

文 | 明明债券研究团队

核心观点

随着内外部压力的趋缓，12月5日，离岸美元兑人民币即期汇率均重回7以内。短期来看，美元疲弱，国内经济预期改善，叠加年底积压的结汇需求，我们认为人民币在利多的集中释放下或将保持强势。展望未来，后续待市场消化利多因素，结汇需求释放之后，人民币或重回震荡态势，未来经济基本面是否能从当前的“弱现实”状态顺利扭转将决定明年人民币是否可以持续升值行情。从人民币汇率与A股之间的联动性看，当前人民币偏强和A股持续修复有望同步进行。

如何看待人民币反向破7？

近期，由于来自美元指数的压制趋缓，非美货币录得不同程度的升值，尤其是前期跌幅明显的英镑、日元等修复弹性更大。其中，美元兑人民币即期汇率从7.32的高点持续下行，并于12月5日反向破7。

1. 从外部因素看，美非农数据超预期，但难掩美国经济下行压力对于就业市场的影响，美元指数交易的主线或仍是“预期加息放缓”。此外，市场对于欧央行和美联储的货币政策取向博弈存在节奏差，市场仍在欧央行“鹰”“鸽”取向间博弈，这或在一定程度上支撑欧元的短期表现。整体来看，当前美元指数的拐点大概率确认，人民币的外部压力进一步缓和。后续即使在全球经济超预期衰退的极端假设下，由避险情绪升温推动的美元升值或仅是阶段性的。

2. 从内部因素看，出口疲弱并未对人民币短期走强形成制约。究其原因，我们认为有三：一是从贸易顺差的角度来看，由于进口的回落更多，贸易差额仍维持在一定的顺差规模，支撑经常项目顺差保持高位；二是前期积累的贸易顺差尚未完全转化为结汇需求，季节性因素叠加人民币短期偏强的预期或助推结汇需求释放；三是当下贸易端并不是主导人民币走势的首要因素。疫情防控政策优化、地产“三支箭”下经济修复预期改善、以及股债市场资本局面的扭转均对人民币形成利多。

汇率走强对股债两市有何影响？

短期来看，美元疲弱，国内经济预期改善，叠加年底积压的结汇需求，我们认为人民币在利多的集中释放下或将保持强势。展望未来，后续待市场消化利多因素，结汇需求释放之后，人民币或重回震荡态势，未来经济基本面是否能从当前的“弱现实”状态顺利扭转将决定明年人民币是否可以持续升值行情。对于A股市场，2017年以来，人民币汇率与A股之间的联动性有所增强。当前，助推人民币表现强势的内外因素，对于A股而言同样是利好。往后看，防疫政策的进一步优化和稳增长政

策的发力有望提升市场风险偏好，带动A股修复行情延续。债市方面，虽然人民币内外压力的缓解，一定程度上缓和了汇率对货币政策形成的掣肘，但当前美联储尚未结束加息周期，总量货币政策中OMO与MLF的降息窗口期仍不成熟。货币政策更侧重宽信用的推动，因此债市的基本逻辑也将向“宽信用”转变，10年期国债到期收益率3.0%可能是今年年底到明年初债市的方向。此外，从外资持债的角度观察，当前中美利差倒挂程度缓和，人民币升值，叠加海外节假日因素，预计外资减持人民币债券的节奏或将进一步放缓，但当前正值债市调整期，外资短期或保持观望态势，外资重新增持人民币债券资产还需等待。

风险因素：

欧央行货币政策超预期；海外经济衰退风险或被低估；我国稳增长政策效果不及预期。

正文

随着内外部压力的趋缓，12月5日，离岸美元兑人民币即期汇率均重回7以内。短期来看，美元疲弱，国内经济预期改善，叠加年底积压的结汇需求，我们认为人民币在利多的集中释放下或将保持强势。展望未来，后续待市场消化利多因素，结汇需求释放之后，人民币或重回震荡态势，未来经济基本面是否能顺利扭转“弱现实”将决定明年人民币是否可以持续升值行情。从人民币汇率与A股之间的联动性看，当前人民币偏强和A股持续修复有望同步进行。

