



美元指数与美元兑人民币走势背离可持续吗



【财新网】(专栏作家 吴金铎)

摘要:

(1) 一般情况下,美元指数与美元兑人民币中间价走势大体一致,即美元指数走强则美元兑人民币中间价升值,相反美元指数走弱则美元兑人民币中间价贬值。但 2021 年 9 月底开始,美元指数走势与美元兑人民币中间价的走势出现明显背离。此外,CFETS 人民币汇率指数、参考 BIS 货币篮子人民币汇率指数、参考 SDR 货币篮子人民币汇率指数已明显超过疫情之前水平,人民币一揽子汇率指数较疫情之前已有明显升值。人民币有效汇率指数亦已超越疫情前的水平,但整体上升值幅度较有限。人民币和美元走势背离的原因或在于:一方面非美货币兑美元贬值导致美元指数上升;另一方面人民币兑非美货币升值,且人民币升值的幅度超过了美元升值的幅度。此外美元兑欧元、美元兑日元升值的幅度大于美元兑人民币贬值的幅度,人民币汇率指数升值的幅度大于美元指数升值幅度,这是美元指数走强,而美元兑人民币中间价贬值,美元指数走势与美元兑人民币走势相背离的关键所在。

(2) 人民币兑美元升值的原因在五方面:

一是中美政策利差和中美十年期国债利差处于相对高位;以美国联邦基金利率与中国 7 天银行间质押式回购加权利率差值来看考察,目前两者差值大约 214BP,处于近两年适中水平,但远高于疫情前利差值;以中美十年期利差考察,目前两者差值大约 140BP 左右,较年初 200BP 左右的

利差有所下降，但接近 2019 年下半年利差中枢水平。市场担忧若明年中美货币政策走势背离，人民币对美元将有贬值压力。中美货币政策背离带来的贬值压力主要来自于两国利差收窄。随着美联储明年上半年计划结束量宽缩减，美元流动性收紧预计将提高美国 10 年期国债收益率，明年上半年中美长端利差将有所收窄。若美联储 2022 年开始加息，那么届时中美政策利差也将有所收窄。但中美利差的区间也不至于低于 2018、2019 年中美贸易战时期。美国通胀高企，供应链问题短时间（1 年）内难以迅速解决，美国部分排除对中国加征关税的可行性较大。预计中美利差将逐渐回归均衡，低于疫情期间较高的中美利差水平，但高于中美贸易战变化时期的利差低点。

二是购买力平价揭示高通胀国家货币兑低通胀国家汇率贬值，尽管这个规律并非总是成立，但当一段时间之内通胀或者通缩成为社会的主要矛盾时，购买力平价具有一定的解释力。2020 年中国核心 CPI 一度进入“0”时代，陷入通缩边缘。美国方面，进入 2021 年以来美国核心 CPI 大幅上涨，2021 年 10 月一度到达 4.6%。人民币兑美元出现显著的升值。

三是中国居民外汇存款大幅上升再次破万亿元。首先海外疫情使得出国使用外汇的机会大大减少，降低了居民和企业换汇的需求；其次美元走势不及预期强劲，使得居民外汇投资意愿不足。再次，疫情以来中国外贸企业出口持续扩大，外贸企业外汇收入大幅增加。居民海外的外汇收益和经常性转移增加，转化成境内居民的外汇存款。

四是疫情以来中美两国 GDP 增速差距较大。

五是中国外储稳定，尽管外贸顺差并非人民币升值的充分条件，外汇储备对汇率的影响大于贸易差额。

(3) 疫情之后人民币兑美元升值并未明显影响中国出口增速。其原因或在于，首先中国成熟的外贸企业已经具备应对汇率升贬值的套期保值和外汇风险管理经验。央行在第三季度中国货币政策执行报告中表示，“引导市场主体坚持风险中性理念”，从事外贸的大部分企业可能已在实践中执行。其次中国进出口企业的订单相当大一部分是中长期合同，不会因为短期的汇率升贬值影响进出口订单，尤其是疫情之后国际供应链偏紧的条件下。最后，美元兑人民币贬值利于进口但不利于出口，境内企业可能因美元贬值导致外贸汇兑收益渐少。但人民币兑美元升值带来的出口减少量也可能被疫情后新增的订单所抵消。

(4) 外汇交易市场疫情后更活跃或助推了两国货币走势相悖。2020 年 6 月以后中国外汇交易总额上升至 3 万亿美元左右。交易品种来看，外汇交易的主要品种集中在即期和掉期交易。但是 2021 年以来远期和期权交易额明显增加。中国外汇市场整体市场化程度较高，汇率价格发现功能强，双边波动是常态，单边行情不可持续。预计明年美元兑人民币中间价中枢在 6.6 左右，下半年人民币贬值压力或大于上半年。

