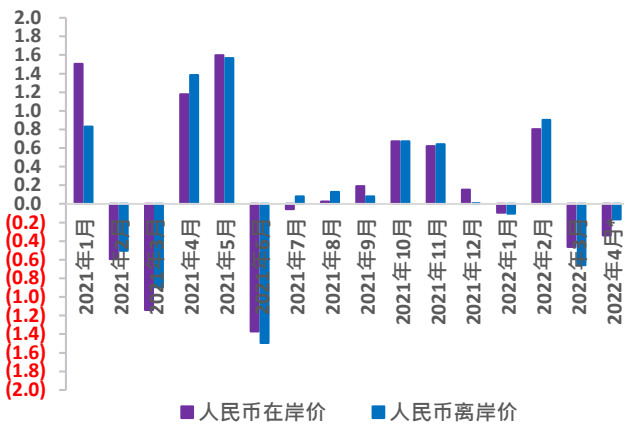
中美货币政策走势分化，加剧人民币近期的双向波动。美联储正将利率从接近零的水平上调，以遏制 40 年来最严重的通货膨胀，而中国人民银行则不断加大货币政策的支持力度，以减缓经济下行风险。中美在货币政策立场上的走势分化，反映两国经济正处于发

展的不同阶段——美国正努力遏制过热的经济和重新调整通胀预期，中国则在竭力刺激内需释放，同时稳定经济增长。两国货币政策方向分歧可能引发非常规的资本流动，导致人民币出现波动。但从我们的角度来看，人民币兑美元汇率仅会在短期面临的较大波动，在中国出口产业的强劲发展转化成贸易顺差的同时，中国经济开放吸引外国资金加大对中国商业和金融资产的投资力度，从而对人民币形成正面支持。考虑到经济发展的基本面稳健，监管环境渐趋完善以及人民币在国际的使用量增加，人民币的汇率稳定性也将得到保证。

俄乌冲突弱化美元地位，增强人民币的避险功能。近年来，人民币在国际结算中的使用量不断增加，外国投资者在中国资本市场的投资额也连年攀升。2021 年四季度，人民币在全球外汇储备中的占比升至 5 年新高，从三季度的 2.66% 升至 2.79%，总额达 3361 亿美元。近期的俄乌冲突亦帮助强化人民币的国际地位，不少欧洲资产管理公司对中国的国债需求空前，进一步推高了人民币的价值。除此之外，俄罗斯的人民币外汇储备从 2017 年的仅 0.1% 跃升至 2021 年的 13.1%，而其美元持有量则从 46.3% 相应下降至 16.4%。在西方国家的制裁之下，俄罗斯可能会进一步增加人民币持有量。总的来说，虽然将人民币看作与美元一样的避险资产还为时过早，但我们认为人民币已成为全球资产管理公司投资和风险对冲组合中的重要组成部分。人民币的避险功能越来越受到关注，为人民币向储备货币转变提供了新动力。

人民币汇率将在 6.35 至 6.45 区间获得良好支撑。人民币兑美元汇率在 2021 经历了一番强劲反弹后，今年一季度保持在 6.3 至 6.4 的区间上落。展望未来，随着美联储进一步加息，人民币套息交易诱因逐渐下降。尽管新冠疫情复燃正威胁中国的经济复苏势头，再加上全球贸易环境的不确定性增加，都令人民币的前景面临颇大风险。但考虑到中国经济基本面仍存有一定韧性，不少国际资金流入中国的股票及债券市场，以完善资产配置，为人民币的持续走强提供有力支持。我们预计，人民币将在 2022 年的余下时间继续在合理区间波动，兑美元汇率维持在 6.35 至 6.45 这一区间。

图.1: 人民币在岸价和离岸价 (月度环比%)



