

## 有惊但无险

### 摘要

对于人民币汇率在 2022 年四季度的走势判断，我们认为是有惊、但无险。有惊（依旧面临不少贬值压力），主要源于：根据目前的形势来看，国内经济短期无法支撑汇率企稳，重点还是要看美元指数何时拐头，才能够减轻人民币的贬值压力，同时伴随经济逐步复苏向好，人民币中长期才有升值机会。而通过我们对美元指数在四季度的走势判断，除非在三季度支撑美元指数强势的三大支柱发生转变（12 月或是个重要的时间观察窗口），不然美元指数难言见顶，有阶段性冲高至 120 的风险，但上行动能预计有所减弱。无险是考虑到政策层面，从目前的政策导向来看，若人民币受到国内外压力不放松，仍处于贬值态势（非理性“单边市”），预计央行将维持当下的维稳态度，甚至会再度加码。

**风险提示：**海外通胀超预期发展、国内疫情反复、中美关系、地缘冲突加剧、美联储加息节奏超预期、中美经济走向与预期不符、欧、日、英央行重磅联手反扑

Bigger mind, Bigger fortune  
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1290 号

周骥

[zhouji@nawaa.com](mailto:zhouji@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0017101

王映

[wangying@nawaa.com](mailto:wangying@nawaa.com)

投资咨询资格证号

Z0016367

 **南华期货**  
NANHUA FUTURES

股票代码  
603093

**企业外汇风险管理  
信息系统+咨询服务**

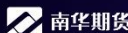
■ 专业版 ■ 外汇通

基于企业财务数据，融合外汇市场行情  
为您提供个性化外汇风险管理方案

销售策略 财务分析 风险管理 定制功能 外汇研判 估值定价

您的企业需要一个  
风险管理+外汇分析团队

客服热线  
400 8888 910

 **南华期货**  
NANHUA FUTURES

股票代码  
603093

**边际背离下的  
市场博弈**

南华期货2022年四季度策略展望

2022.10.11-10.14

 南华期货订阅号

 南华期货视频号

 南华期货APP

## 目录

|        |                                                         |    |
|--------|---------------------------------------------------------|----|
| 第 1 章  | 2022 年四季度人民币汇率走势判断 .....                                | 5  |
| 1.1.   | 主要观点 .....                                              | 5  |
| 1.2.   | 风险提示 .....                                              | 5  |
| 第 2 章  | 2022 年三季度人民币走势剖析：美元强势+国内经济修复不及预期，人民币破<br>7.2 释放压力 ..... | 6  |
| 第 3 章  | 美元指数：难言见顶，但动能有所放缓 .....                                 | 14 |
| 3.1.   | 三季度走势回顾：三支柱支撑美元指数强势表现 .....                             | 14 |
| 3.2.   | 四季度走势展望：难言见顶，但斜率放缓 .....                                | 16 |
| 3.2.1. | 运行周期：介于超级大牛市和传统强势周期之间 .....                             | 16 |
| 3.2.2. | 三大支柱：支持仍在，转折关键时点或在年底 .....                              | 19 |
| 第 4 章  | 国内宏观：砥砺前行，人民币暂无所倚 .....                                 | 29 |
| 4.1.   | 宏观大趋势：对内经济不景气，对外政策收紧碾压 .....                            | 29 |
| 4.1.1. | 经济差：或继续反弹，但幅度有限 .....                                   | 29 |
| 4.1.2. | 政策面：美联储加息来势汹汹，人民币继续承压 .....                             | 31 |
| 4.2.   | 我国出口及结售汇：存量结汇，为人民币转向提供生机 .....                          | 32 |
| 4.2.1. | 出口：对于汇率的作用处于“摆烂”状态 .....                                | 32 |
| 4.2.2. | 结售汇：人民币贬值带动结汇，短期影响力被制约 .....                            | 36 |
| 4.3.   | 中美关系：毫毛斧柯，潜在风险点 .....                                   | 38 |
| 第 5 章  | 外汇政策：逆周期调节显著，政策限制人民币走弱 .....                            | 39 |
|        | 免责声明 .....                                              | 43 |

## 图目录

|                                                                       |    |
|-----------------------------------------------------------------------|----|
| 图 1.2.1: 2022 年三季度人民币汇率走弱趋势明显（截至 9 月 28 日）                            | 6  |
| 图 1.2.2: 人民币汇率在 8 月中旬跌破自 2015 年以来的年度贬值波动边界后，年度贬值幅度持续创出新高（截至 9 月 28 日） | 7  |
| 图 1.2.3: 2022 年以来，人民币汇率经历了两轮急贬行情（截至 9 月 28 日）                         | 7  |
| 图 1.2.4: 各期限 CNY 风险逆转系数显示当前市场对人民币的贬值情绪略低于 4 月中旬至 5 月中旬                | 8  |
| 图 1.2.5: 自今年 8 月中旬以来，USDCNY 即期汇率与美元指数、USDCNH 即期汇率与美元指数呈高度相关性          | 9  |
| 图 1.2.6: 在央行接连降息的背景下，在岸外汇掉期曲线变化（%）整体可控                                | 9  |
| 图 1.2.7: 美指在 2022 年三季度整体呈上行态势，并在 8 月中旬重启强势动能（截至 9 月 28 日）             | 11 |
| 图 3.1.1: 2022 年三季度，美元指数整体呈上行态势                                        | 14 |
| 图 3.1.2: 美元相对于一揽子非美发达经济体货币皆呈现强势                                       | 14 |
| 图 3.1.3: 从制造业及服务业 PMI 来看，美国经济恢复趋势优于欧、日、英                              | 15 |
| 图 3.1.4: 在全球经济政策不确定性提升、全球经济增长放缓压力加大等背景下，美元因其避险属性获得一定支撑                | 16 |
| 图 3.2.1: 1979 年至今，美元指数共有 4 轮上升期突破 105，其中有三轮突破 114                     | 17 |
| 图 3.2.2: 1980 年以来美元指数的走势，美元的上行时间不断增加，但上行的高点逐步降低                       | 18 |
| 图 3.2.3: 美国经济增长相对较有韧性（十亿美元）                                           | 18 |
| 图 3.2.4: 海外投资者逐步增持美国国债（十亿美元）                                          | 18 |
| 图 3.2.5: 8 月美国 CPI 同比以及核心 CPI 同比双双超预期                                 | 19 |
| 图 3.2.6: 美国 5 年、15 年以及 30 年期固定抵押贷款利率均呈现大幅攀升状态                         | 20 |
| 图 3.2.7: CPI 住房租金增速（%）或在今年年底出现减缓迹象                                    | 21 |
| 图 3.2.8: 美国 9 月全国房屋建筑商协会/富国银行住房市场信心指数连续下跌                             | 21 |
| 图 3.2.9: SEP 经济预测（%）                                                  | 22 |
| 图 3.2.10: 9 月点阵图                                                      | 22 |
| 图 3.2.11: 意德 10 年期利差不断走高（%）                                           | 23 |
| 图 3.2.12: 欧元区及日本贸易逆差逐步走阔                                              | 24 |
| 图 3.2.13: 美国 2022 年二季度 GDP 环比增长为负值，主因是私人投资以及政府开支环比减少                  | 25 |
| 图 3.2.14: 近期，美国个人储蓄率（%）有所下降，个人可支配收入（%）呈窄幅震荡                           |    |

|                                                          |    |
|----------------------------------------------------------|----|
| .....                                                    | 25 |
| 图 3.2.15: 私营机构对主要经济体实际 GDP 预测 (季度, 同比, %)                | 26 |
| 图 3.2.16: 根据 Bloomberg 的调查, 目前 80% 的经济学家认为未来一年内欧洲经济会进入衰退 | 26 |
| 图 3.2.17: 在全球经济政策不确定较高的环境下, 美元指数一般表现强势                   | 27 |
| 图 3.2.18: OECD 下调 2023 年全球经济增速 (%)                       | 28 |
| 图 3.2.19: 各官方机构预测 2022 年及 2023 年全球经济面临较大下行风险             | 28 |
| 图 4.1.1: 我国三季度贸易及投资数据低于市场预期 (%)                          | 29 |
| 图 4.1.2: 三季度中美利差持续倒挂, 且绝对值扩大 (%)                         | 32 |
| 图 4.1.3: 利差倒挂扩大主要源于美国国债收益率上涨 (%)                         | 32 |
| 图 4.2.1: 我国对占比前五国家和地区的出口同比处于回落状态 (%)                     | 33 |
| 图 4.3.1: 汇改后, 四次调整外汇存款准备金率汇率变化                           | 40 |
| 图 4.3.2: 从历史数据来看, 外汇掉期的大幅攀升往往伴随汇率拐点的出现                   | 41 |
| 图 4.3.3: 央行频繁使用逆周期因子调节中间价走势                              | 42 |

## 表目录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 表 1.2.1: 2022 年人民币汇率两轮贬值行情对比总结   | 10 |
| 表 1.2.2: 8 月中旬以来美联储官员们发言整体偏鹰     | 11 |
| 表 4.2.1: 除政策激进收紧的货币, 拉美货币大幅贬值    | 35 |
| 表 4.3.1: 下调外汇存款准备金率, 汇率贬值趋势得到遏制  | 39 |
| 表 4.3.2: 远期售汇风险准备金率上调后, 汇率贬值幅度减小 | 40 |
| 表 4.3.3: 8 月外汇掉期交易明显大幅攀升         | 41 |

## 第1章 2022 年四季度人民币汇率走势判断

### 1.1. 主要观点

我们认为人民币汇率在 2022 年四季度依旧面临不少压力，但也无需过分悲观，基准情形下运行区间为 6.70-7.40。得出此观点的主要判断依据为：根据目前的形势来看，国内经济短期无法支撑汇率企稳，所以重点还是要看美元指数何时拐头，减轻人民币的贬值压力，同时伴随经济逐步复苏向好，人民币中长期才有升值机会。美元指数在相对收益率、经济相对表现较好以及市场风险偏好偏弱三大支柱支撑下表现强势，展望美元指数在四季度的走势，除非上述三大支柱发生转变（12 月或是个重要的时间观察窗口），美元指数难言见顶，有阶段性冲高至 120 的风险，但上行动能将有所减弱。从目前的政策导向来看，若人民币受到国内外压力不放松，仍处于贬值态势（非理性“单边市”），预计央行将维持当下的维稳态度，甚至会再度加码。目前抑制单边贬值信号明显，结合外汇存款准备金下调、远期售汇风险准备金上调、逆周期因子调升中间价及外汇掉期管理外币流动性，我们认为从政策面看人民币后续贬值空间正在逐步收窄，最晚于 2023 年一季度走出当前弱势区间。

悲观情形下，若美元指数超预期突破历史前高，不排除人民币汇率出现超出预期的贬值行情。乐观情形下，若我国经济超预期修复，人民币汇率或更早迎来春天。

### 1.2. 风险提示

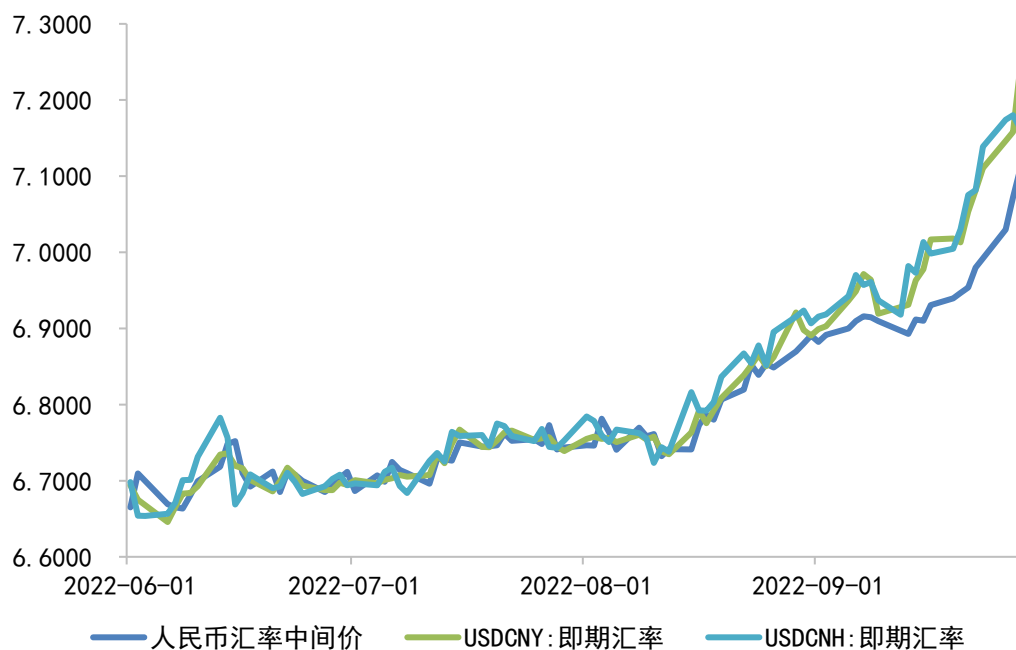
海外通胀超预期发展、国内疫情反复、中美关系、地缘冲突加剧、美联储加息节奏超预期、中美经济走向与预期不符、欧、日、英央行重磅联手反扑

## 第2章 2022 年三季度人民币走势剖析：美元强势+国内经济修复不及预期，人民币破 7.2 释放压力

主要观点：2022 年三季度，人民币相对于美元表现弱势。尤其是 8 月中旬以来，在美元指数走强以及我国经济修复不及预期的背景下，人民币贬破 7.2 关口、跌破自 2015 年以来的年度贬值波动边界。

2022 年三季度，人民币相对于美元整体偏弱，与 6 月初自 8 月中旬的温和贬值阶段相比，8 月中旬以来的一波贬值行情可谓来势汹涌。经计算，人民币汇率在 8 月中旬跌破自 2015 年以来的年度贬值波动边界后，年度贬值幅度持续创出新高（见图 1.2.2）。截至 9 月 28 日，在岸人民币即期汇率和离岸人民币即期汇率分别贬破 7.25 和 7.26，较五月底分别贬值 8.83%、7.26%。

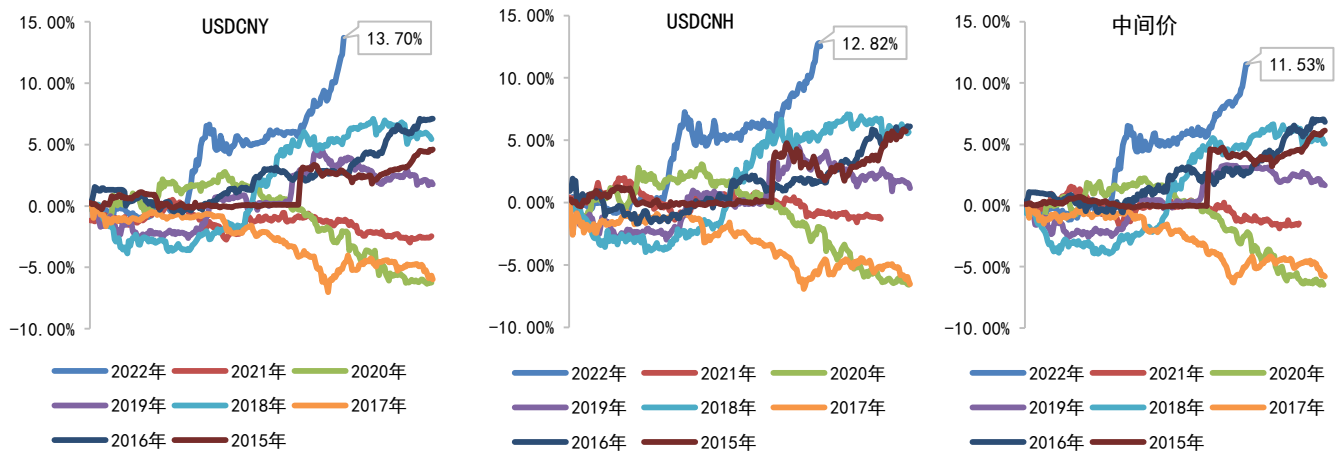
图 1.2.1：2022 年三季度人民币汇率走弱趋势明显<sup>1</sup>（截至 9 月 28 日）



数据来源：Wind 南华研究

<sup>1</sup> USDCNH：即期汇率取值为美国时间 17:00 的数据；USDCNY：即期汇率为北京时间 16:30 的日盘收盘价。

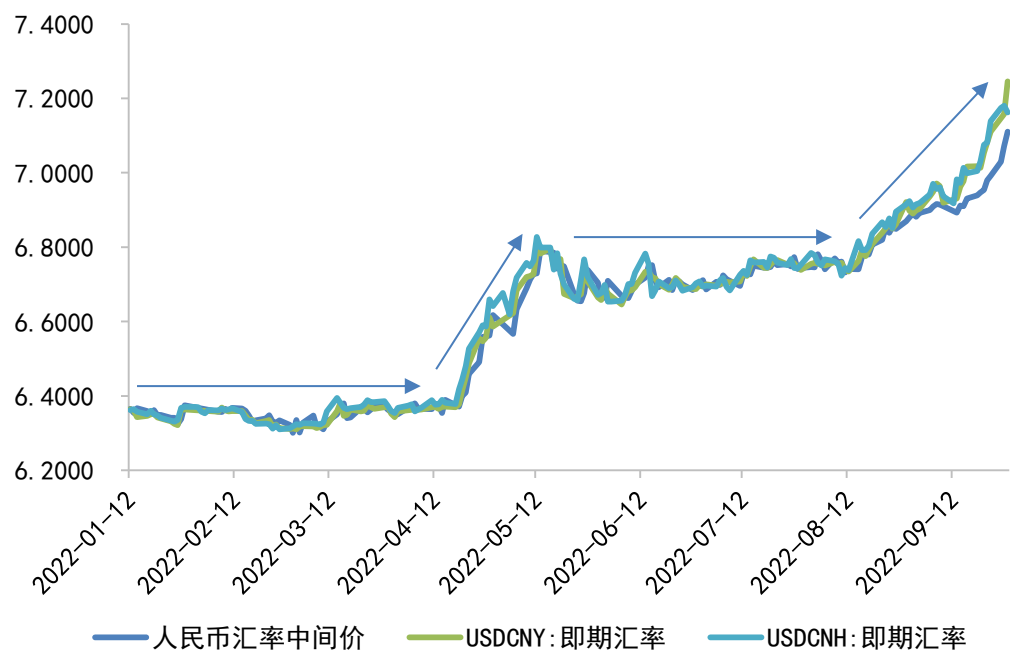
图 1.2.2：人民币汇率在 8 月中旬跌破自 2015 年以来的年度贬值波动边界后，年度贬值幅度持续创出新高（截至 9 月 28 日）