如何看待人民币反向破7？

美元指数拐点已现，非美货币涨势良好。

今年1-9月，在美联储大幅加息对抗通胀、俄乌冲突爆发催生避险情绪升温、能源等大宗商品高价导致部分资源进口国贸易收支恶化等因素影响下，美元指数表现强劲，非美货币则出现不同程度贬值，横向对比来看人民币表现出一定韧性。10月以来，美元指数在经历短暂盘整后，随着低于市场预期的美国10月整体通胀和核心通胀数据出炉、以及部分美联储官员偏鸽的发言，美元指数开始回落。由于来自美元指数的压制趋缓，非美货币录得不同程度的升值，尤其是前期跌幅明显的英镑、日元等修复弹性更大。其中，美元兑人民币即期汇率从7.32的高点持续下行，并于12月5日反向破7。

超预期的非农数据为何没能显著提振美元指数？

非农数据超预期，但难掩美国经济下行压力对于就业市场的影响，美元指数交易的主线或仍是“预期加息放缓”。

11月美国非农数据出炉后，不同指标的组合对美元指数的交易构成两条逻辑：一方

面，美国11月季调后非农就业人口增加26.3万人，高于市场预期，距离疫情前20万人的平均水平还有一段距离。失业率仍处于3.7%的低位水平，同时平均时薪环比录得0.6%，高于前值和预期值。以上数据显示出美国就业市场仍然紧俏，通胀粘性不容忽视，惯性思维下美元指数跳升至105。但另一方面，部分就业指标表明，美国经济下行压力逐步向就业市场传导，包括职位空缺数高位回落、零售/批发/制造业新增就业人数下滑、人均产出下降等。美国就业市场降温趋势的进一步确立，使得市场重回“预期美联储加息放缓”的逻辑，导致美元指数在向上突破105后开始乏力，并再度回落至104。后续即使在全球经济超预期衰退的极端假设下，由于避险情绪升温推动的美元升值或仅是阶段性的。当前美元指数的拐点大概率确认，人民币的外部压力进一步缓和。

欧美货币政策边际变化的差异或进一步确认美元指数拐点，人民币的外部压力缓和

。通胀形势上，尽管薪资增长的粘性是美国通胀或出现反复的潜在风险，但其通胀拐点已现。对于欧元区，在俄乌冲突以及储备过冬能源的催化下，其高通胀的主要贡献力量来自高企的能源价格。11月，欧元区调和CPI同比虽有所下行，但10%的绝对水平显示出欧元区仍面临更为严峻的通胀形势。在此背景下，市场对于欧央行和美联储的货币政策取向博弈存在节奏差，这或在一定程度上支撑欧元的短期表现。具体来看，美国方面，市场已开始交易美联储放缓加息的预期；而对于欧元区，市场仍在欧央行“鹰”“鸽”取向间博弈。此外，能源价格中枢的边际回落，或也从经济基本面维度对欧元提供一定支撑。

出口疲弱为何不对人民币走强形成制约？

10月我国出口已同比转负，但是从贸易顺差的角度来看，由于进口的回落更多，贸易差额仍维持在一
定的顺差规模，支撑经常项目顺差保持高位。

2022年8月以来，外需趋势性回落对于我国出口的拖累不断凸显，我国出口同比增速持续下行，10月读数甚至转负。往后看，欧美生产端和消费端的需求都呈现下行趋势，叠加去年同期的高基数效应，我国四季度出口同比或承压。但考虑到进口因国内产需疲弱、我国对海外部分商品依赖程度降低等因素或将回落更多，因此预计我国的贸易顺差规模仍在高位。

前期积累的贸易顺差尚未完全转化为结汇需求，季节性因素叠加人民币短期偏强的预期或助推结汇需求释放。

从银行代客结售汇看，10月的银行代客结售汇录得约117亿美元的逆差，这也是该指标自2021年4月以来首次转负。结汇率同样是连续下行，从8月的72%跌至10月的65%。银行代客结售汇和结汇率的变动表明当前客盘观望情绪浓厚，往后看，随

着春节临近，企业结汇需求或阶段性抬升，叠加当前人民币贬值趋势告一段落，积压的结汇需求或迎来季节性的释放，为人民币带来一定需求。

更重要的是，当下贸易端并不是主导人民币走势的首要因素。疫情防控政策优化和地产“三支箭”下经济修复预期改善对人民币形成利多。

近期，政策层面利好频出，各地疫情防控措施持续优化，地产支持政策也高频输出，推动当前经济基本面呈现“强预期+弱现实”的状态。市场预期的改善带动金融市场情绪升温：11月以来，北向资金净流入A股市场规模显著增长，12月2日当周净流入达265亿元；债市虽然缺乏更为高频的外资数据，但考虑到以下两个因素，一是今年6月以来外资减持我国债券资产规模呈现逐步缩小的趋势；二是中美利差倒挂程度随着10年期美债收益率回落而有所收敛，预计外资减持人民币债券资产的规模或进一步减少。总体来看，股债两个金融市场的资本流出压力减弱，或也可能转为逐步净流入状态，对人民币短期走势形成利好。