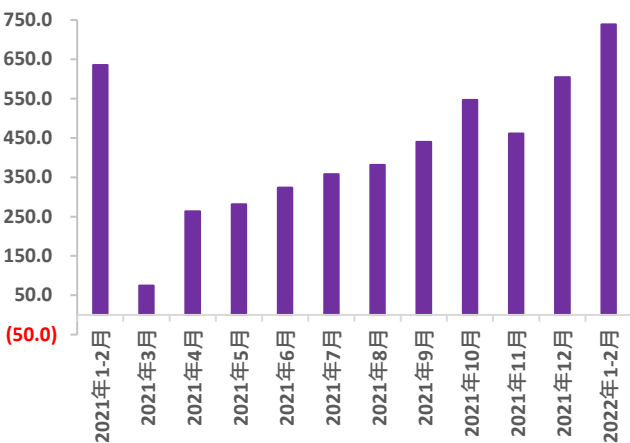
来源: 彭博 *四月七日

图.2: 中国外汇储备 (月度环比) (十亿美元)



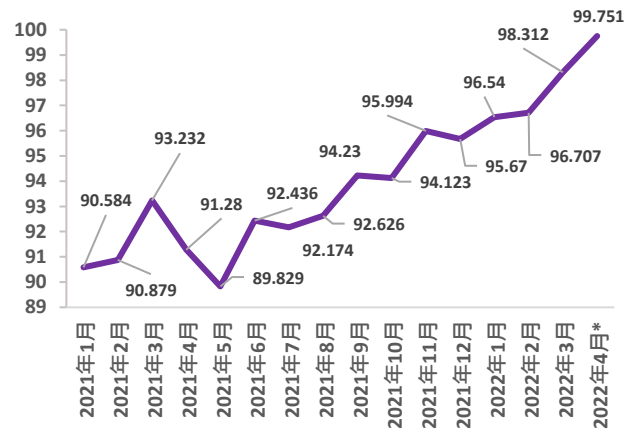
来源: 彭博

图.3: 中国贸易差额:当月值 (人民币十亿元)