正文：

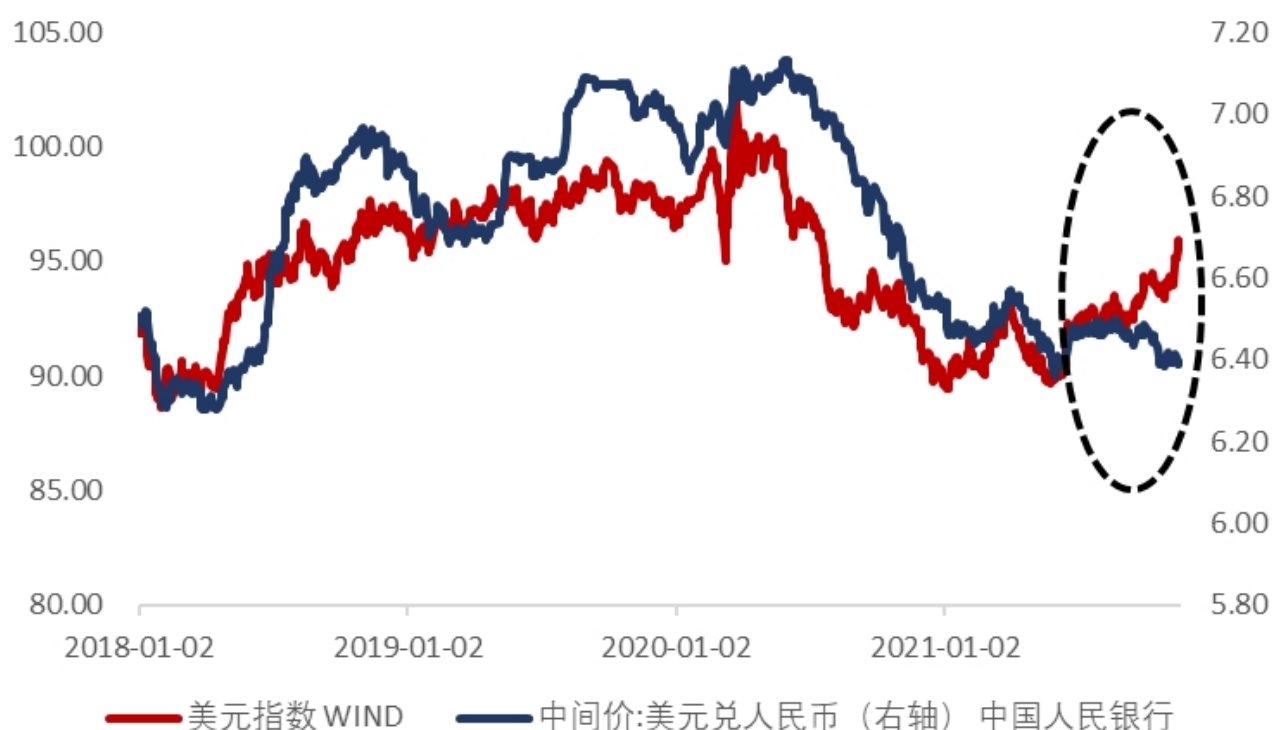
一般情况下，美元指数与美元兑人民币中间价走势大体一致，即美元指数走强则美元兑人民币中间价升值，相反美元指数走弱则美元兑人民币中间价贬值。但 2021 年 9 月底开始，美元指数走势与美元兑人民币中间价的走势出现明显背离（图 1）。

1、美元指数与美元兑人民币走势背离

自美联储 11 月 4 日议息会议确定 11 月开始启动缩减量宽（Taper）之后，美元指数从 94.3281（11 月 4 日）迅速上升到 96.0672（11 月 19 日），是 2020 年 7 月以来的最高值。由于疫情反复，美国经济在曲折中复苏，2021 年第一季度以不变价折年数计算的美国当季 GDP 同比增速为 0.55%，二季度因基数原因大幅反弹至 12.23%。美元指数从 3 月 30 日的 93.286 持续贬值到 5 月 30 日的最低点 89 左右（注：美国二季度 GDP 数据 7 月 30 日公布）。迫于通胀压力及改善的劳动力市场，美联储 8 月 19 日议息会议开始讨论量宽缩减（Taper），自此美元指数在震荡中走强，但升值幅度较缓慢。2021 年 8 月美元指数上升 0.614%。从 8 月 19 日美联储开始讨论 Taper 到 11 月 3 日美联储确认 Taper 前，期间美元指数从 93.5586 上升到 93.8671，上升幅度 0.3297%。一直到 11 月 4 日美联储议息会议确认 Taper 落地，美元指数开始明显上升：11 月 4 日到 11 月 29 日美元指数升值 1.8437%，期间美元指数升值幅度明显增强。