数据来源：Wind 南华研究

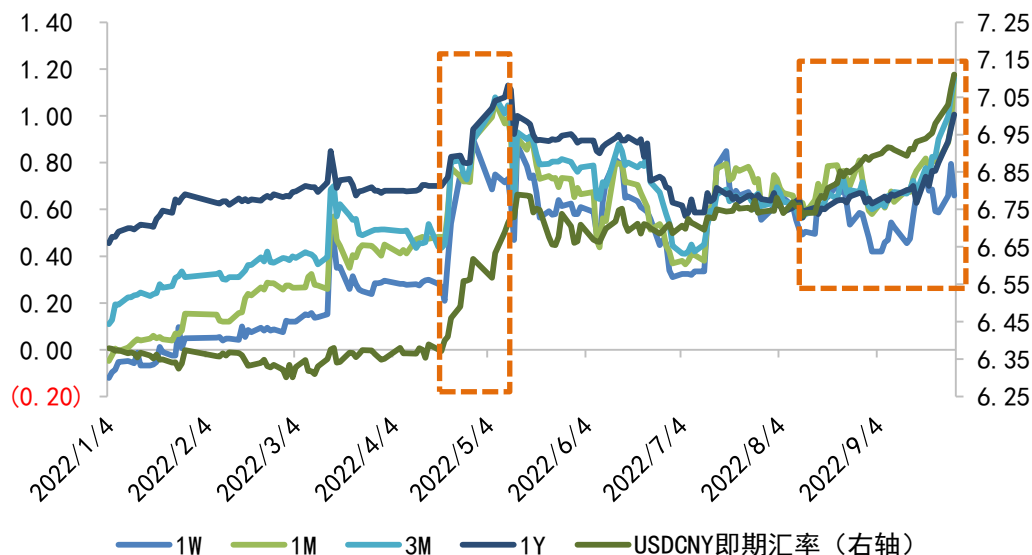
拉长周期来看，今年以来人民币汇率经历了两段急贬行情，一个是 4 月中旬至 5 月中旬，另一个是目前我们正在经历的 8 月中旬以来的这一轮。对比两轮贬值行情，从贬值幅度、节奏以及期权市场隐含的人民币贬值情绪来看，8 月人民币面对的贬值压力皆弱于 4 月的。

图 1.2.3：2022 年以来，人民币汇率经历了两轮急贬行情（截至 9 月 28 日）



数据来源：Wind 南华研究

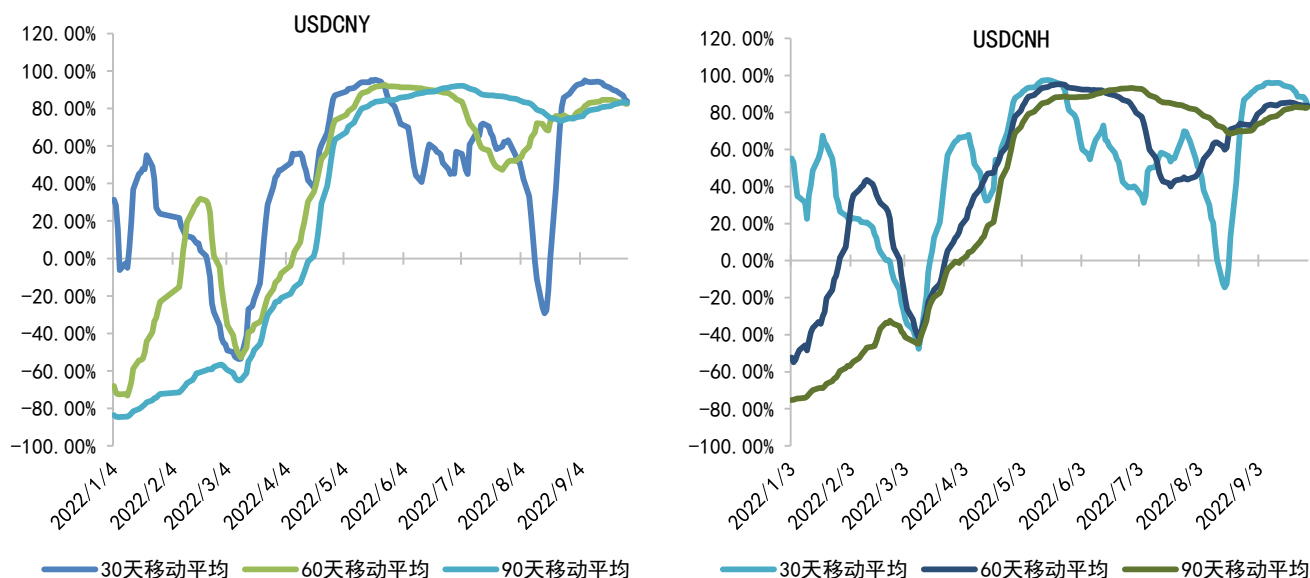
图 1.2.4：各期限 CNY 风险逆转系数显示当前市场对人民币的贬值情绪略低于 4 月中旬至 5 月中旬



数据来源：Wind 南华研究

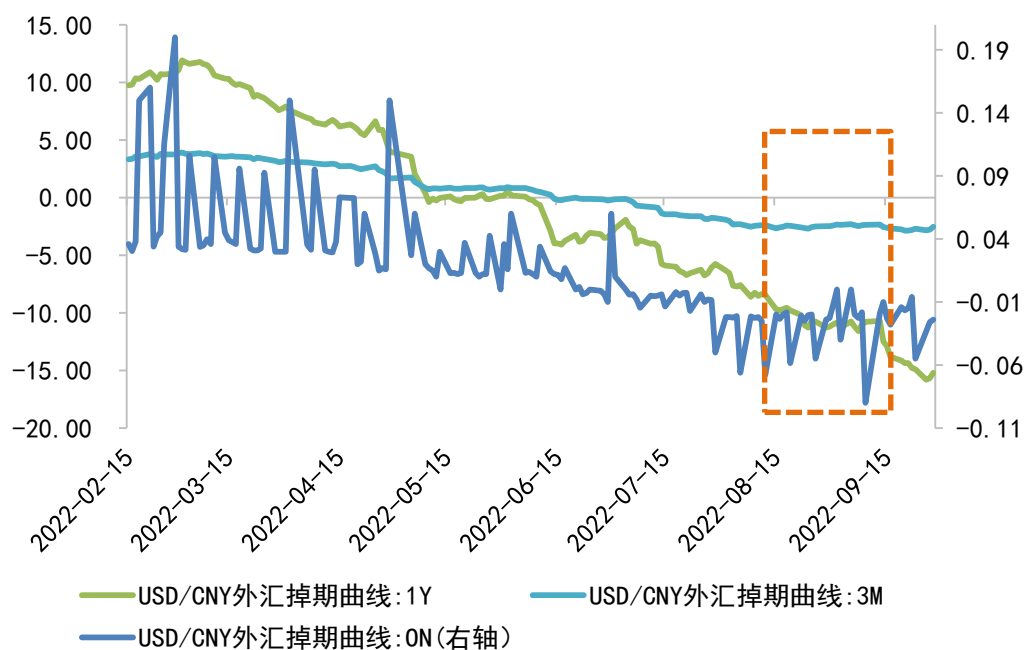
与 4 月这一轮主因为国内疫情导致的基本面走弱不同，我们认为 8 月中旬以来的这轮人民币贬值更多是外因作用——美元指数的走强是根本原因。一、据观察，当美元指数上升时，人民币兑美元汇率基本呈立刻响应的状态，且贬值幅度和美元指数上涨的幅度十分接近（图 1.2.5、表 1.2.1）；二、央行在 8 月 15 日及 8 月 22 日接连降息后，我们观察到的是以隔夜、3 个月及 1 年期限为例的美元兑在岸人民币掉期呈现为整体可控的波动（图 1.2.6），虽然 1 年期的波动稍大（在扩大贴水），但远期净购汇的数据与之并不能产生联系，说明降息并没有对境内外汇市场的套息收益产生严重影响，央行降息仅是 8 月中旬以来这一轮人民币汇率贬值的间接原因；三、虽然 8 月公布的我国多个经济指标指向国内经济修复不及预期，但不及 4 月时所面临的经济下行压力。对于影响四季度人民币汇率走势的主要因素，我们预计在出口前景弱化的背景下，美元指数仍将占主导地位。

图 1.2.5：自今年 8 月中旬以来，USDCNY 即期汇率与美元指数、USDCNH 即期汇率与美元指数呈高度相关性



数据来源：Wind 南华研究

图 1.2.6：在央行接连降息的背景下，在岸外汇掉期曲线变化（%）整体可控



数据来源：iFinD 南华研究

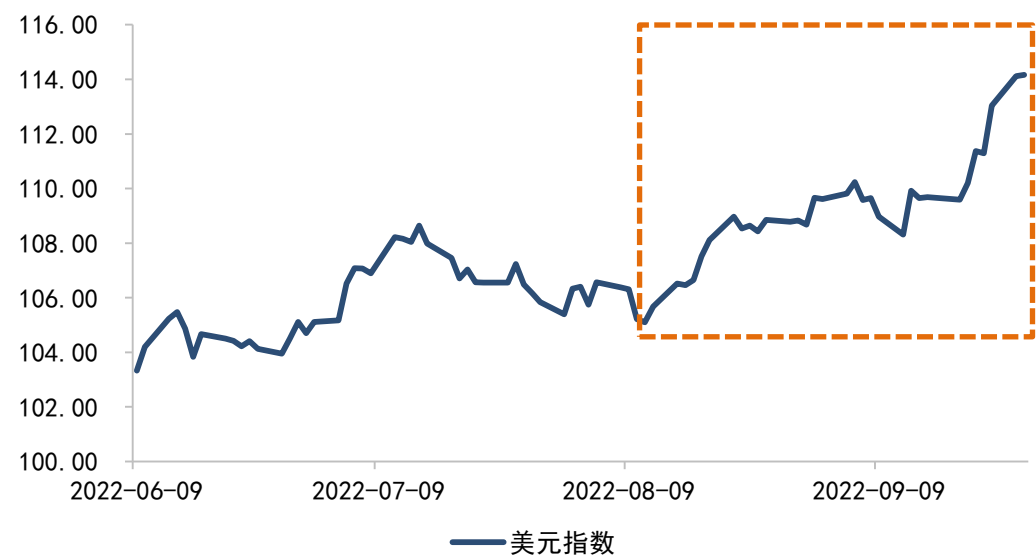
表 1.2.1：2022 年人民币汇率两轮贬值行情对比总结

|         | 4 月                                                                                                               | 8 月（截至 9 月 28 日）                                                                                                                                        |
|---------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 贬值时长及幅度 | 约 22 个交易日<br>人民币中间价：6.42%<br>在岸人民币即期汇率：5.92%<br>离岸人民币即期汇率：5.66%                                                   | 约 35 个交易日<br>人民币中间价：3.76%<br>在岸人民币即期汇率：5.76%<br>离岸人民币即期汇率：4.49%                                                                                         |
| 美元指数表现  | 升值 2.49%                                                                                                          | 升值 3.85%                                                                                                                                                |
| 贬值压力来源  | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 疫情爆发，中国经济下行压力较大；</li> <li>■ 美元指数表现强势；</li> <li>■ 出口边际回落，结汇率下降</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 美元指数表现强势；</li> <li>■ 国内经济修复不及预期（8 月经济数据欠佳）；</li> <li>■ 出口前景弱化；</li> <li>■ 央行超预期调降 MLF 和 LPR 利率（非直接）</li> </ul> |

资料来源：Wind 南华研究

美元指数之所以自 8 月中旬以来重拾上行动能，并且一度突破 114 关口，目前在 113 附近运行，主因为市场对“美联储将激进加息+欧元区将经济衰退”的双预期升温所致。具体而言，从美国内部情况来看，受鲍威尔在杰克逊霍尔会议上关于重点利率的表述、强调持续紧缩的决心以及大量美联储官员密集鹰派言论的影响，关于美联储提前转鸽的希望被浇灭。而美国 8 月 CPI 同比及核心 CPI 同比均超预期，尤其是核心 CPI 让市场见识了美国通胀的顽固，进一步延续和抬升了市场对美联储将会采取激进货币紧缩的预期。从外部情况来看，能源紧缺、通胀压力使得欧洲的经济前景堪忧，8 月下旬欧洲能源危机再起且愈演愈烈，欧元区通胀数据显示欧元区的滞胀压力有所加剧，而美国对能源的依赖性远低于欧日等大多数发达经济体，经济也是表现得相对亮眼，所以更有底气加息。在此对比下，欧元承压，美元获得一定支撑。

图 1.2.7：美指在 2022 年三季度整体呈上行态势，并在 8 月中旬重启强势动能（截至 9 月 28 日）



数据来源：iFind 南华研究

表 1.2.2：8 月中旬以来美联储官员们发言整体偏鹰

| 日期   | 官员                          | 发言                                                                                                           |
|------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 9.28 | 美联储埃文斯                      | 美联储埃文斯表示，目前美国通胀太高了，通胀持续下去对于货币政策而言是一大担忧。美联储 <b>继续加息存在明确的支持</b> ，美联储本应该更早开始加息。世界各国央行都处于利率上升的环境中。               |
| 9.26 | 美联储梅斯特                      | 需要进一步加息， <b>需要在一段时间内采取限制性立场</b> 。美联储致力于使用其工具将通货膨胀率降至 2% 的目标。                                                 |
| 9.11 | 美联储理事克里斯·沃勒                 | 对美国经济的衰退风险表示担忧， <b>支持美联储再次大幅加息</b> 。预计加息将至少持续到“明年初”，因为美国央行正在努力使通货膨胀率接近 2% 的目标。并指出，美联储的“政策路径”将取决于即将公布的宏观经济数据。 |
| 9.9  | 圣路易斯联储主席布拉德（2022 年 FOMC 票委） | 强烈倾向于在 9 月会议上加息 75 个基点，并认为华尔街低估了美联储明年将利率维持在高位决心。                                                             |
| 9.9  | 沃勒（FOMC2022 票委）             | 支持美联储 9 月“再次大幅”加息，加息至少到明年年初。                                                                                 |
| 9.8  | 美联储主席鲍威尔                    | 重申抗通胀不能过早放松政策，要坚持下去直至成功；表示美联储旨在将通胀预期锚定在 2%。通过美联储的政策举措，将能够令经济增长低于趋势水                                          |

|       |                             |                                                                                                                                                                                                                    |
|-------|-----------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|       |                             | 准，并使劳动力市场恢复更好的平衡。美联储认为需要直截了当地对通胀采取行动，美联储需要现在就采取行动以避免通胀的社会成本。过往经验警告不要过早放松政策。                                                                                                                                        |
| 9. 7  | 美联储副主席布雷纳德                  | 美联储将不得不将利率提高到限制性水平，同时警告称，未来风险将变得更加双向。只要能降低通胀，我们就会一直这样做（通胀不降，加息不止）。                                                                                                                                                 |
| 9. 6  | 梅斯特                         | 预计明年初联邦基金利率将略高于 4%；美联储需要加息来对抗高通胀；现在说通胀已经见顶还为时过早；明年通胀可能降至 5%至 6%之间。                                                                                                                                                 |
| 8. 31 | 克利夫兰联储主席梅斯特（2022 年 FOMC 票委） | 预期联邦基金利率到明年年初能站上 4%，且至少在 2023 年不会出现降息。                                                                                                                                                                             |
| 8. 30 | 纽约联储主席约翰威廉姆斯                | 重申坚定的鹰派基调。他表示美联储需要在明年继续加息，并保持高利率水平，需要让利率长期维持在略高于 3.5%的水平。                                                                                                                                                          |
| 8. 27 | 梅斯特（克利夫兰联储主席）               | 美联储将继续加息，直至看到证据表明通胀回落。这样的美国通胀太高，现在判断通胀见顶可能操之过急。<br>希望看到通胀处于“可持续的下行趋势”。<br>经济增速将暂时性地低于趋势水平。<br>失业率可能会从当前程度反弹，劳动力市场可能意味着美国经济将软着陆。                                                                                    |
| 8. 26 | 梅斯特                         | 我们仍然处于实际利率为负的时期，需要推高实际利率。<br>可能 FOMC 得加息至 4%以上，并维持那样的利率水平至 2023 年                                                                                                                                                  |
| 8. 26 | 美国亚特兰大联储主席 Bostic           | 数据将决定下一次加息的规模。如果数据强劲，我倾向于 9 月加息 75 个基点。如果数据像今天的个人消费价格指数一样疲软，我倾向于加息 50 个基点。<br>通胀过高，将采取必要措施降低通胀。对政策坚定、坚决、有把握。最重要的是控制通货膨胀，这是首要任务。<br>我对劳动力市场有部分疲软感到满意。希望看到政策进入边际限制性区域，比我们现在的利率水平高 100-125 个基点。美联储应该在“很长一段时间”保持较高的利率。 |
| 8. 25 | 美国亚特兰大联储主席 Bostic           | 更强劲的数据可能促使美联储加息 75 个基点。在加息 50 个基点和 75 个基点之间存在分歧。                                                                                                                                                                   |
| 8. 19 | 美国里士满联储主席巴尔金                | 美联储需要加息至（对美国经济具有）限制性的程度。对中性利率存在“大范围的”预期。美联储在                                                                                                                                                                       |

|      |             |                                                                             |
|------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------|
|      |             | 9 月份 FOMC 货币政策会议之前“还有一大把的时间”。就算美联储抗通胀会造成经济衰退，也必须抑制高通胀问题。我一直都支持 FOMC 前瞻性地加息。 |
| 8.18 | 美国旧金山联储主席戴利 | 在 9 月的会议上加息 50 或 75 个基点是合理的。                                                |