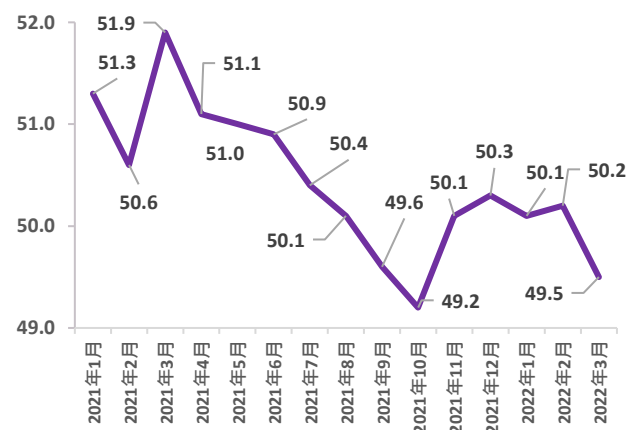
来源: 彭博

图.4: 美元指数



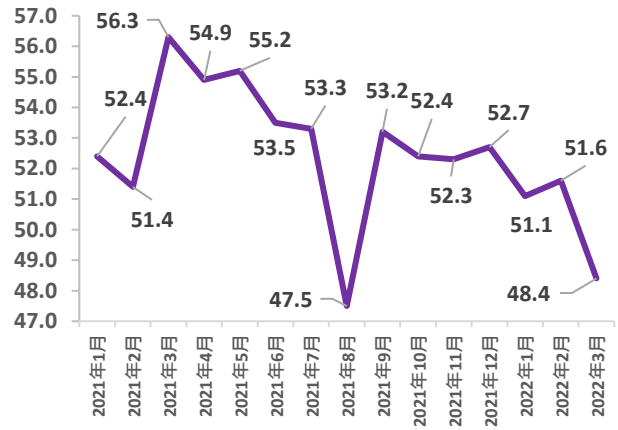
来源: 彭博 *四月七日

图.5: 中国制造业采购经理指数



来源: 彭博

图.6: 中国非制造业采购经理指数



来源: 彭博

中国经济数据

	2018	2019	2020	1Q2021	2Q2021	3Q2021	4Q2021	2021
实际国民生产总值 (同比%)	6.7	6.0	2.2	18.3	7.9	4.9	4.0	8.1
制造业 PMI (%)	49.4	50.2	51.9	51.3	51.0	50.0	49.9	50.3
非制造业 PMI (%)	53.2	53.5	55.7	53.4	54.5	51.3	52.5	52.7
出口(人民币/同比%)	7.1	5.0	4.0	38.7	19.9	14.4	17.8	21.2
进口(人民币/同比%)	12.9	1.7	(0.2)	19.3	32.3	15.8	18.6	21.5
贸易余额 (人民币/十亿)	2324.7	2912.0	3634.2	710.9	868.9	1179.4	1612.2	4370.5
出口增长 (美元/同比%)	9.9	0.5	3.6	48.8	30.6	24.2	22.9	29.9
进口增长 (美元/同比%)	15.8	(2.7)	(0.6)	29.4	44.1	25.4	23.7	30.1
贸易余额 (美元/十亿)	351.0	421.1	524.0	107.8	134.3	182.8	250.8	676.4
消费物价指数 (同比%)	2.1	2.9	2.5	0.0	1.1	0.8	1.8	0.9
生产者物价指数 (同比%)	3.5	(0.3)	(1.8)	2.1	8.2	9.7	12.2	8.1
固定资产投资(年初至今/同比%)	5.9	5.4	2.9	25.6	12.6	7.3	4.9	4.9
房地产投资 (年初至今/同比%)	9.5	9.9	7.0	25.6	15.0	8.8	4.4	4.4
工业增加值 (同比%)	6.2	5.7	2.8	24.6	9.0	4.9	3.9	9.6
零售额 (同比%)	9.0	8.0	(3.9)	33.9	13.9	5.0	3.5	12.5
新增贷款 (人民币/十亿)	12579.4	16815.7	19632.9	7667.9	5084.5	3961.4	3231.2	19945.1
广义货币供应量 (同比%)	8.1	8.7	10.1	9.4	8.6	8.3	9.0	9.0
总社会融资 (人民币/十亿)	22492.0	25673.5	34791.8	10288.9	7510.9	6967.1	6584.1	31351.0

	3/21	4/21	5/21	6/21	7/21	8/21	9/21	10/21	11/21	12/21	1/22	2/22	3/22
实际国民生产总值 (同比%)	18.3	-	-	7.9	-	-	4.9	-	-	4.0	-	-	-
制造业 PMI (%)	51.9	51.1	51.0	50.9	50.4	50.1	49.6	49.2	50.1	50.3	50.1	50.2	49.5
非制造业 PMI (%)	56.3	54.9	55.2	53.5	53.3	47.5	53.2	52.4	52.3	52.7	51.1	51.6	48.4
出口(人民币/同比%)	20.5	22.0	17.9	20.0	7.9	15.6	19.7	20.1	16.3	17.3	21.0	4.1	-
进口(人民币/同比%)	28.6	33.1	40.3	24.5	16.2	22.7	9.7	14.3	25.6	16.0	16.8	8.3	-
贸易余额 (人民币/十亿)	75.0	263.6	281.4	323.9	258.2	381.4	439.8	546.9	461.0	604.2	544.4	194.4	-
出口增长 (美元/同比%)	30.4	32.1	27.7	32.1	19.2	25.4	28.0	26.9	21.7	20.9	24.1	6.2	-
进口增长 (美元/同比%)	39.1	44.0	52.0	37.1	28.2	32.7	17.2	20.4	31.4	19.5	19.8	10.4	-
贸易余额 (美元/十亿)	10.8	41.0	43.3	50.1	55.9	59.1	67.8	84.7	71.8	94.4	85.4	30.6	-
消费物价指数 (同比%)	0.4	0.9	1.3	1.1	1.0	0.8	0.7	1.5	2.3	1.5	0.9	0.9	-
生产者物价指数 (同比%)	4.4	6.8	9.0	8.8	9.0	9.5	10.7	13.5	12.9	10.3	9.1	8.8	-
固定资产投资 (年初至今/同比%)	25.6	19.9	15.4	12.6	10.3	8.9	7.3	6.1	5.2	4.9	-	12.2	-
房地产投资 (年初至今/同比%)	25.6	21.6	18.3	15.0	12.7	10.9	8.8	7.2	6.0	4.4	-	3.7	-
工业增加值 (同比%)	14.1	9.8	8.8	8.3	6.4	5.3	3.1	3.5	3.8	4.3	-	7.5	-
零售额 (同比%)	34.2	17.7	12.4	12.1	8.5	2.5	4.4	4.9	3.9	1.7	-	6.7	-
新增贷款 (人民币/十亿)	2730.3	1468.5	1496.4	2119.6	1083.2	1215.2	1663.0	826.2	1273.2	1131.8	3980.0	1233.6	-
广义货币供应量 (同比%)	9.4	8.1	8.3	8.6	8.3	8.2	8.3	8.7	8.5	9.0	9.8	9.2	-
总社会融资 (人民币/十亿)	3376.2	1857.0	1952.2	3701.7	1075.2	2989.3	2902.6	1617.6	2598.3	2398.3	6172.6	1192.8	-
全国城镇调查失业率(%)	5.3	5.1	5.0	5.0	5.1	5.1	4.9	4.9	5.0	5.1	5.3	5.5	-
31 个大城市 城镇调查失业率 (%)	5.5	5.3	5.2	5.2	5.2	5.3	5.0	5.1	5.1	5.1	-	5.4	-