汇率走强对股债两市有何影响？

短期来看，美元疲弱，国内经济预期改善，叠加年底积压的结汇需求，我们认为人民币在利多的集中释放下或将保持强势。

一方面，随着市场交易“美联储加息节奏放缓”、并仍在博弈欧央行“鹰”“鸽”取向，美元指数拐点得到确认，其给人民币造成的被动贬值压力趋缓。另一方面，国内贸易顺差的“基石”作用、结汇需求的季节性释放、以及受益于疫情和地产等政策利好而改善的市场预期，对人民币的短期走势同样形成支撑。展望未来，随着上述利多因素逐步被市场所消化、结汇需求在年底和春节前后集中释放，人民币后续或重回震荡态势，未来经济基本面是否能顺利扭转“弱现实”将决定明年人民币是否可以持续升值行情。

2017年以来，人民币汇率与A股之间的联动性有所增强，当前人民币偏强和A股持续修复有望同步进行。

回顾2015年“8·11”汇改之后“美元兑人民币即期汇率”与“万得全A”的走势，可以看到随着我国金融市场对外开放程度的加深，人民币和A股之间具有一定的联动性。经粗略计算，上述两个指标在2015年8月11日-2022年12月5日期间的相关系数为-0.39。再对比人民币出现持续行情时上述两个指标的相关系数，发现二者的相关性有所增强，表明人民币持续升值（贬值）行情与万得全A的持续上涨（下跌）往往相伴而行。当前，助推人民币表现强势的内外因素，对于A股而言同样是利好。往后看，防疫政策的进一步优化和稳增长政策的发力有望提升市场风险偏好，带动A股修复行情延续。

债券市场的基本逻辑仍是宽信用。

虽然人民币内外压力的缓解，在一定程度上缓和了汇率对货币政策形成的掣肘，但当前美联储尚未结束加息周期，总量货币政策中OMO与MLF的降息窗口期仍不成熟。货币政策更侧重宽信用的推动，LPR降息或有一定概率，因此债市的基本逻辑也将向“宽信用”转变，10年期国债到期收益率3.0%可能是今年年底到明年初债市的方向。此外，从外资持债的角度观察，当前中美利差倒挂程度缓和，人民币升值，叠加海外节假日因素，预计外资减持人民币债券的节奏或将进一步放缓，但当前正直债市调整期，外资短期或保持观望态势，外资重新增持人民币债券资产还需等待。

风险因素

欧央行货币政策超预期；海外经济衰退风险可能被低估；我国稳增长政策效果不及预期。

资金面市场回顾

2022年12月5日，银存间质押式回购加权利率大体下行，隔夜、7天、14天、21天和1个月分别变动了-7.55bps、-1.8bps、-4.76bps、-6.36bps和33.63bps至1.0714%、1.6009%、1.5785%、1.5607%和2.0215%。国债到期收益率大体上行，1年、3年、5年、10年分别变动-0.92bps、0.6bps、1.64bps和2.26bps至2.1462%、2.4533%、2.6866%和2.8902%。12月5日上证综指上涨1.76%至3211.81，深证成指上涨0.92%至11323.35，创业板指下跌0.26%至2377.11。

央行公告称，为维护银行体系流动性合理充裕，2022年12月5日人民银行以利率招标方式开展了20亿元逆回购操作。当日央行公开市场开展20亿元7天逆回购操作，当日有550亿元逆回购到期，实现流动性净回笼530亿元。本周二到周五，共有2620亿元逆回购到期。

【流动性动态监测】我们对市场流动性情况进行跟踪，观测2017年开年来至今流动性的“投与收”。增量方面，我们根据逆回购、SLF、MLF等央行公开市场操作、国库现金定存等规模计算总投放量；减量方面，我们根据2020年12月对比2016年12月M0累计增加16010.66亿元，外汇占款累计下降8117.16亿元、财政存款累计增加9868.66亿元，粗略估计通过居民取现、外占下降和税收流失的流动性，并考虑公开市场操作到期情况，计算每日流动性减少总量。同时，我们对公开市场操作到期情况进行监控。

本文源自券商研报精选