资料来源：Wind 网络资料收集 南华研究

## 第3章 美元指数：难言见顶，但动能有所放缓

主要观点：回顾三季度美元指数走势，其在相对收益率、经济相对表现较好以及市场风险偏好偏弱三大支柱的有利因素支撑下表现强势。展望美元指数在四季度的走势，除非上述三大支柱发生转变（12 月或是个重要的时间观察窗口），美元指数难言见顶，有阶段性冲高至 120 的风险，但上行动能将有所减弱。

### 3.1. 三季度走势回顾：三支柱支撑美元指数强势表现

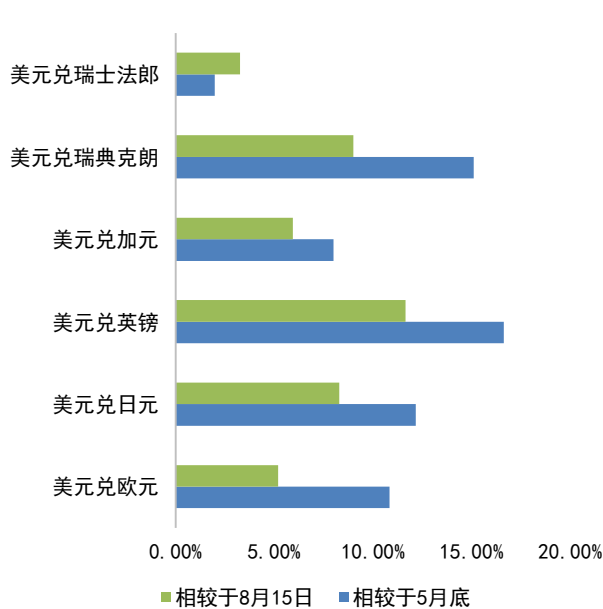
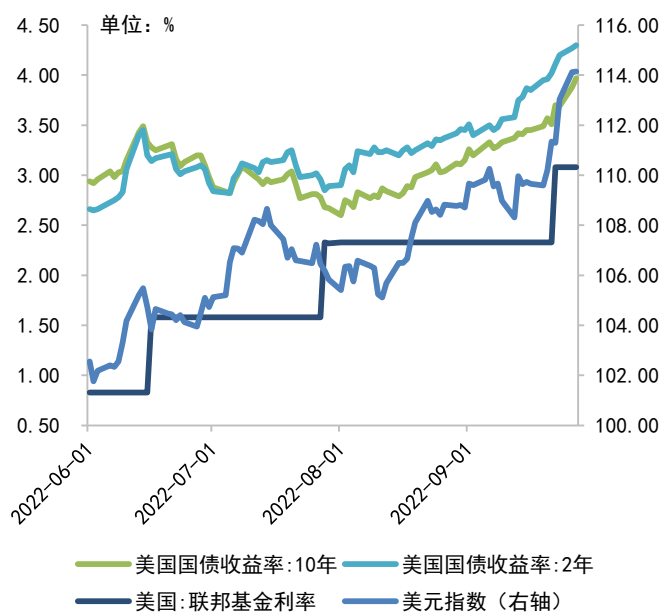
截至 9 月 27 日，美元指数从 5 月底的 101.77 上行至 114.16，上行幅度达 12.18%，在此期间看到的是美元相对于全球大多数货币升值。美元指数能够在三季度表现如此强势，有三大支柱在给予支撑力量：

#### 1. 支柱一：相对收益率

在美国经济加速恢复、劳动力市场趋紧以及高通胀的背景下，美联储开启激进的紧缩政策来遏制通胀，并对市场进行阶段性的预期引导。与此同时，欧洲方面的加息幅度和力度皆不及美国，而日本保持宽松的货币政策，利差成为资金流动的推手，从而推动美元指数上行。

图 3.1.1：2022 年三季度，美元指数整体呈上行态势

图 3.1.2：美元相对于一揽子非美发达经济体货币皆呈现强势

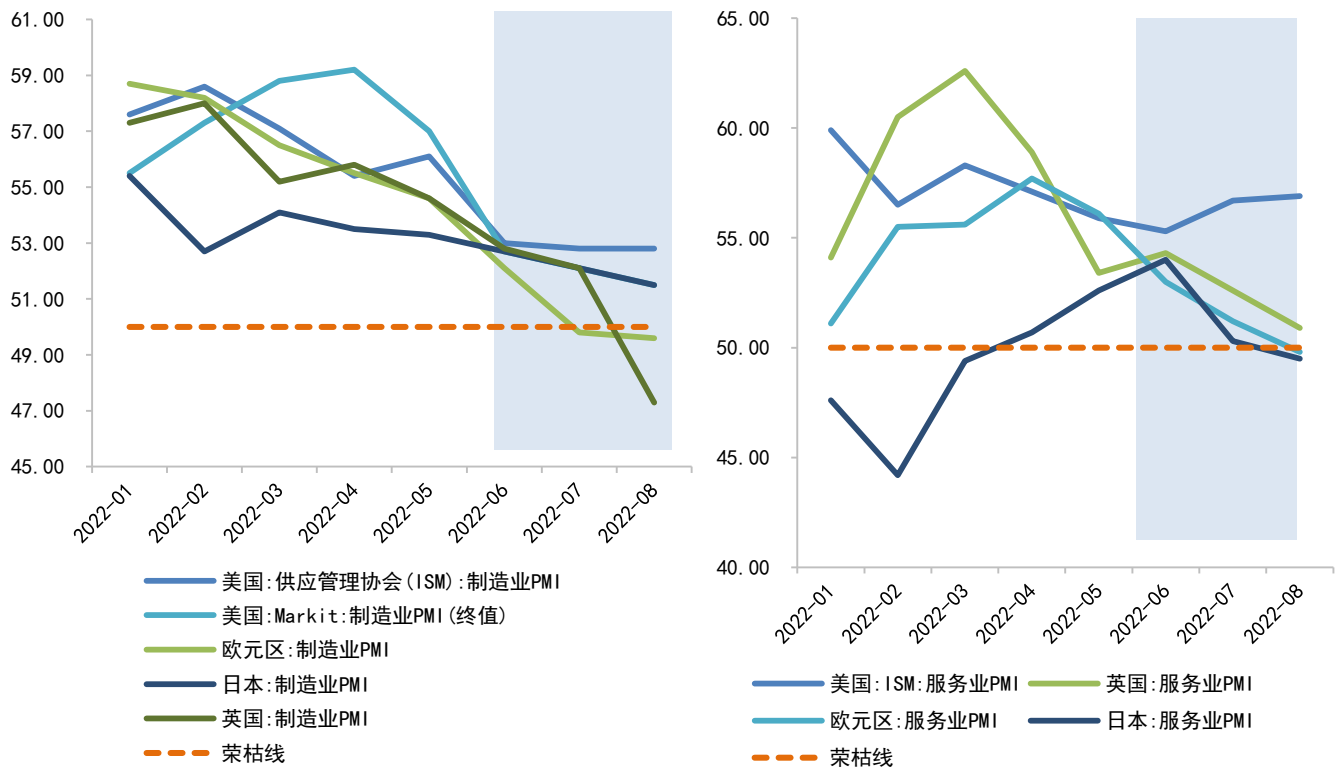


数据来源：Wind 南华研究

## 2. 支柱二：经济相对表现

在能源危机的推动下，欧洲、日本及英国的经济受到冲击，而美国对能源的依赖性远低于欧日等大多数发达经济体。因此，在能源危机中，美国经济整体表现较欧、日、英相对更具有韧性。

图 3.1.3：从制造业及服务业 PMI 来看，美国经济恢复趋势优于欧、日、英

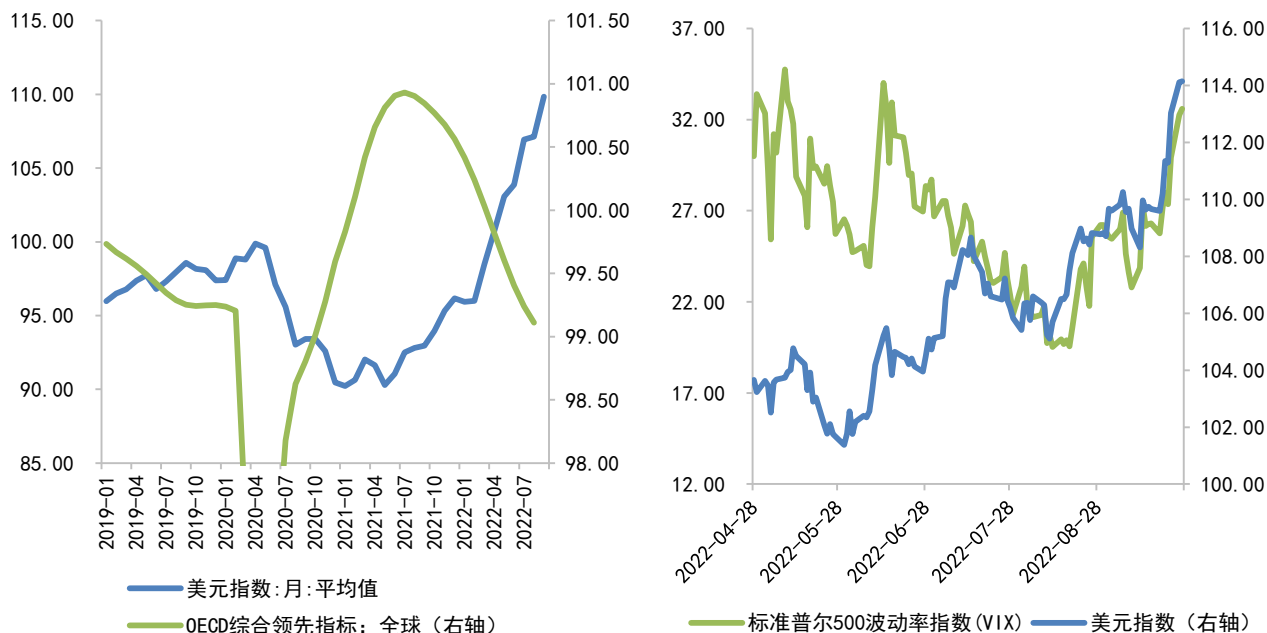


数据来源：iFinD 南华研究

## 3. 支柱三：风险偏好

在全球经济政策不确定性提升、地缘政治冲突不断以及全球经济增长放缓压力加大的背景下，市场风险偏好在三季度的大多数时间里偏弱，美元因其避险特性获得一定的支撑。

图 3.1.4：在全球经济政策不确定性提升、全球经济增长放缓压力加大等背景下，美元因其避险属性获得一定支撑



数据来源：iFinD 南华研究

## 3.2. 四季度走势展望：难言见顶，但斜率放缓

### 3.2.1. 运行周期：介于超级大牛市和传统强势周期之间

从周期的角度来看，本轮美元周期更多的应该是介于超级大牛市和传统强势周期之间，目前仍处于上行周期，但更多接近于触顶阶段。1979 年至今，美元指数共有 4 轮<sup>2</sup> 上升期突破 105，有三轮突破 114（也是当前第四轮的阶段性高点），其中第一轮和第三轮为美元超级大牛周期。在这两轮美元超级大牛周期中，我们观察到了美国经济的强劲表现，所以可以认为自身硬是超级大牛市的必要条件。除此之外，避险需求也在一定程度上助推了美元的强势。在第一轮中，有一个特殊现象就是前期大部分国家均经历了危机，但是美国经过自身政策调整，领先于其他国家从危机中走了出来，令美元走出趋势性行情。

<sup>2</sup> 1971 年至 1978 年虽然美元多次突破 105，但当时在美国国际收支恶化情况下，美元整体震荡走低，因此不属于我们讨论的美元强势周期范围，故不予纳入。

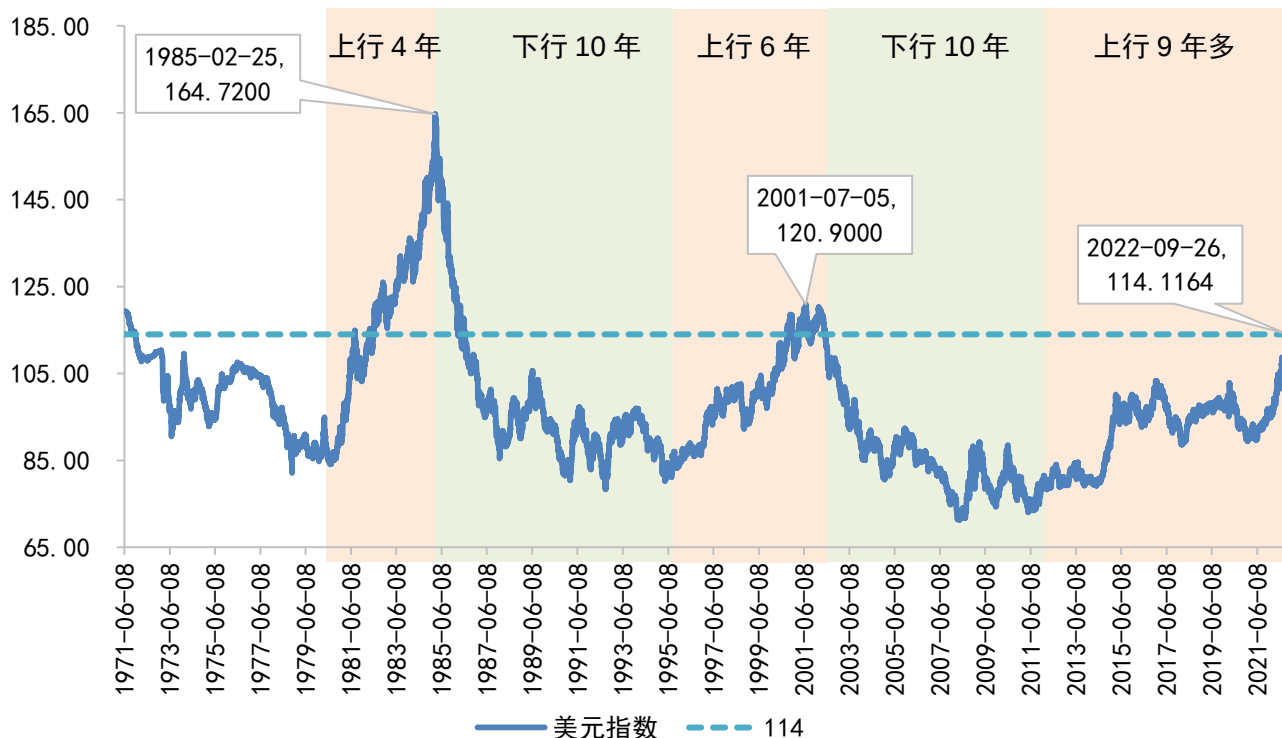
图 3.2.1：1979 年至今，美元指数共有 4 轮上升期突破 105，其中有三轮突破 114



数据来源：Wind 南华研究

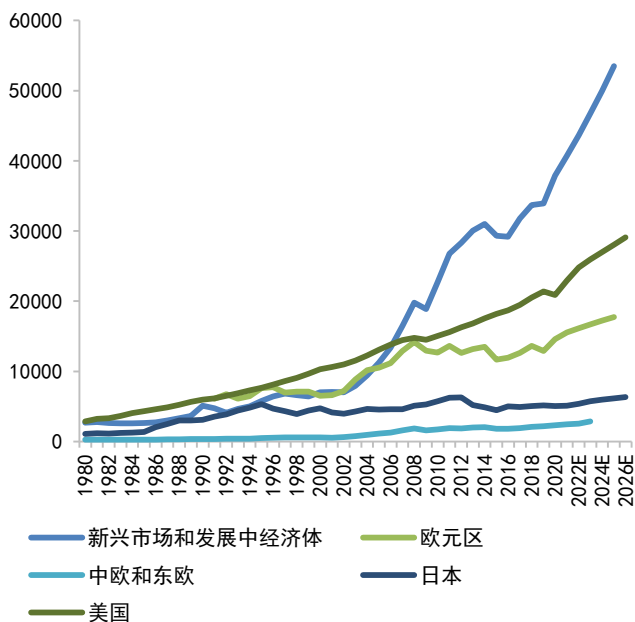
通过观察 1980 年以来美元指数的走势，美元的上行时长不断增加，但上行的高点逐步降低，这与美元的经济相对韧性不断增强以及全球各国对美元的储备不断增多有关。在了解美元指数历史运行情况后，我们再来看现阶段美元指数所处的情景。从当前的 GDP 增速来看，美国经济没有达到超级牛市所要求的经济表现特别优异的条件。但欧元区的经济表现确实更弱，同时，我们也可以看到，英国经济的疲软以及日本经济表现得即不强也不弱也在对美元的走高推波助澜。此外，本轮美元周期产生前我们也经历了一场危机，美国也是一定程度上率先走出来的经济体。美元指数自去年 5 月底以来，呈现为单边上涨行情，且无论从幅度还是持续性来看都与历史上的极限水平较为接近了。因此，我们认为此轮美元强势周期变成超级大牛市的可能性不会太大，更多的应该是介于超级大牛市和传统强势周期之间。综上，四季度美元指数的运行环境处于强势周期。

图 3.2.2：1980 年以来美元指数的走势，美元的上行时间不断增加，但上行的高点逐步降低



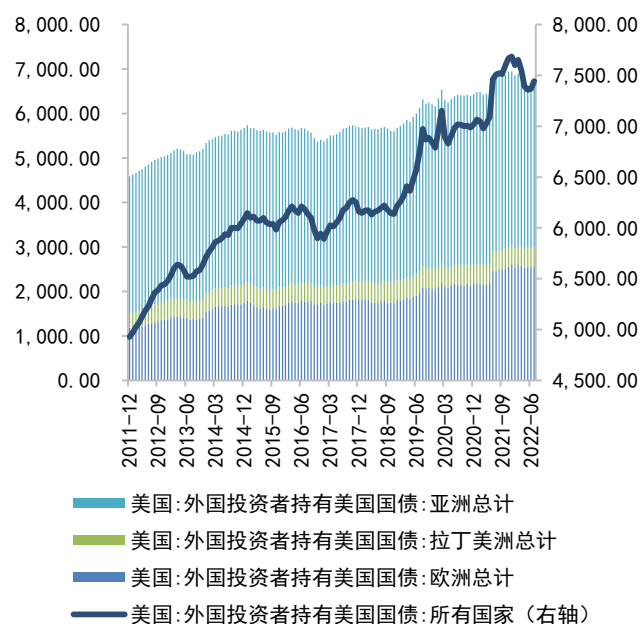
数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.3：美国经济增长相对较有韧性（十亿美元）