另一方面，美元兑人民币中间价今年三季度末以来持续贬值。美元兑人民币中间价从 9 月 30 日的 6.4854 下降到 11 月 19 日的 6.3825，期间

美元兑人民币贬值幅度 1.58664%。而 9 月 30 到 11 月 29 日期间，美元指数也升值 1.9131%。即使自年内前期美元指数最高点（3 月 30 日）算起，美元兑人民币中间价也贬值 2.7666%，期间美元指数升值幅度为 2.9814%。为什么美元指数与美元兑人民币中间价走势出现背离？美元强致人民币弱的经验是否已被证伪？美元强和人民币强同时出现可持续吗？



2、人民币一篮子货币汇率指数去年下半年以来持续升值

从人民币汇率一篮子指数来看，人民币汇率去年下半年以来持续升值。中国外汇交易中心数据显示，CFETS 人民币汇率指数从 2020 年 7 月 31 日开始见底回升，2021 年 11 月 19 日 CFETS 人民币汇率指数已上升到 101.82，期间升值幅度 11.376%。与此同时，参考 BIS 货币篮子和参考 SDR 货币篮子的人民币汇率指数自 2020 年 7 月 31 日以来升值幅度分别

为 11.607%和 11.7%。

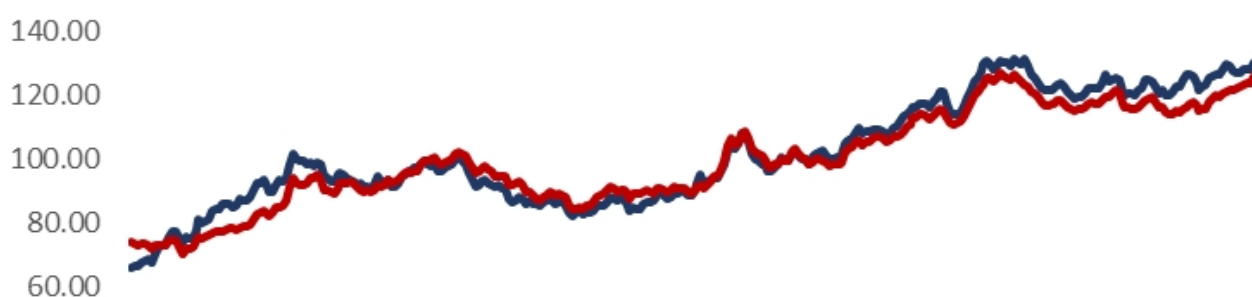
此外，与疫情之前同期相比，CFETS 人民币汇率指数、参考 BIS 货币篮子人民币汇率指数、参考 SDR 货币篮子人民币汇率指数分别较疫情之前同期也（2019 年 11 月 22 日数据）升值 10.867%、10.883%和 8.929%，可见总体上人民币一篮子汇率指数呈上升走势，且已明显超过疫情之前水平。此外，与美元指数走势与美元兑人民币中间价走势开始背离时（2021 年 9 月 30 日）相比，CFETS 人民币汇率指数、参考 BIS 货币篮子人民币汇率指数、参考 SDR 货币篮子人民币汇率指数分别升值 2.1879%、2.3745%和 2.4894%，幅度明显高于考察期间美元指数升值幅度（1.9131%）。

图 2：人民币汇率三大指数 2020 年 8 月之后持续走高



3、人民币有效汇率升值幅度较小

人民币有效汇率指数的情况看，当前人民币实际有效汇率亦已超越疫情前的水平。根据国际清算银行（BIS）数据，2021 年 10 月人民币实际有效汇率和名义有效汇率较 2019 年 10 月已分别升值 7.37% 和 10.57%。考虑到 2019 年中国处于中美贸易摩擦的现状，人民币实际有效汇率可能受非正常扰动而有所偏低。但与 2020 年 1 月相对正常时期（彼时贸易战负面影响被市场消化，疫情未大规模扩散和发酵）相比，人民币实际有效汇率和名义有效汇率仍然分别升值 4.03% 和 8.57%。相较于 2021 年 9 月底开始美元指数与美元兑人民币背离时期，人民币实际有效汇率和名义有效汇率分别升值 1.5729% 和 1.5279%。因 BIS 仅有人民币实际和名义有效汇率月度数据，所以考察 9 月 30 日-10 月 29 月期间美元指数变动，同期美元指数下降 0.1305%。表明美元贬值而人民币实际有效汇率升值，变动方向与以往经验关系一致，弱势美元是人民币有效汇率走强的重要原因。



预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30106