世界经济/金融指标

全球股指			
指数	收市价格	市盈率	一周变动 (%)
美国			
道琼斯工业平均指数	34,583.57	18.23	(0.27)
标准普尔 500 指数	4,500.21	23.15	(0.67)
纳斯达克综合指数	13,897.30	54.16	(2.27)
欧洲			
富时 100 指数	7,551.81	15.67	0.48
德国 DAX 30 指数	14,078.15	14.42	(2.34)
法国 CAC 40 指数	6,461.68	15.18	(2.98)
斯托克 600 价格指数	455.02	15.95	(0.18)
亚洲			
香港恒生指数	21,808.98	8.09	(1.90)
恒生中国企业指数	7,495.54	7.12	(1.50)
上海深圳沪深 300 指数	4,209.10	15.14	1.81
上海证券交易所综合指数	3,236.70	13.77	1.02
深证综合指数	2,087.53	30.21	0.15
日经 225 指数	26,888.57	15.25	(3.35)
韩国 KOSPI 指数	2,695.86	11.99	(2.24)
台湾证交所加权股价指数	17,178.63	12.95	(2.11)
标普/澳证 200 指数	7,442.83	18.06	(0.76)
MSCI 指数			
MSCI 世界指数	3,014.08	19.87	(1.28)
MSCI ACWI 指数	702.39	18.79	(1.29)
MSCI 新兴市场指数	1,126.06	13.04	(1.38)
MSCI 美国指数	4,304.62	23.91	(0.79)
MSCI 英国指数	2,170.41	15.47	0.76
MSCI 法国指数	185.03	15.94	(2.77)
MSCI 德国指数	148.34	13.72	(2.34)
MSCI 中国指数	72.25	12.03	(0.54)
MSCI 香港指数	14,177.97	17.17	(1.13)
MSCI 日本指数	1,167.56	13.41	(2.80)