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.4：海外投资者逐步增持美国国债（十亿美元）



数据来源：Wind 南华研究

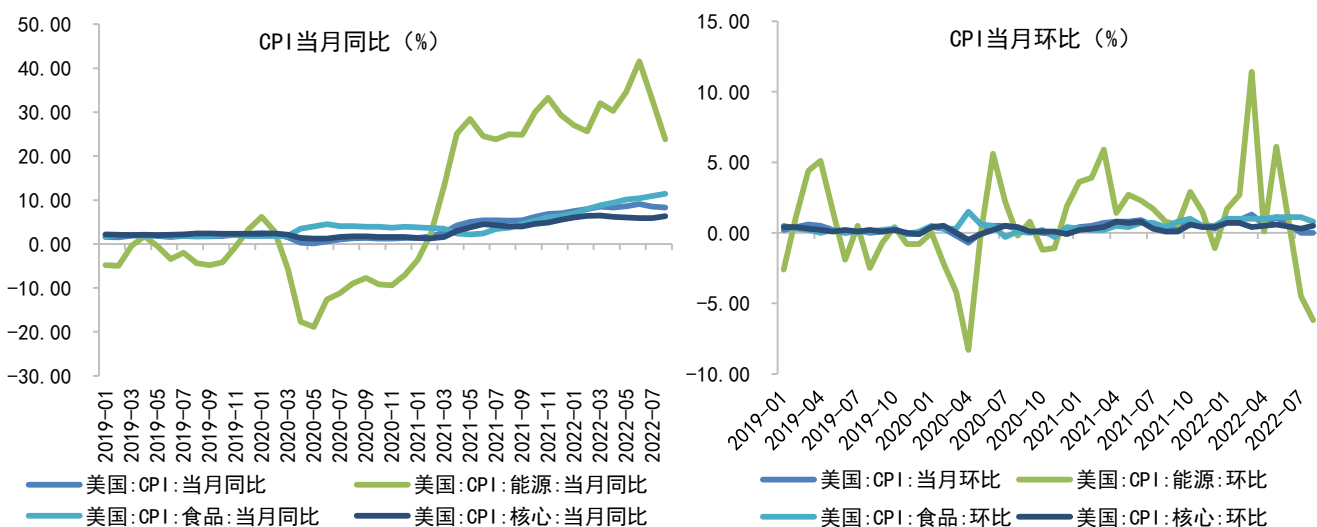
### 3.2.2. 三大支柱：支持仍在，转折关键时点或在年底

在 3.1 章节我们总结了三季度以来支撑美元指数走强的三大支柱。我们认为，除非上述三大支柱发生转变，不然美元指数的强势在今年四季度不会发生趋势性的改变。若发生改变，大概率转折关键时点在年底。接下来我们会逐一对三大支柱在四季度的表现以及对美元指数的影响进行分析与判断。

#### 1. 相对收益率：有一定支撑，转折关键时点或在 12 月

从相对收益率的角度来看，我们预计，美联储相较于欧、日、英的货币政策先发性至少可以持续到今年年底，期间或因欧央行较为鹰派的表现，使得欧元获得支撑，但整体来说，从货币政策差的角度来看，依旧会为四季度的美元指数赢得一定的力量。但若市场对美联储强劲加息的预期趋于稳定，或出现回落，届时美元指数的支撑将会减少，关键时点为 12 月。市场对于美联储加息预期主要取决于两个方面，一是美联储对政策走向的抉择与态度；二是美国的通胀情况。其中，美联储对政策走向的抉择取决于美国通胀情况。目前来看，美联储对抗通胀的决心非常坚定，已做好准备“牺牲”经济换取通胀快速下行，即“通胀不止，加息不停”。因此，当下的关键点在于通胀走向。8 月美国 CPI 以及核心 CPI 同比双双超预期，CPI 同比录得 8.3%，高于预期的 8.1%，而核心通胀则录得 6.3%，高于预期的 6.1%。尽管 8 月 CPI 同比超预期，但结合前几个月的走势来看，8 月 CPI 同比已是连续第二个月回落，再次证实 6 月的 9.1% 是高峰，通胀的走向其实是朝着回落的方向在演变的。主要问题在于核心 CPI 比预想的顽固，也就是说当前通胀的主推手不再是能源，而是服务。具体来看，一是，美国房价增速仍在高位，租金通胀推动服务通胀上行；二是，美国劳动力市场偏紧，“工资-通胀螺旋”压力依旧较大。

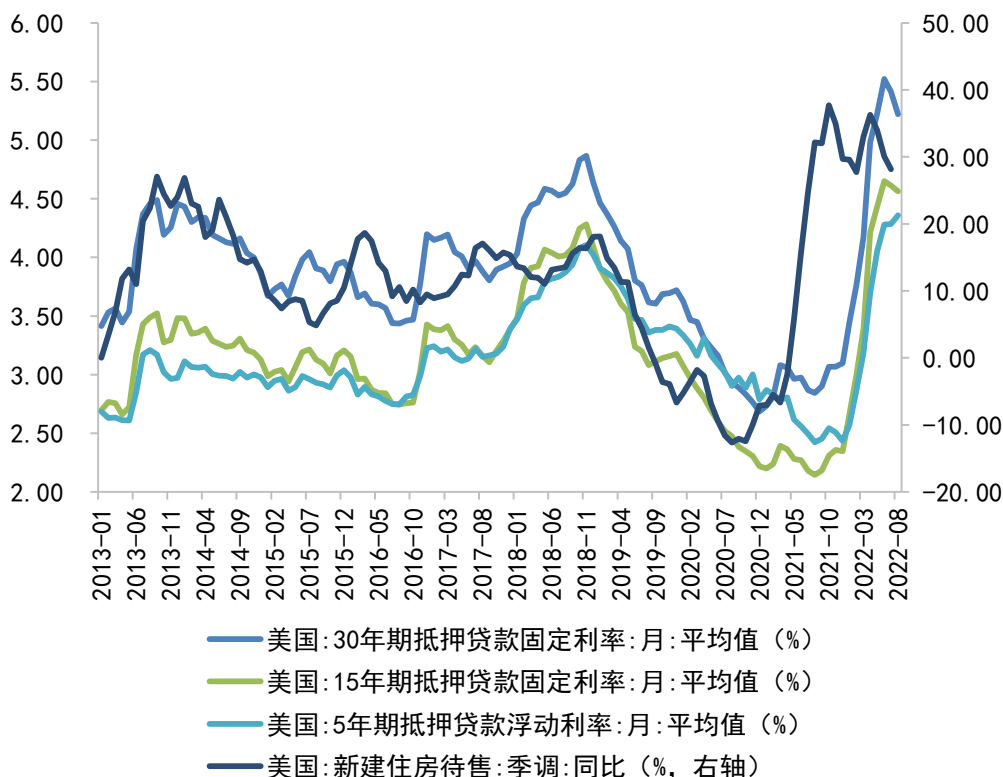
图 3.2.5：8 月美国 CPI 同比以及核心 CPI 同比双双超预期



数据来源：iFinD 南华研究

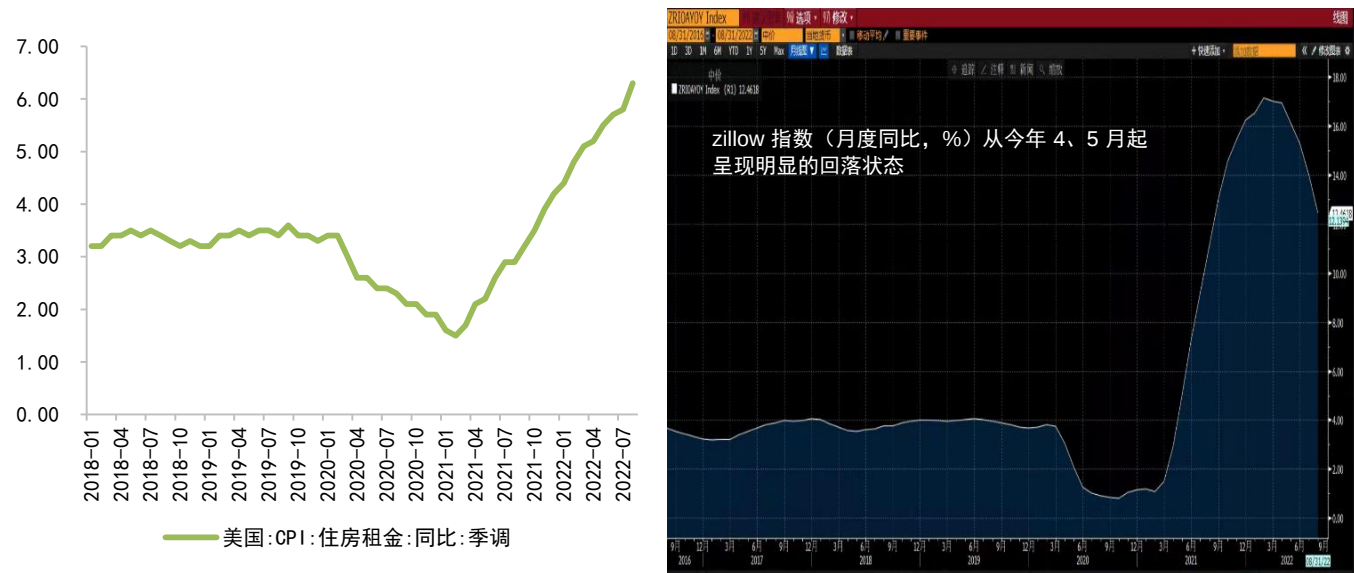
随着美联储不断加速收紧货币政策，美国 5 年、15 年以及 30 年期固定抵押贷款利率均呈现大幅攀升状态。从美国新房销售增速来看，高企的贷款利率已在一定程度上抑制了消费者对购房的需求，房价的下行会带动房租价格回落。Zillow 近期发布的一份报告显示，8 月份新挂牌房屋数量较上年同期下降了近 23%，zillow 指数从今年 4、5 月起处于回落状态（领先 CPI 住房租金 6 个月左右）。综上，CPI 住房租金增速或在今年年底出现减缓的迹象。美国劳动力市场方面，预计就业压力最快在明年一季度左右增加，届时工资-通胀螺旋的压力逐步减弱。

图 3.2.6：美国 5 年、15 年以及 30 年期固定抵押贷款利率均呈现大幅攀升状态



数据来源：Wind 南华研究

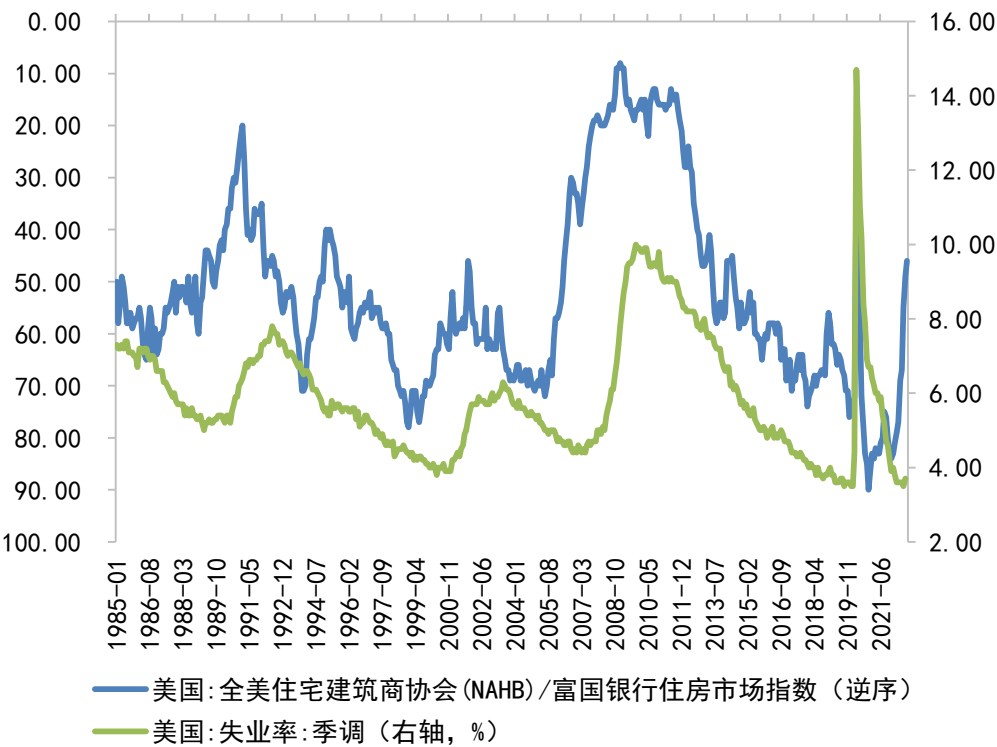
图 3.2.7: CPI 住房租金增速(%) 或在今年年底出现减缓迹象



数据来源: Wind 南华研究

数据来源: Bloomberg 南华研究

图 3.2.8: 美国 9 月全国房屋建筑商协会/富国银行住房市场信心指数连续下跌



数据来源: Wind 南华研究

9 月 FOMC 会议的声明与 7 月 FOMC 会议几乎如出一辙，仅对于支出和生产的描述从 7 月的“有所减弱”变为“略有增长”，其余描述几乎只字未改。但是此次会议超市场

预期的主要在于：1）从经济预测来看，9 月相比于 6 月季度会议预测，下调了经济增速预测，将 2022、2023 年的经济增速从之前的 1.7% 下调至 0.2%、1.2%，长期潜在增速依旧在 1.8%，即美联储已经接受了经济即将衰退的事实，但仍将抗通胀作为主要任务；除此之外，调高失业率，将 2022、2023 年失业率从之前的 3.7%、3.9% 上调至 3.8%、4.4%，即默认了允许失业率升至 4.0% 以上，这也是经济衰退进入到第二阶段的必然特征，也是美联储政策转向或者变速的条件；对于通胀，则上调了今明两年的 PCE 和核心 PCE，进一步向 2% 目标上靠；2）从点阵图来看，之前对于限制性利率水平的讨论最激进也只是略高于 4%，但是从 9 月 FOMC 会议的点阵图来看，市场还是低估了美联储加息的力度，点阵图中 9 人预测今年政策利率的峰值在 4.25-4.5% 水平，8 人预测在 4-4.25% 水平，前者对应今年剩余两次加息为 75→50bps 的路径，后者对应为 50→50bps 的路径。预测明年峰值在 4.25-4.5%、4.5-4.75%、4.75-5% 的人数各 6 人。因此，12 月的议息会议是否会减缓加息步伐是我们需要重点关注的。除此之外，目前市场上认为美联储鹰派抗通胀与美国总统连任有关，中期大选前拜登大概率会为了抗通胀来保持鹰派抉择以获得民调支持率，一旦中期大选尘埃落地，其或将转鸽。对于这个看法，我们不排除发生的可能，但认为这种情况发生概率较低。因此，从以上角度来看，12 月或是重要的观察窗口。

图 3.2.9：SEP 经济预测（%）

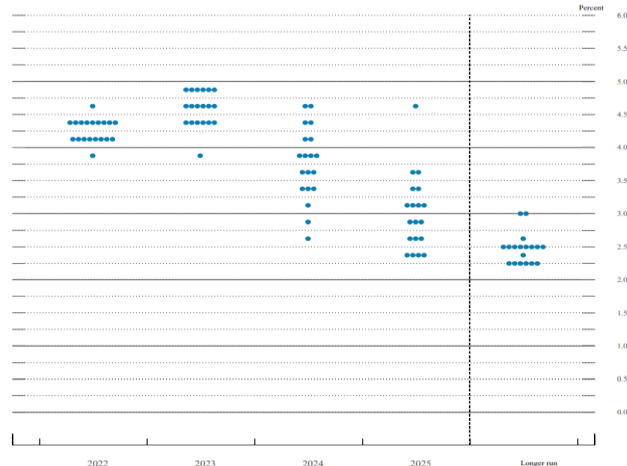
图 3.2.10：9 月点阵图

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, September 2022

| Variable                                     | Median <sup>1</sup> |      |      |      |            | Central Tendency <sup>2</sup> |         |         |         |            | Range <sup>3</sup> |          |         |         |            |
|----------------------------------------------|---------------------|------|------|------|------------|-------------------------------|---------|---------|---------|------------|--------------------|----------|---------|---------|------------|
|                                              | 2022                | 2023 | 2024 | 2025 | Longer run | 2022                          | 2023    | 2024    | 2025    | Longer run | 2022               | 2023     | 2024    | 2025    | Longer run |
| Change in real GDP                           | 0.2                 | 1.2  | 1.7  | 1.8  | 1.8        | 0.1-0.3                       | 0.5-1.5 | 1.4-2.0 | 1.6-2.0 | 1.7-2.0    | 0.0-0.5            | -0.3-1.9 | 1.0-2.6 | 1.4-2.4 | 1.6-2.2    |
| June projection                              | 1.7                 | 1.7  | 1.9  | 1.8  | 1.8        | 1.5-1.9                       | 1.3-2.0 | 1.5-2.0 |         | 1.8-2.0    | 1.0-2.0            | 0.8-2.5  | 1.0-2.2 |         | 1.6-2.2    |
| Unemployment rate                            | 3.8                 | 4.4  | 4.4  | 4.3  | 4.0        | 3.8-3.9                       | 4.1-4.5 | 4.0-4.6 | 4.0-4.5 | 3.8-4.3    | 3.7-4.0            | 3.7-5.0  | 3.7-4.7 | 3.7-4.6 | 3.5-4.5    |
| June projection                              | 3.7                 | 3.9  | 4.1  | 4.0  | 4.0        | 3.6-3.8                       | 3.8-4.1 | 3.9-4.1 |         | 3.5-4.2    | 3.2-4.0            | 3.2-4.5  | 3.2-4.3 |         | 3.5-4.3    |
| PCE inflation                                | 5.4                 | 2.8  | 2.3  | 2.0  | 2.0        | 5.3-5.7                       | 2.6-3.5 | 2.1-2.6 | 2.0-2.2 | 2.0        | 5.0-6.2            | 2.4-4.1  | 2.0-3.0 | 2.0-2.5 | 2.0        |
| June projection                              | 5.2                 | 2.6  | 2.2  | 2.0  | 2.0        | 5.0-5.3                       | 2.4-3.0 | 2.0-2.5 |         | 2.0        | 4.8-6.2            | 2.3-4.0  | 2.0-3.0 |         | 2.0        |
| Core PCE inflation <sup>4</sup>              | 4.5                 | 3.1  | 2.3  | 2.1  |            | 4.4-4.6                       | 3.0-3.4 | 2.2-2.5 | 2.0-2.2 |            | 4.3-4.8            | 2.8-3.5  | 2.0-2.8 | 2.0-2.5 |            |
| June projection                              | 4.3                 | 2.7  | 2.3  |      |            | 4.2-4.5                       | 2.5-3.2 | 2.1-2.5 |         |            | 4.1-5.0            | 2.5-3.5  | 2.0-2.8 |         |            |
| Memorandum Projected appropriate policy path |                     |      |      |      |            |                               |         |         |         |            |                    |          |         |         |            |
| Federal funds rate                           | 4.4                 | 4.6  | 3.9  | 2.9  | 2.5        | 4.1-4.4                       | 4.4-4.9 | 3.4-4.4 | 2.4-3.4 | 2.3-2.5    | 3.9-4.6            | 3.9-4.9  | 2.6-4.6 | 2.4-4.6 | 2.3-3.0    |
| June projection                              | 3.4                 | 3.8  | 3.4  |      | 2.5        | 3.1-3.6                       | 3.6-4.1 | 2.9-3.6 |         | 2.3-2.5    | 3.1-3.9            | 2.9-4.4  | 2.1-4.1 |         | 2.0-3.0    |

资料来源：Fed 南华研究

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate

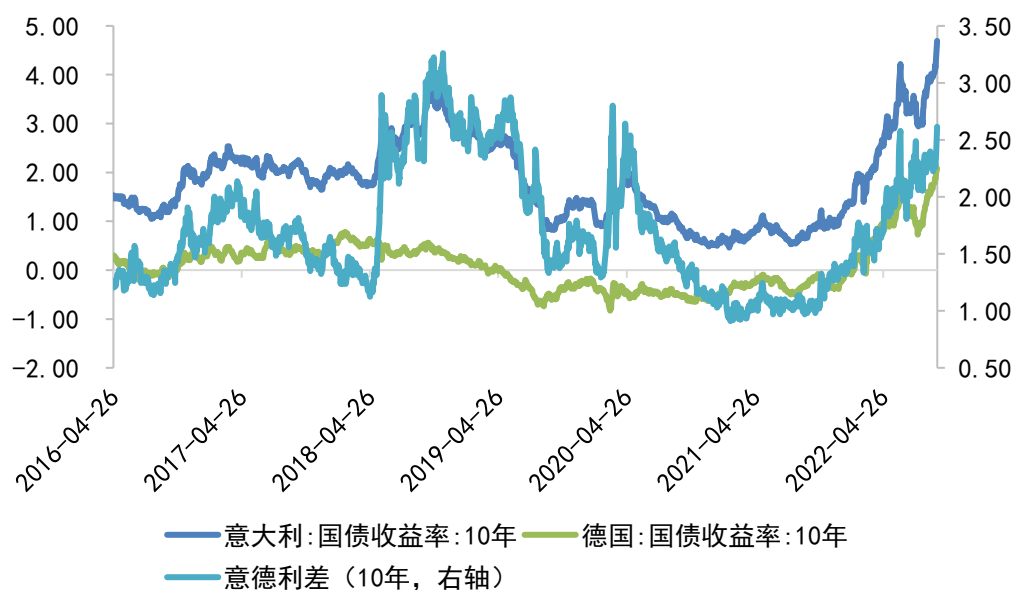


资料来源：Fed 南华研究

欧洲方面，虽然目前欧央行已有紧随美联储加息节奏的势头，但我们预计年内加息空间整体仍将低于美联储，但就算欧央行前置加息大概率也难以抗衡美国（美元）的强势。一是，欧元区面对的情况较美国来说更为复杂，在欧央行紧缩背景下，目前意德 10 年期利差快速走高，加剧了欧洲的主权债务压力，若持续攀升，或引发欧元区内部分歧。我们认为，主权债务风险是欧央行货币政策的底线。欧央行行长拉加德也多次提及，欧央行不会允许欧元区的金融状况出现较为严重的分化，承诺将尽力不让意大利和西班牙

等欧洲边缘国家借贷成本再次被金融市场推高。可见，对欧央行而言，防止爆发主权债务风险是其政策底线。二是，俄乌冲突下，由于欧洲对能源等商品的对外依存度高于美国，短期寻求能源替代难度较大，随着冬季的到来，欧元区贸易逆差或进一步受到冲击，因此欧元区面临更大的衰退风险，从而掣肘欧央行收紧货币政策的抉择。

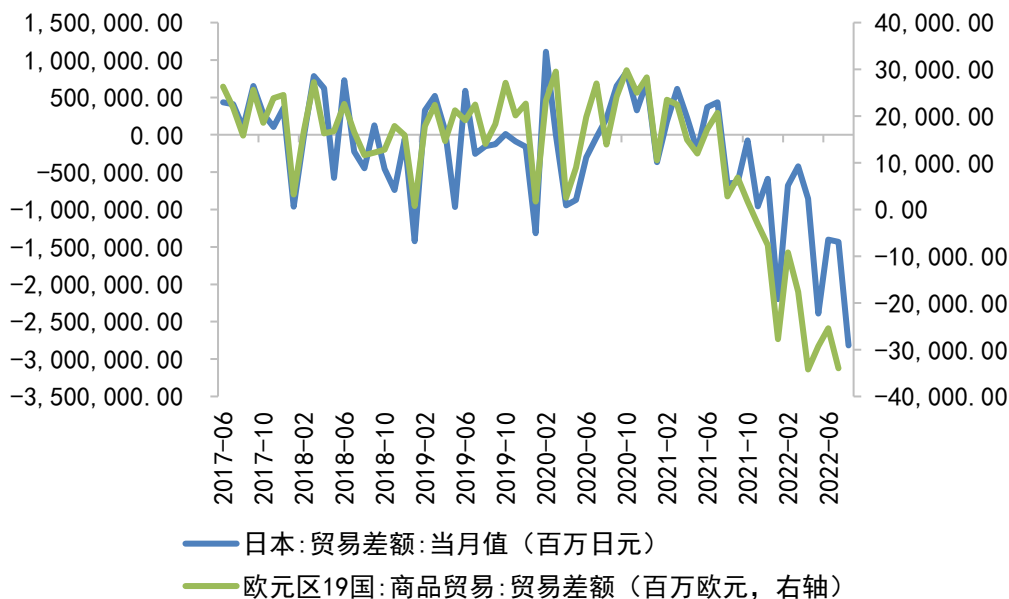
图 3.2.11：意德 10 年期利差不断走高（%）



数据来源：Wind 南华研究

日本方面，由于其实施宽松的货币政策未下沉至底层，在通胀方面的压力相对有限。因此，四季度日本央行收紧政策料“垫底”，暂难追随美欧转向紧缩。英国方面，目前英国央行选择的紧缩政策节奏基本处于吃力跟随美联储状态。虽然，英国在 9 月 28 日宣布临时购买长期英国政府债券，但维持削减 800 亿英镑国债持有量的年度目标不变，因此，该举措对英镑的支撑并不会起到长期作用。而 9 月 23 日推出的财政刺激计划，预计若实际执行，届时会施压于英镑。

图 3.2.12：欧元区及日本贸易逆差逐步走阔

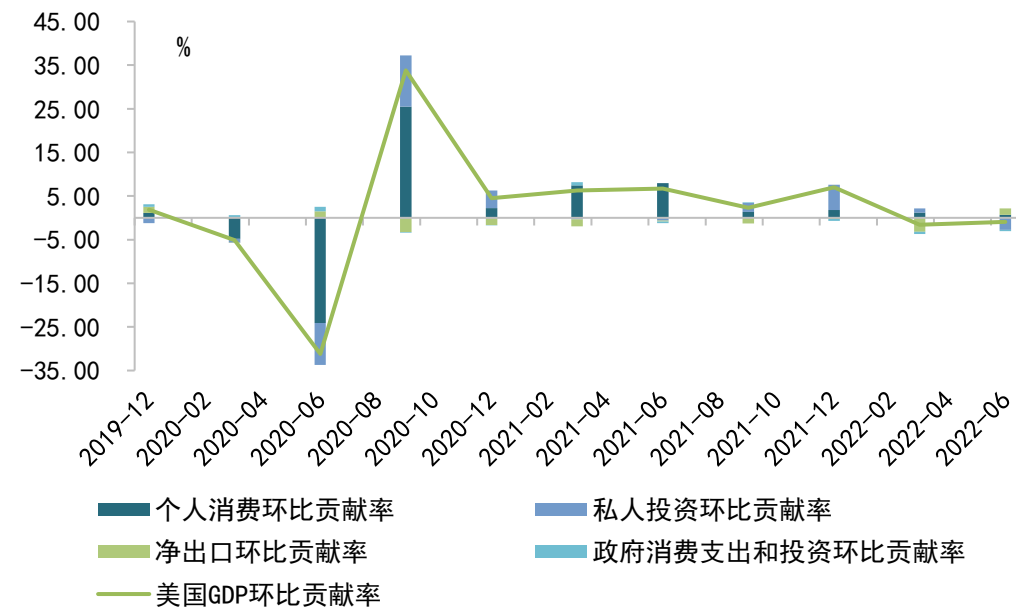


数据来源：Wind 南华研究

## 2. 经济相对表现：起弱托底作用，但有逐步放缓趋势

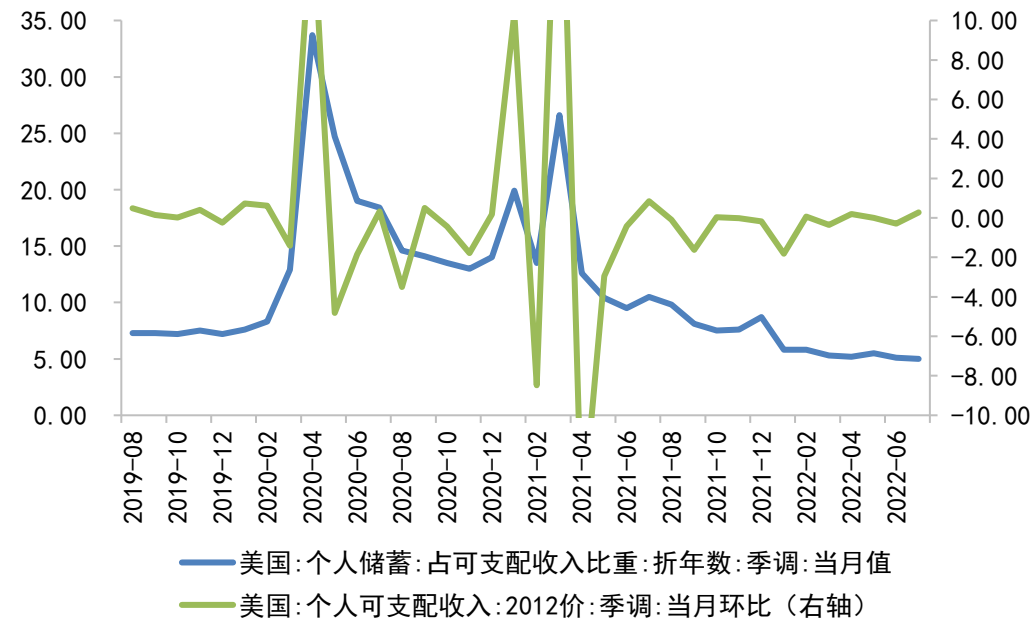
美国方面，目前美国经济的生长动能正在逐步放缓，当下无衰退的担忧但有远虑。美国 GDP 环比折年率指标显示当前美国经济陷入技术性衰退，二季度 GDP 环比增长为负值，主要是私人投资下滑以及内需动能减弱所致。具体来看，作为此次 GDP 负增长的最主要因素，私人投资大幅度的下滑主要是受库存以及住宅投资的影响。我们在 2022 年人民币汇率半年度展望中也有提及，美联储继续在今年下半年收紧货币政策是毋庸置疑的，且不排除为了压制高通胀进行加码，从而抬高了固定抵押贷款利率，打压购房者需求。目前来看，后续由于美联储的持续加息、金融条件的持续收紧，或将持续拖累私人投资的增长。出口方面，无论是商品出口还是服务出口，二季度均呈现增长趋势，这可能与俄乌冲突的爆发，导致欧洲降低了对俄罗斯能源的需求，从而转向于美国有关。目前来看，俄乌冲突依旧不明朗，叠加美欧等国采取“与疫情共存”的模式，预计未来出口仍将为美国经济增长提供较强的支撑。个人消费方面，虽然个人消费继续回暖，但增速较 2022 年一季度有所下滑，整体呈现的是“服务消费回暖、商品消费降温”的格局。我们认为，后续这一格局仍将保持，考虑到当前美国个人储蓄率有所下降，个人可支配收入呈窄幅震荡，美国个人消费对经济的支撑将有所减弱。综上，我们预计美国经济或将继续呈现“在有韧性中下滑”的态势。

图 3.2.13：美国 2022 年二季度 GDP 环比增长为负值，主因是私人投资以及政府开支环比减少



数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.14：近期，美国个人储蓄率（%）有所下降，个人可支配收入（%）呈窄幅震荡

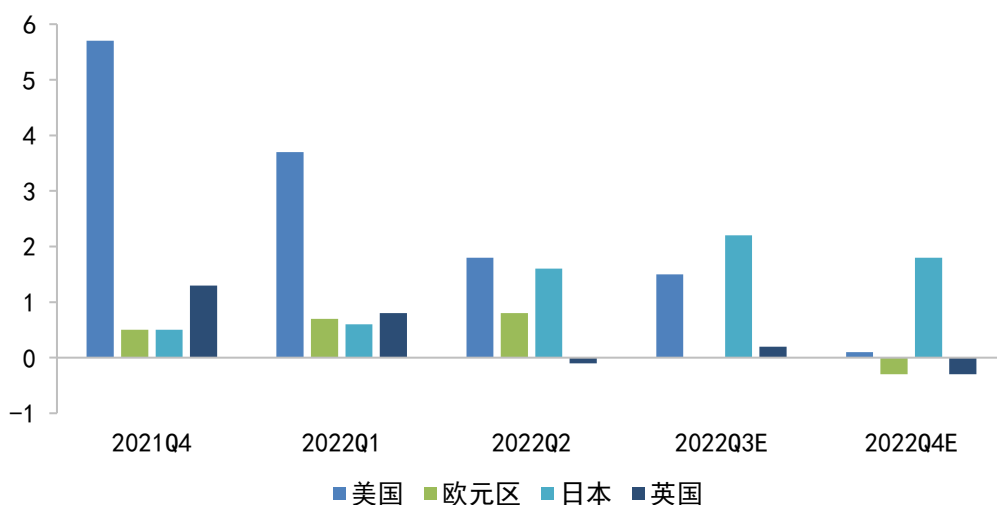


数据来源：Wind 南华研究

欧洲方面目前，地缘政治对欧洲仍是一大不确定性因素，由于俄罗斯出口欧洲国家的金额要远大于美国，因此相较于对美国的影响，对于欧洲的经济、金融市场影响更大。欧元区企业部门利润被上游价格和疲弱需求压制走弱，降低了欧元区企业部门生产意愿。

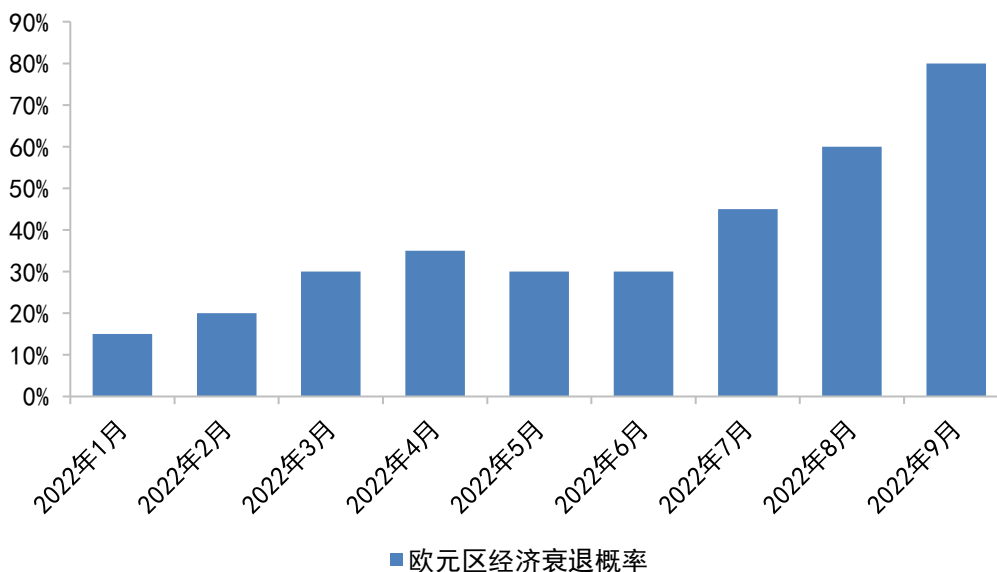
在俄乌局势前景尚不明朗的情况下，预计欧元区企业部门生产意愿进一步走弱的趋势并不会发生非常大的改变。根据私营机构对美国、日本、欧元区以及英国 2022 年三季度和四季度的 GDP 实际增长率预测情况来看，私营机构认为美国经济走下坡的严重程度在这几个国家（地区）中强于欧元区和英国，但弱于日本，其中欧元区的表现将是最弱的。根据 Bloomberg 的调查，目前 80% 的经济学家认为未来一年内欧洲经济会进入衰退。若欧洲在今年年底领先于美国进入经济衰退，那么美元指数则会阶段性获得强有力的支撑。