*所有市场根据 2022/04/07 收市价。

货币市场		
	收益率 (%)	一周变动 (%)
联邦基金目标利率	0.50	0.00
美国最佳利率	3.50	0.00
联储贴现率	0.50	0.00
欧洲央行最低再融资利率 1 周	0.00	0.00
日本央行政策利率	(0.10)	0.00
美国综合国债 1 个月收益率	0.1420	0.0330
美国综合国债 1 年收益率	1.6933	0.0983
美国综合国债 5 年收益率	2.7076	0.2477
美国综合国债 10 年收益率	2.6578	0.3199
美国综合国债 30 年收益率	2.6790	0.2314
伦敦银行同业拆放利率- 1 个月	0.4514	(0.004)
伦敦银行同业拆放利率- 3 个月	0.9864	0.0196
日本综合国债 1 年收益率	(0.071)	(0.013)
日本综合国债 10 年收益率	0.233	0.013
德国综合国债 1 年收益率	(0.437)	0.010
德国综合国债 10 年收益率	0.681	0.134
中国贷款市场报价利率(1 年期)	3.70	0.00
中国国债收益率 CFIF 报价 - 1 年		
中国国债收益率 CFIF 报价 - 5 年	2.492	(0.090)
中国国债收益率 CFIF 报价 - 10	2.743	(0.046)
上海银行同业拆放利率- 隔夜	1.825	0.268
上海银行同业拆放利率- 1 个月	2.290	(0.023)
香港基本利率(贴现率)	0.75	0.00
香港银行同业拆放利率- 隔夜	0.0465	(0.0089)
香港银行同业拆放利率- 一个月	0.1885	(0.1244)
离岸人民币拆放利率-隔夜	6.8091	5.2546
离岸人民币拆放利率-1 个月	3.2988	0.2076
公司债(穆迪)		
Aaa	3.51	0.11
Baa	4.38	0.10

全球商品			
	价格		一周变动 (%)
能源			
NYMEX 轻质低硫原油期货	美元/桶	96.03	(4.24)
ICE 布伦特原油期货	美元/桶	100.58	(6.79)
天然气期货	美元/百万英	6.36	12.71
基本金属			
LME 原铝现货(\$)	美元/吨	3,361.26	(3.43)
铜期货	美元/磅	469.95	(1.08)
LME 钢筋期货	美元/吨	942.50	(2.28)
LME 铅现货(\$)	美元/吨	2,375.75	(1.85)
贵金属			
现货金	美元/盎司	1,926.69	(0.18)
黄金期货	美元/盎司	1,937.80	(0.83)
现货银	美元/盎司	24.39	(1.70)
现货铂	美元/盎司	952.24	(3.89)
农产品			
玉米期货	美元/蒲式耳	750.25	2.35
小麦期货(CBT)	美元/蒲式耳	1,025.25	2.32
11 号糖(全球)	美元/磅	19.84	1.80
大豆期货	美元/蒲式耳	1,645.50	1.68

数据来源: 彭博

外汇市场		
	现货价格	一周变动 (%)
美元指数	99.75	1.46
欧元/美元	1.0894	(1.79)
英镑/美元	1.3072	(0.37)
澳大利亚元/美元	0.7479	(0.13)
美元/加拿大元	1.2559	0.28
美元/日元	123.82	1.77
美元/瑞士法郎	0.9332	0.88
人民币中间价指数	6.3659	0.03
美元/人民币	6.3604	(0.06)
美元/人民币-交割远期	6.4447	0.16
美元/中国境外即期汇率	6.3654	0.23
美元/港币	7.8372	0.10
人民币/港币	1.2322	(0.26)
中国境外即期汇率/港币	1.2312	(0.13)
美元/韩元	1,219.3	0.61
美元/新台币	28.84	0.22
美元/新加坡元	1.3611	0.51
美元/印度卢比	75.96	0.07

权益披露

分析员保证

分析员，林樵基(香港证监会中央编号:AGH217)作为本研究报告全部撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员(们)负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。光银国际资本有限公司不负责文中信息的更新。光银国际资本有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者(不包括投资银行)决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与光银国际资本有限公司的整体收入(包括投行和销售部)有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。光银国际资本有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2022 年光银国际资本有限公司

该材料的任何部分未经光银国际资本有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发；

办公地址：香港，干诺道中1号，友邦金融中心22楼，光银国际资本有限公司

电话：(852) 2916 9600