图 3.2.15：私营机构对主要经济体实际 GDP 预测（季度，同比，%）



数据来源：Bloomberg 南华研究

图 3.2.16：根据 Bloomberg 的调查，目前 80% 的经济学家认为未来一年内欧洲经济会进入衰退

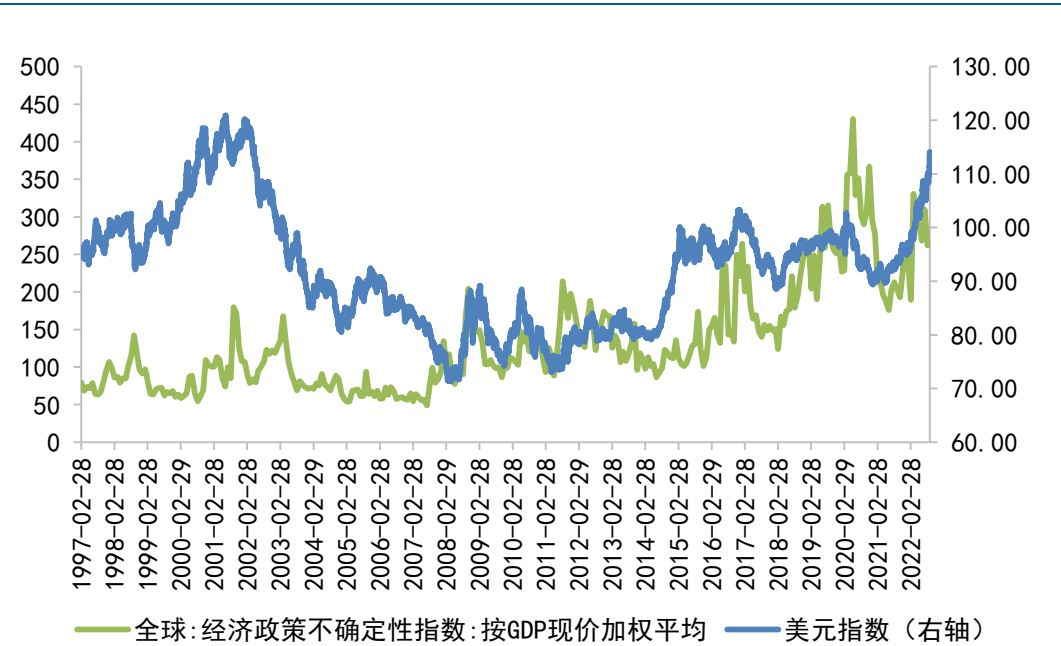


数据来源：Bloomberg 南华研究

### 3. 风险偏好：市场风险偏好可能偏弱占上风，托底美元

根据我们的观察，在全球经济政策不确定较高且全球整体经济偏弱的环境下，美元指数一般表现较好。目前来看，2022 年四季度全球经济政策的不确定性依旧存在，俄乌冲突进展的不确定，欧洲能源危机以何种方式演变，各国将在通胀与经济之间如何博弈等等，以上种种都存在着较大的不确定性。全球经济方面，各官方机构预测 2022 年及 2023 年，全球经济面临较大下行风险。在 9 月 26 日，OECD 进一步下调 2023 年全球经济增速。因此，在此背景下，四季度里预计风险偏好偏弱的情况居多，美元指数获得一定支撑。除非上述不确定事件尘埃落定，不然美元指数在四季度难有较大幅度的回落。

图 3.2.17：在全球经济政策不确定较高的环境下，美元指数一般表现强势



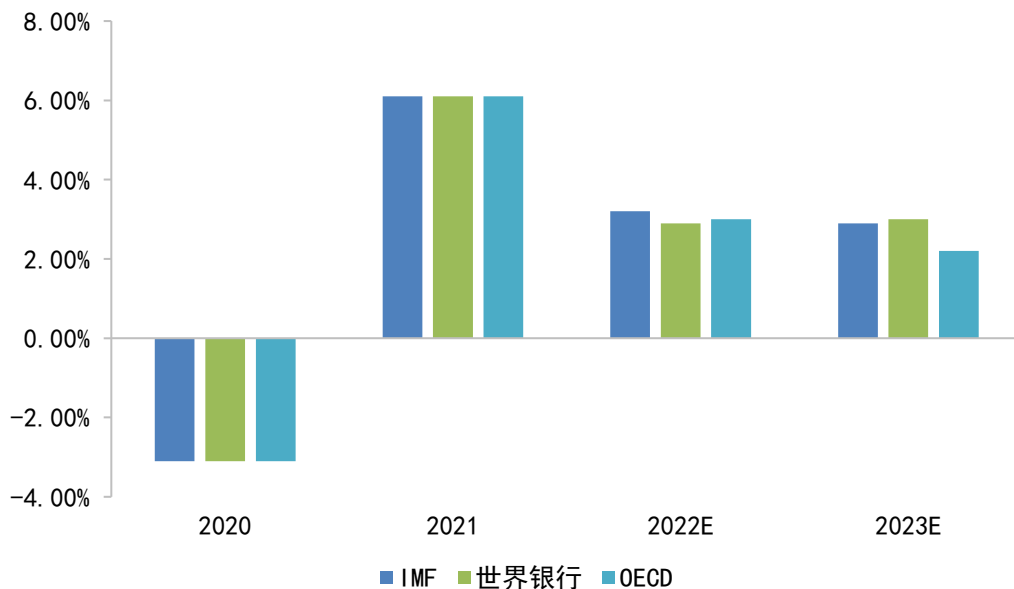
数据来源：Wind 南华研究

图 3.2.18: OECD 下调 2023 年全球经济增速 (%)

| 经合组织经济增速预测 (9月26日公布) |      |      |      |              |      |      |      |
|----------------------|------|------|------|--------------|------|------|------|
|                      | 2021 | 2022 | 2023 |              | 2021 | 2022 | 2023 |
| World                | 5.8  | 3.0  | 2.2  | G20          | 6.2  | 2.8  | 2.2  |
| Australia            | 4.9  | 4.1  | 2.0  | Argentina    | 10.4 | 3.6  | 0.4  |
| Canada               | 4.5  | 3.4  | 1.5  | Brazil       | 4.9  | 2.5  | 0.8  |
| Euro area            | 5.2  | 3.1  | 0.3  | China        | 8.1  | 3.2  | 4.7  |
| Germany              | 2.6  | 1.2  | -0.7 | India        | 8.7  | 6.9  | 5.7  |
| France               | 6.8  | 2.6  | 0.6  | Indonesia    | 3.7  | 5.0  | 4.8  |
| Italy                | 6.6  | 3.4  | 0.4  | Mexico       | 4.8  | 2.1  | 1.5  |
| Spain                | 5.5  | 4.4  | 1.5  | Russia       | 4.7  | -5.5 | -4.5 |
| Japan                | 1.7  | 1.6  | 1.4  | Saudi Arabia | 3.4  | 9.9  | 6.0  |
| Korea                | 4.1  | 2.8  | 2.2  | South Africa | 4.9  | 1.7  | 1.1  |
| United Kingdom       | 7.4  | 3.4  | 0.0  | Türkiye      | 11.0 | 5.4  | 3.0  |
| United States        | 5.7  | 1.5  | 0.5  |              |      |      |      |

资料来源: OECD 南华研究

图 3.2.19: 各官方机构预测 2022 年及 2023 年全球经济面临较大下行风险



数据来源: Bloomberg 南华研究

## 第4章 国内宏观：砥砺前行，人民币暂无所倚

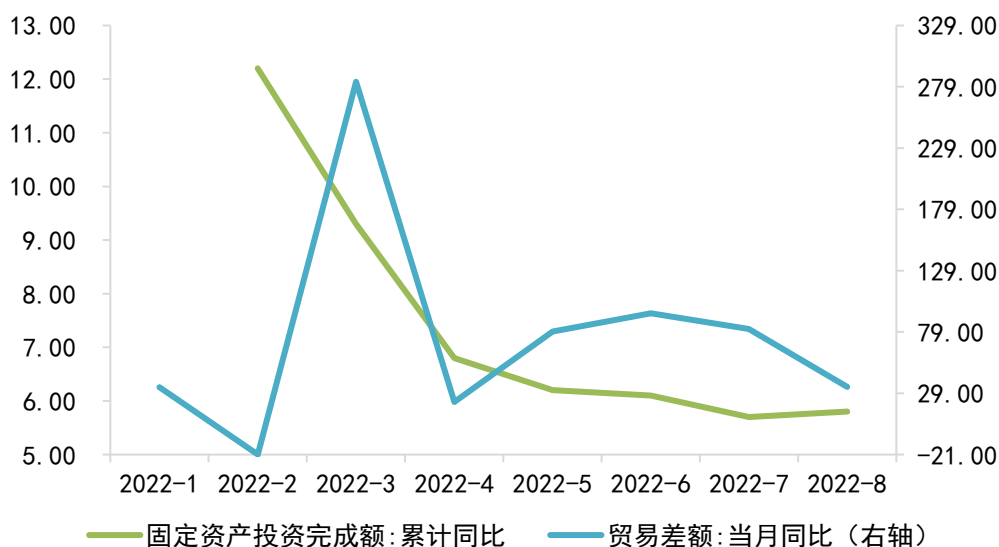
**主要观点：**根据目前的形势来看，国内经济短期无法支撑汇率企稳，所以重点还是要看美元指数何时拐头，减轻人民币的贬值压力，同时伴随经济逐步复苏向好，人民币中长期才有升值机会。我们细分下来，发现投资、消费及对外贸易，均不容乐观，四季度国内经济基本面较难有效影响汇率。

### 4.1. 宏观大趋势：对内经济不景气，对外政策收紧碾压

#### 4.1.1. 经济差：或继续反弹，但幅度有限

在三季度之初，市场对于国内经济稳步复苏抱有较高期待，人民币当时也一定程度受此支撑呈现维稳趋势，甚至阶段性面临与美元指数强势相反的升值压力，不过央行进行逆周期调节消化了这一部分压力。最终各项经济数据公布之后，明显不及预期，这也使得人民币最后一根维稳“稻草”被压垮。根据目前的形势来看，国内经济短期无法支撑汇率企稳，所以重点还是要看美元指数何时拐头，减轻人民币的贬值压力，同时伴随经济逐步复苏向好，人民币中长期才有升值机会。我们具体结合消费和投资以及对外贸易看一下四季度国内经济基本面的可能性。

图 4.1.1：我国三季度贸易及投资数据低于市场预期（%）



数据来源：Wind 南华研究

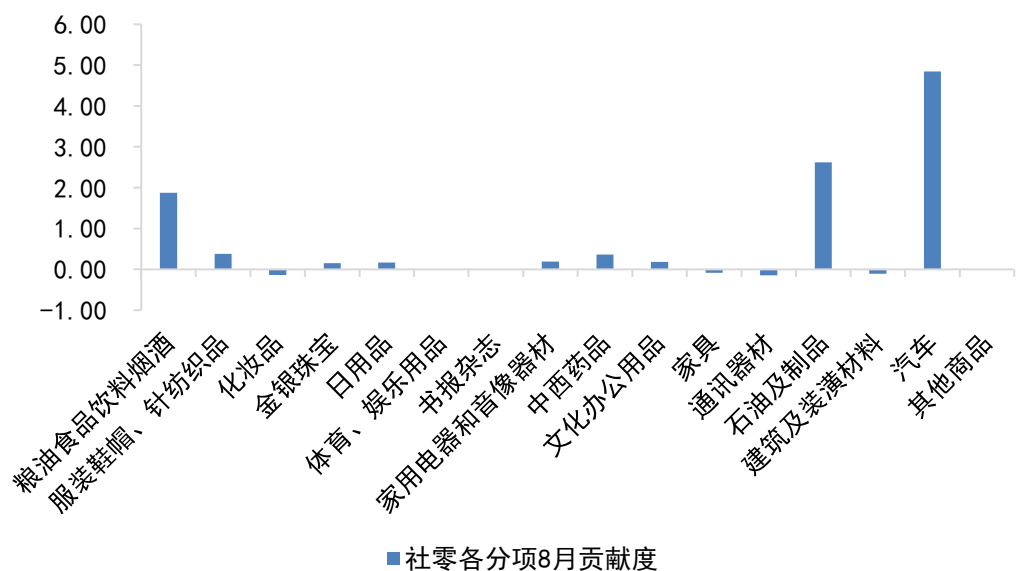
图 4.1.2: 8 月社零虽增速上行, 但距离疫情前仍有差距 (%)



数据来源: Wind 南华研究

具体来看, 社零当下的修复主要源于服务消费的好转, 叠加去年的低基数影响, 可延续性不强。随着汽车政策支持带来的消费高峰出现拐点, 以及高温之后饮料等消费旺季过去, 汽车与粮油食品饮料烟酒的正反馈拉升或难维系。那么, 消费的主要正反馈拉动项就只有石油及制品, 可能短期仍受原油价格支撑, 价格效应带动该项消费短期不会太弱。综合来看, 消费预计由于短板无起色, 长板缩短, 难以维系超预期上行。

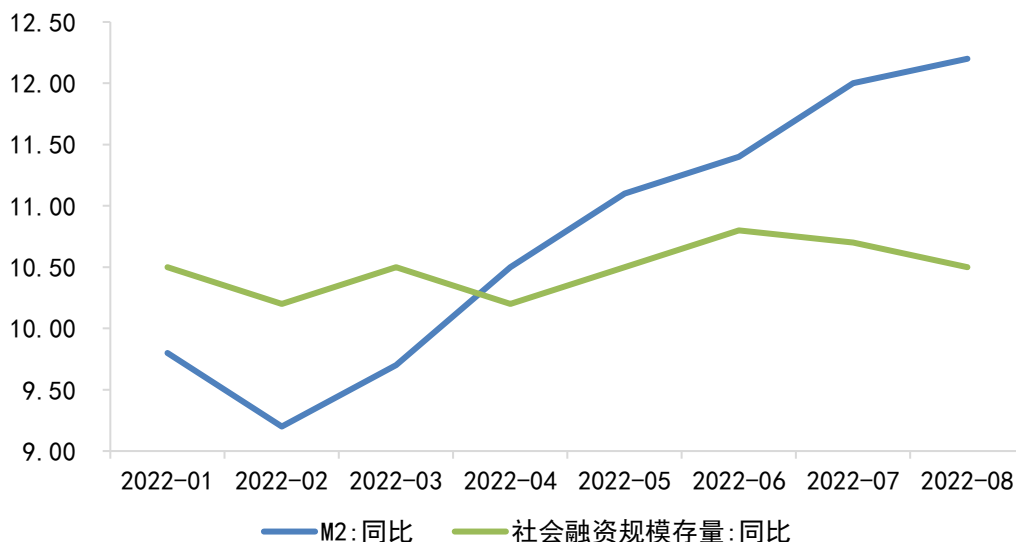
图 4.1.3: 社零主要正反馈拉动项上行或难维系 (%)



数据来源: 国家统计局 南华研究

目前在整体政策宽松的环境下，投资数据“扶不上墙”，源于资金多淤积在金融机构（M2 与社融增速劈叉），在信贷利率 LPR 下降的情况下，实体的需求仍跟不上。在宏观环境偏弱，海外面临经济衰退的情况下，投资需求疲软这一现状料将延续；进出口在内外需疲软的情况下，也难以支撑经济基本面回暖，后续我们会对我国出口进行详细分析。

图 4.1.4：M2 与社融增速劈叉，资金流通不畅（%）

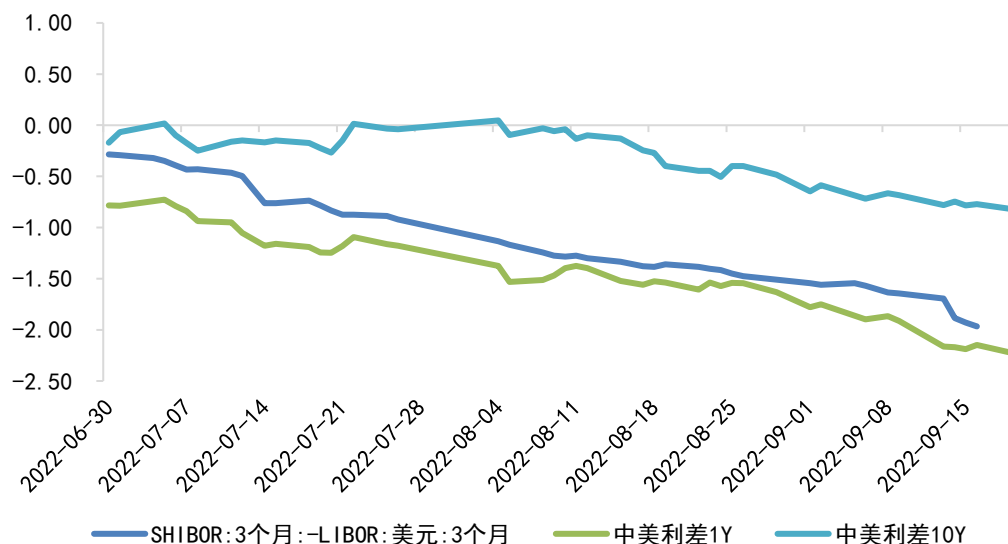


数据来源：Wind 南华研究

#### 4.1.2. 政策面：美联储加息来势汹汹，人民币继续承压

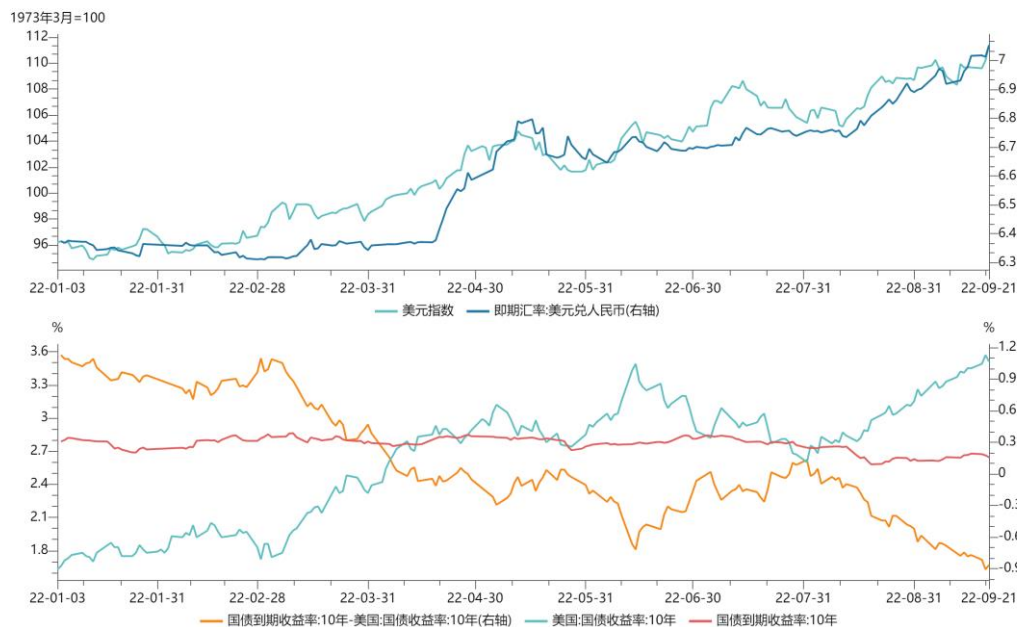
三季度，中美利差基本维持倒挂状态，并且绝对值逐步扩大。拆分来看，美国国债收益率受流动性收紧预期影响短端带动长端收益率逐步扩大，而国内由于整体维持偏宽松的货币政策，8 月，央行先后下调 MLF 以及 LPR 利率，我国国债收益率基本稳步极小幅下降，整体利差的倒挂扩大主要源于美债上行拉开。由于美元指数仍然处于加息行情之中，美债收益率的持续攀升无疑给美元指数形成支撑而对人民币形成压制，8 月开始的这一轮美元指数快速上行，美债收益率的攀升是重要支撑因素之一。目前，我们认为国内的重心放在经济复苏上面，政策维持稳健偏宽松，我国国债收益率预计仍以窄幅震荡为主，而 9 月美联储会议点阵图显示到 2023 年利率水平将达到 4.6%，这意味着美债收益率仍有上行空间。所以综合来看，我们认为中美利差将继续由美债收益率的上行呈现倒挂扩大的走势，给人民币施以贬值压力。

图 4.1.2：三季度中美利差持续倒挂，且绝对值扩大（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.1.3：利差倒挂扩大主要源于美国国债收益率上涨（%）



数据来源：Wind 南华研究

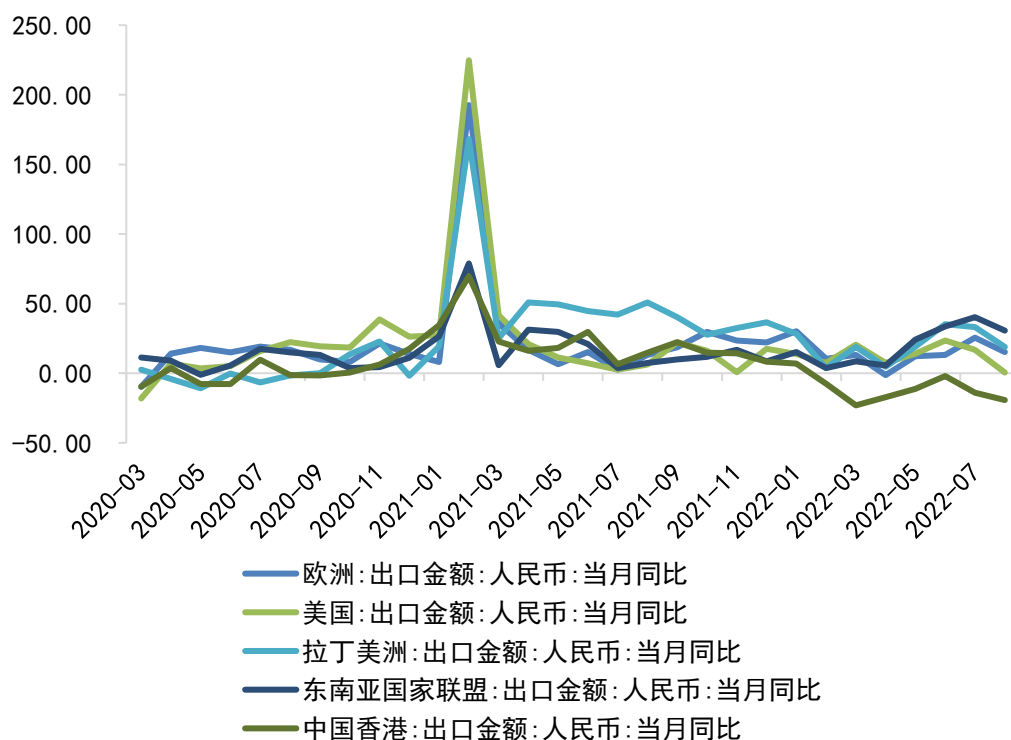
## 4.2. 我国出口及结售汇：存量结汇，为人民币转向提供生机

### 4.2.1. 出口：对于汇率的作用处于“摆烂”状态

对于出口，我们仍主要观察我国对于占比前五的国家和地区的出口同比变化情况。

目前来看，我国对于主要出口国家的增速均处于回落状态，显示当下外需处于疲软态势。

图 4.2.1：我国对占比前五国家和地区的出口同比处于回落状态（%）

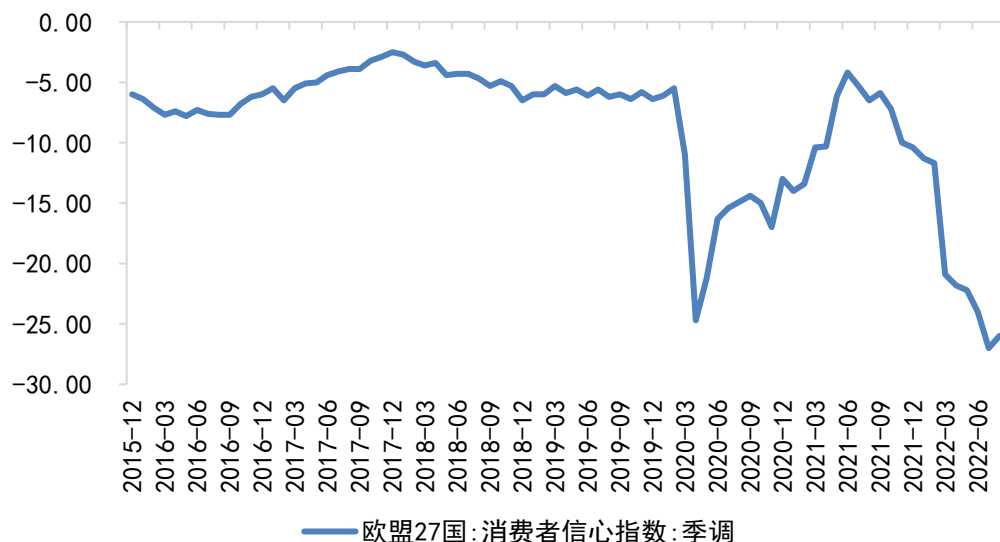


数据来源：Wind 南华研究

从大方向来说，在全球政策收紧的环境中，外需走弱是大势所趋，各主要国家 PMI 均趋于回落。展望未来，我们依次来看：

1、欧洲，目前欧盟经济前景堪忧，俄乌陷入僵持状态，互相之间的制裁措施在持续消耗欧洲国家的“生命力”。同时，通胀高企，欧央行在 7 月和 9 月先后实施加息措施，未来为遏制通胀货币政策仍将收紧，陷入滞涨的危机也越来越大。在这种环境中，欧盟各国消费者信心持续下降，需求与购买力双双受打击，后续对于我国出口商品的需求预计仍将处于颓势。

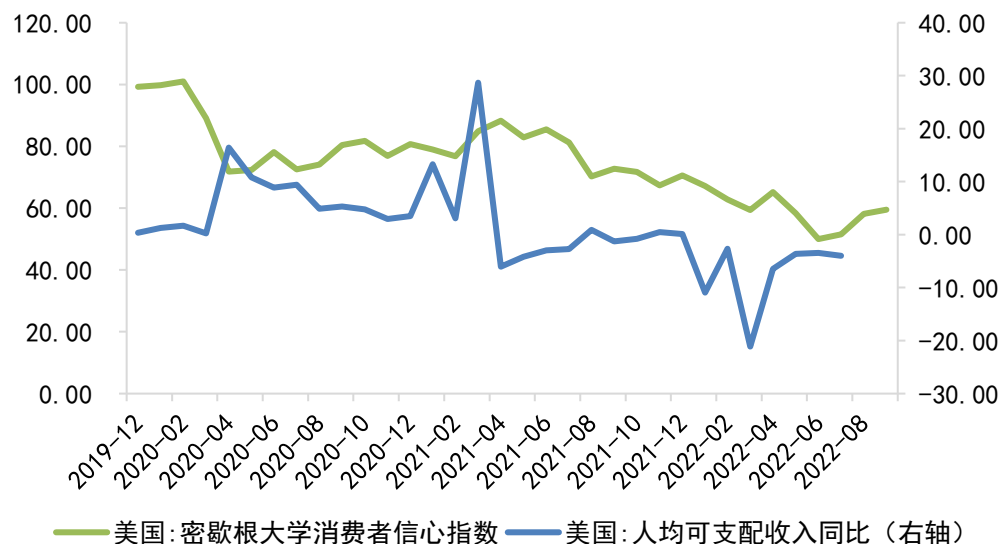
图 4.2.2：欧盟消费信心低迷



数据来源：Wind 南华研究

2、美国目前最大的关注点即在于其不遗余力的实施加息来遏制通胀，9 月再度加息 75BP，鲍威尔等美联储官员的发言均偏鹰派，宣示遏制通胀的决心。整体美国经济虽然略好于欧盟，但市场预期也是每况愈下。我们观察美国人均可支配收入不变价同比增速以及消费者信心指数变动，两者均由低位略有回升但仍处于较低水平，显示美国方面外需的底层支撑力量或有改善的趋势，但作用不大。

图 4.2.3：美国人均收入（%）及消费者信心略有回升



数据来源：Wind 南华研究

3、我国出口东南亚联盟金额，前 7 个月中除 4 月受地缘政治冲突影响，其余月份均同比增长。东南亚仍在受到疫情的困扰，近期报道虽然确诊率有所下降，但是死亡率上升 15%。疫情的扰动对于东南亚生产具有一定的约束，叠加全球政策收紧，以及前期积累进口，需求未完全消化，8 月出口增速出现回落。对于后续我国对于东南亚的出口情况预计会呈现稳定的小幅回落趋势，主要还是受到政策收紧以及疫情带来的需求回落影响。

4、拉美国家在本轮加息过程中甚至较美联储加息更加激进（例如，今年以来，阿根廷央行连续加息将基准利率由 38%上调至 75%），但其通胀似乎并没有得到有效遏制（截至 8 月，阿根廷 CPI 同比高达 78.5%）。同时，拉美汇率的持续走低（这也是导致输入型通胀重要原因），使得其进口成本扩大遏制我国对于拉美国家的出口。美元指数的不断攀升也使得拉美各国面临债务危机的风险。在内忧外患的环境下，我国对于拉美国家的出口预计将呈现明显弱势。

表 4.2.1：除政策激进收紧的货币，拉美货币大幅贬值

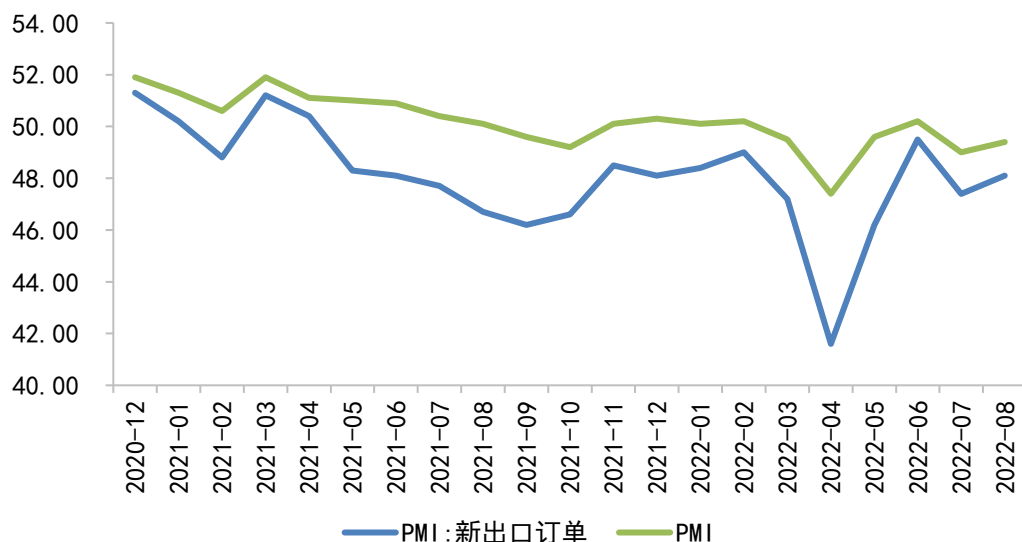
| 符号            | 价格       | 净涨跌     | 时间    | 1天%   | 5天%    | 1个月%    | 3个月%    | 6个月%    | YTD%    |
|---------------|----------|---------|-------|-------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 10 USDCOP BGN | 4404.13  | -19.00  | 9/21  | +431  | -411   | -148    | -8.761  | -13.876 | -7.702  |
| 11 USDMXN BGN | 19.9792  | -.0411  | 16:03 | +206  | +460   | +812    | +350    | +1.507  | +2.754  |
| 12 USDARS BGN | 144.8705 | +2315   | 9/21  | -.160 | -1.366 | -5.678  | -14.627 | -24.094 | -29.084 |
| 13 USDCLP BGN | 935.42   | +1.67   | 9/21  | -.179 | -1.700 | +669    | -6.543  | -15.129 | -8.938  |
| 14 USDPEN BGN | 3.9086   | +0.0074 | 9/21  | -.187 | -.670  | -.719   | -4.764  | -3.190  | +2.315  |
| 15 USDVES BGN | 8.0508   | +0.0254 | 9:03  | -.315 | -.631  | -23.332 | -32.300 | -46.434 | -43.004 |
| 16 USDBRL BGN | 5.1728   | +0.0298 | 9/21  | -.576 | -.159  | -.278   | -.878   | -4.566  | +7.706  |

数据来源：Bloomberg 南华研究

5、香港方面，由于主要是转口贸易，本轮下滑与国内需求下滑息息相关。目前国内经济整体预期较为低迷，短期内需快速修复的概率不大，整体预计也将难以支撑出口增速的反弹。

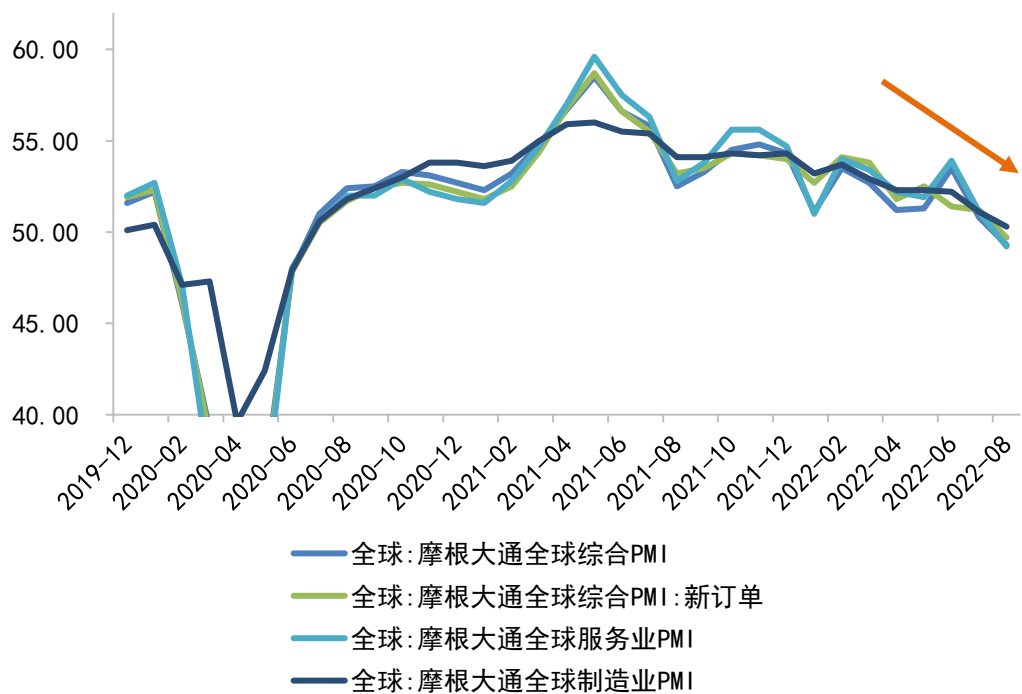
综合来看，三季度全球 PMI 呈现回落态势，外需疲软大势已定。同时，我们观察国内新出口订单 PMI 走势，即使忽略 4 月上海疫情爆发造成的“大坑”，目前的水平也较一季度有所回落，当下国内疫情仍存在区域性爆发，结合以上分析，在内忧外患的环境下，出口在四季度预计难为汇率提供较大支撑。

图 4.2.5：国内制造业走势短期难言乐观（%）



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.6：全球 PMI 三季度逐步回落



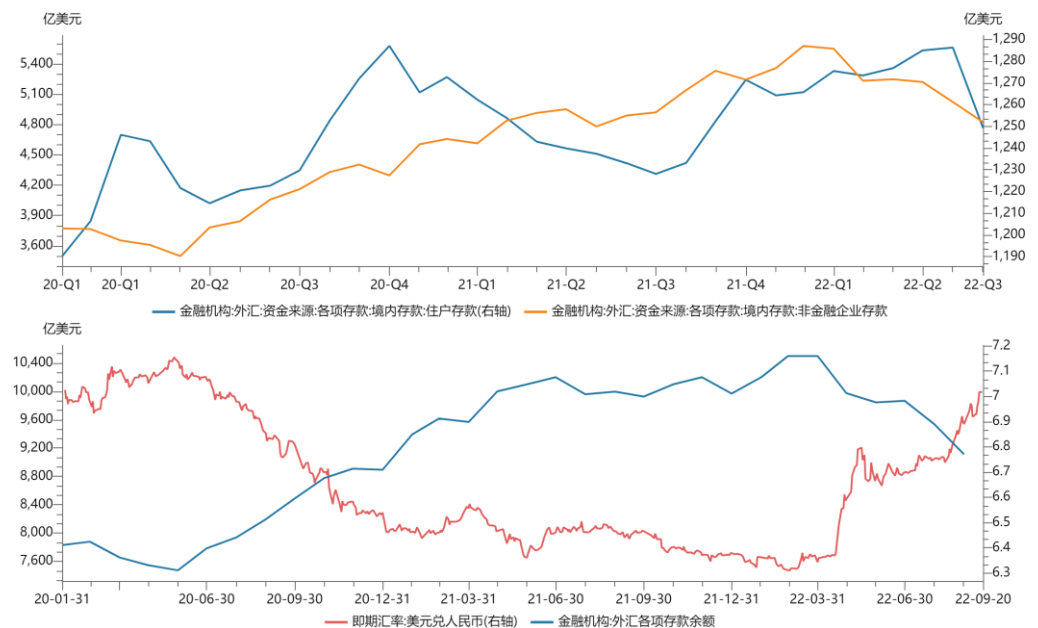
数据来源：Wind 南华研究

#### 4.2.2. 结售汇：人民币贬值带动结汇，短期影响力被制约

三季度以来，人民币汇率呈现先震荡后贬值的走势，我们观察金融机构外汇存款余

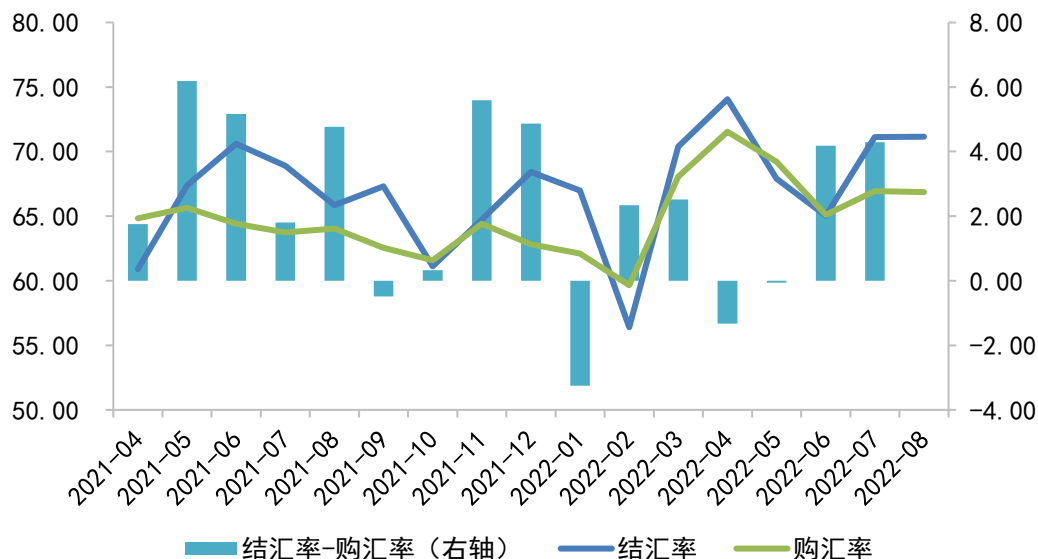
额变动表明，自 4 月人民币第一轮贬值，非金融企业存款余额便带动外汇存款总额逐步下降，而居民手中的外汇存款余额则是在 8 月份这一轮贬值开始快速下降。这也与结售汇率相对应，三季度，结汇率上行，呈现越贬值越结汇的趋势，但结汇率的高涨在目前的市场环境中并未给人民币有效支撑。展望后市，我们预计市场仍将呈现越贬值越结汇的趋势，目前人民币已经贬值到历史的相对高位，居民和企业大概率会继续选择高位换汇，一旦汇率走出弱势，这种结汇会对人民币形成支撑，届时在汇率运行逻辑转换的背景下影响力也大概率会有所提升。

图 4.2.7：出口尚可的状态下，非金融企业外汇存款居高不下



数据来源：Wind 南华研究

图 4.2.8：结汇率与售汇率差值由正转负，结汇率快速下行（%）



数据来源：Wind 南华研究

### 4.3. 中美关系：毫毛斧柯，潜在风险点

从此前取消关税的热议至今，多是有名无实。7月5日，美国政治新闻网站“Politico”公告可能方案：1、仅取消约3700亿美元中国商品中约100亿美元商品的关税；2、开启新的关税排除程序；3、对包括半导体在内的关键中国产业展开新一轮关税调查。7月8日，拜登称是否消减还没有做决定。

取消关税对于缓解通胀和需要迎合美国的政治舆论的矛盾，让美国政府推动中美关系向好的进展陷入尴尬期。2021年全年我国与美国贸易总额为7560亿美元，今年截至8月，我国与美国的贸易总额达到5149亿美元，因此，即使后续美国取消我国商品100亿美元商品关税，对于贸易影响也非常有限，更多的是情绪面的扰动，预计对于汇率的实际影响幅度不大。此外，四季度美国中期选举，从以往关注重心回顾来看，其更看重国内经济表现和居民的生活水平，在通胀难消的情况下，不必基于该事件对于中美关系过多恶化推理。整体如果没有过度超预期，预计都不会干扰汇率运行的主逻辑，但是这是一个潜在风险点。

## 第5章 外汇政策：逆周期调节显著，政策限制人民币走弱

**主要观点：**从目前的政策导向来看，若人民币受到国内外压力不放松，仍处于贬值态势，央行预计将维持当下的政策干预，甚至会再度加码。目前抑制单边贬值信号明显，结合外汇存款准备金下调、远期售汇风险准备金上调、逆周期因子调升中间价及外汇掉期管理外币流动性，我们认为从政策面看人民币后续贬值空间正在逐步收窄，最晚于 2023 年一季度走出当前弱势区间。

三季度，央行的政策逐步由维稳转向遏制汇率过快贬值。从目前的政策导向来看，若人民币受到国内外压力不放松，仍处于贬值态势，央行预计将维持当下的政策干预，甚至会再度加码。我们具体结合外汇存款准备金、远期售汇风险准备金、外汇掉期以及逆周期因子调节来看：

9 月 5 日，央行公告决定将外汇存款准备金率由 8% 下调至 6%，9 月 15 日实施。从我们统计的数据来看，2021 年两次提升外汇存款准备金率之后，人民币汇率周度变动明显由升值转为贬值，第二次提升则为人民币单边升值的趋势踩了刹车，之后一个季度人民币升值明显放缓，并很快转为贬值。我们认为央行的此操作或意味着人民币的估值一定程度偏离其真实水平，但由于目前以此工具进行外汇走势调节的次数较少，还需进一步观察验证。另外，不可否认的是该工具显示央行认为目前的汇率走势单边波动幅度过大，本次下调外汇存款准备金率意在引导市场缩小人民币贬值幅度。

表 4.3.1：下调外汇存款准备金率，汇率贬值趋势得到遏制

| 指标名称       | 变动公告日期 | 变动日期 | 公告后首个交易日人民币升贬值幅度 | 前一周人民币升贬值幅度 | 后一周人民币升贬值幅度 |
|------------|--------|------|------------------|-------------|-------------|
| 2005-01-15 |        | 3.00 | -                | -           | -           |
| 2006-08-14 | 4.00   |      | -0.09%           | -0.15%      | 0.11%       |
| 2006-09-15 |        | 4.00 | 0.02%            | 0.11%       | 0.27%       |
| 2007-05-09 | 5.00   |      | 0.03%            | 0.43%       | 0.16%       |
| 2007-05-15 |        | 5.00 | -0.01%           | 0.16%       | 0.23%       |
| 2021-05-31 | 7.00   |      | 0.07%            | 0.74%       | -0.76%      |
| 2021-06-15 |        | 7.00 | -0.17%           | -0.08%      | -1.07%      |
| 2021-12-09 | 9.00   |      | 0.12%            | 0.37%       | -0.31%      |
| 2021-12-15 |        | 9.00 | -0.03%           | -0.31%      | -0.09%      |
| 2022-04-25 | 8.00   |      | -1.03%           | -2.69%      | -0.49%      |
| 2022-05-15 |        | 8.00 | -0.20%           | -1.09%      | 1.81%       |
| 2022-09-05 | 6.00   |      | -0.49%           | -0.56%      | 0.25%       |
| 2022-09-15 |        | 6.00 | -0.21%           | -0.19%      | -1.09%      |

数据来源：Wind 南华研究

图 4.3.1: 汇改后, 四次调整外汇存款准备金率汇率变化<sup>3</sup>



资料来源: Wind 南华研究

9 月 26 日, 央行上调远期售汇风险准备金率至 20%, 与外汇存款准备金类似, 该工具信号意义大于实际意义, 上调风险准备金率意味着远期售汇的成本提升, 抑制售汇从而传递出希望遏制人民币贬值的信号。从历史使用后汇率变动来看, 基本缓解汇率单边趋势。

表 4.3.2: 远期售汇风险准备金率上调后, 汇率贬值幅度减小

| 变动日期       | 外汇风险准备金率 | 公告后首个交易日人民币升贬值幅度 | 前一周人民币升贬值幅度 | 后一周人民币升贬值幅度 |
|------------|----------|------------------|-------------|-------------|
| 2015/10/15 | 20%      | 0.03%            | -0.01%      | -0.03%      |
| 2017/9/11  | 0        | -0.96%           | 0.42%       | -0.31%      |
| 2018/8/6   | 20%      | 0.29%            | -0.24%      | -0.23%      |
| 2020/10/12 | 0        | -0.33%           | 1.26%       | 0.56%       |
| 2022/9/26  | 20%      | -0.51%           | -1.87%      | /           |

数据来源: Wind 南华研究

8 月银行 1 年以内外汇掉期<sup>4</sup>成交金额大幅上行至 377.57 亿元, 此前成交金额基本维持在 100 亿元以内, 显示央行利用外汇掉期交易管理外币流动性的操作力度加大。与

<sup>3</sup> 红色为上调, 蓝色为下调 (公告发出日)

<sup>4</sup> 一般而言, 1 年期及以下掉期主要用于管理外币流动性和融资套利; 而 1 年期以上则更偏向于套期保值功能。

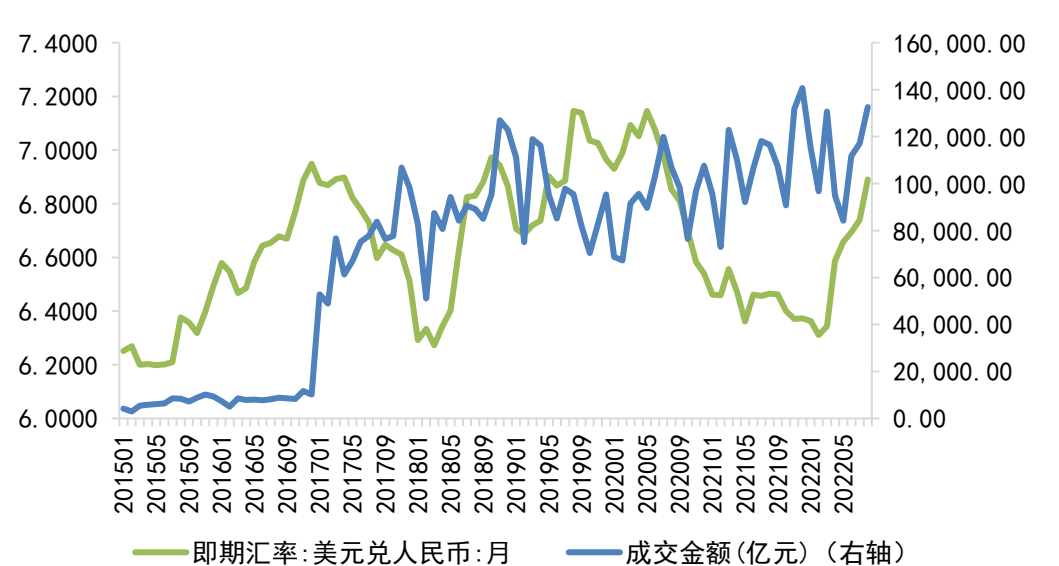
此同时，我们观察外汇掉期交易额合计与即期汇率走势对比可以发现，基本上外汇掉期交易额的大幅攀升与即期汇率拐点相对应，时差不超过一个季度。基于此我们认为最晚自 2023 年一季度开始，人民币或将脱离目前的弱势走势。

表 4.3.3：8 月外汇掉期交易明显大幅攀升

|        | 期限品种    | 合计折元      |      | USD. CNY  |      |
|--------|---------|-----------|------|-----------|------|
|        |         | 成交金额 (亿元) | 成交笔数 | 成交金额 (亿元) | 成交笔数 |
| 2022/8 | 1Y以内(含) | 377.57    | 67   | 377.57    | 67   |
|        | 1Y以上    | 1.73      | 1    | 1.73      | 1    |
|        | 合计      | 379.3     | 68   | 379.3     | 68   |
| 2022/7 | 1Y以内(含) | 96.66     | 18   | 96.66     | 18   |
|        | 合计      | 96.66     | 18   | 96.66     | 18   |
| 2022/6 | 1Y以内(含) | 29.38     | 8    | 29.38     | 8    |
|        | 1Y以上    | 6.68      | 1    | 6.68      | 1    |
|        | 合计      | 36.06     | 9    | 36.06     | 9    |
| 2022/5 | 1Y以内(含) | 65.8      | 12   | 65.8      | 12   |
|        | 合计      | 65.8      | 12   | 65.8      | 12   |
| 2022/4 | 1Y以内(含) | 100.44    | 16   | 100.44    | 16   |
|        | 1Y以上    | 0.31      | 1    | 0.31      | 1    |
|        | 合计      | 100.75    | 17   | 100.75    | 17   |
| 2022/3 | 1Y以内(含) | 90.46     | 17   | 81.28     | 16   |
|        | 合计      | 90.46     | 17   | 81.28     | 16   |
| 2022/2 | 1Y以内(含) | 44.1      | 13   | 43.2      | 12   |
|        | 合计      | 44.1      | 13   | 43.2      | 12   |
| 2022/1 | 1Y以内(含) | 106.06    | 29   | 101.59    | 28   |
|        | 1Y以上    | 1         | 1    | 1         | 1    |
|        | 合计      | 107.06    | 30   | 102.59    | 29   |

资料来源：中国外汇交易中心 南华研究

图 4.3.2：从历史数据来看，外汇掉期的大幅攀升往往伴随汇率拐点的出现

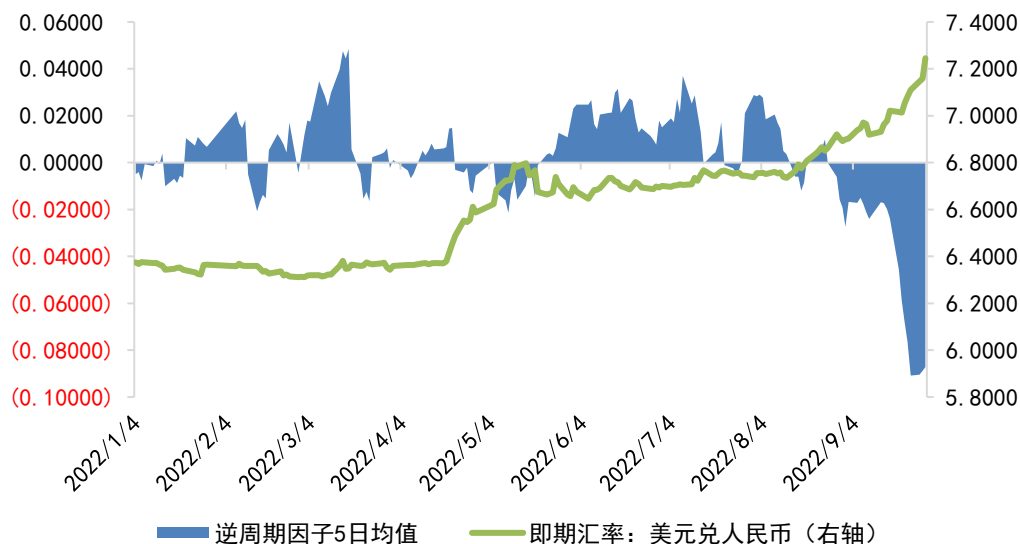


数据来源：Wind 南华研究

我们观测今年以来逆周期因子 5 日平均值走势，央行曾多次采用该工具进行汇率管理，一季度末，人民币突破 6.30 向下升值压力较大，央行明显调贬人民币中间价遏制升值趋势；5 月，人民币贬值压力集中释放，央行调升人民币中间价防止人民币过度贬

值，之后人民币受国内贸易支撑，情绪较为乐观，在美元指数上涨的情况下，并未受压制跟贬，央行通过逆周期因子调贬中间价使汇率保持稳定以稳贸易；8 月中旬之后，由于国内经济不及预期、外需回落以及美元指数上行压力，人民币再度进入贬值区间，央行也再度出手调升人民币中间价来抑制本轮贬值幅度的扩大，从图 4.3.3 可以看到逆周期因子调节幅度接连攀升，调控力度逐步加码。

图 4.3.3：央行频繁使用逆周期因子调节中间价走势



数据来源：Wind 南华研究

综合来看，目前央行政策干预频繁，从历次政策使用后汇率走势回顾来看，央行的调控政策往往会伴随着汇率的调整，整体效果还是较为有效，目前抑制单边贬值信号明显，结合外汇存款准备金下调、远期售汇风险准备金上调、逆周期因子调升中间价及外汇掉期管理外币流动性，我们认为人民币后续贬值空间正在逐步收窄，最晚于 2023 年一季度走出当前弱势区间。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：浙江省杭州市上城区富春路 136 号横店大厦 邮编：310002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点