



2022 年人民币汇率展望



【财新网】2021年11月初以来，伴随美联储加息预期快速升温，美元指数迎来新一波上行：11月1日至12月31日，美元指数由93.87升至95.97，期间更是一度接近97高位。但于此同时，美元兑人民币汇率却持续下挫：美元兑人民币汇率自10月以来从6.4626一路走低，到12月9日跌至6.3498低点，突破了2018年以来新低，人民币汇率表现相当强势。12月9日当天，央行发布公告决定自2021年12月15日起将外汇存款准备金率由7%提高到9%，释放出不希望人民币汇率过强的政策信号，美元兑人民币汇率随之企稳。

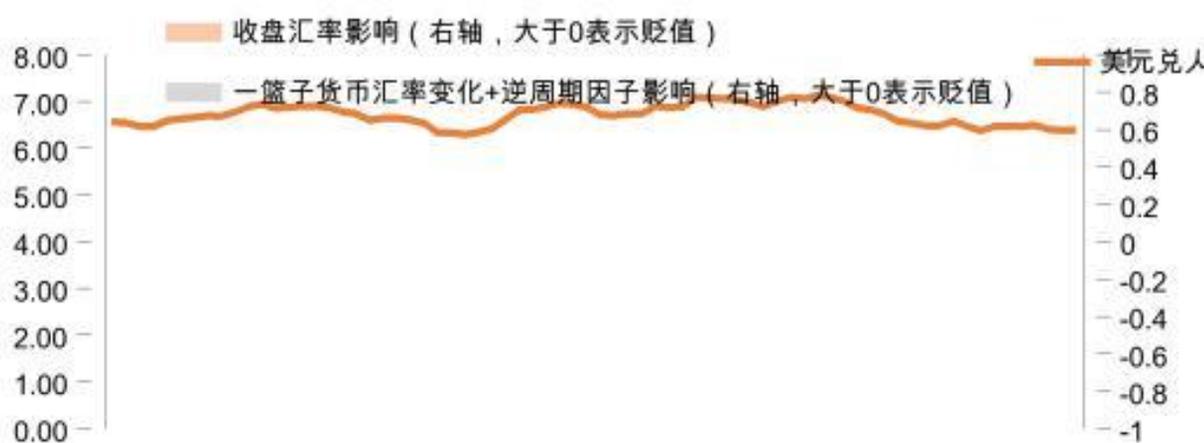
我们认为，2021年人民币汇率强势的根本基础是优异的国际收支形势：海外疫情周期反复、中美经贸关系边际改善，均为促使资本流入的重要因素，而年末到春节前季节性结汇需求的释放，对这一时期的人民币汇率形成更强支持。2022年，人民币汇率强势的基础并不会快速消退，但其可能成为调节中美货币政策“松紧差”的平衡器，在贬值方向释放出更大弹性。

人民币中间价形成机制从“三因素”回到“两因素”。2015年“811汇改”，奠定了人民币汇率中间价与“上日收盘汇率”挂钩的形成机制，以反映市场供求变化。后因贬值压力过快释放，2015年12月11日起加入了参考“一篮子货币汇率变化”，以更好保持人民币汇率的基本稳定。2017年5月26日，央行宣布引入“逆周期调节因子”，以适度对冲市场情绪的顺周期波动，由此形成了人民币兑美元汇率中间价“收盘汇率+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”的三因素定价机制。此后，由于人民币升、

贬值预期的扭转变化，又经历了“逆周期因子调整至中性”（2018年1月9日人民币升值预期汹涌）、“重启逆周期因子”（2018年8月24日中美冲突导致人民币贬值接近破7）、“逆周期因子淡出使用”（2020年10月27日人民币从贬值预期转为升值预期）。至此，人民币中间价形成机制基本回到了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的两因素框架。

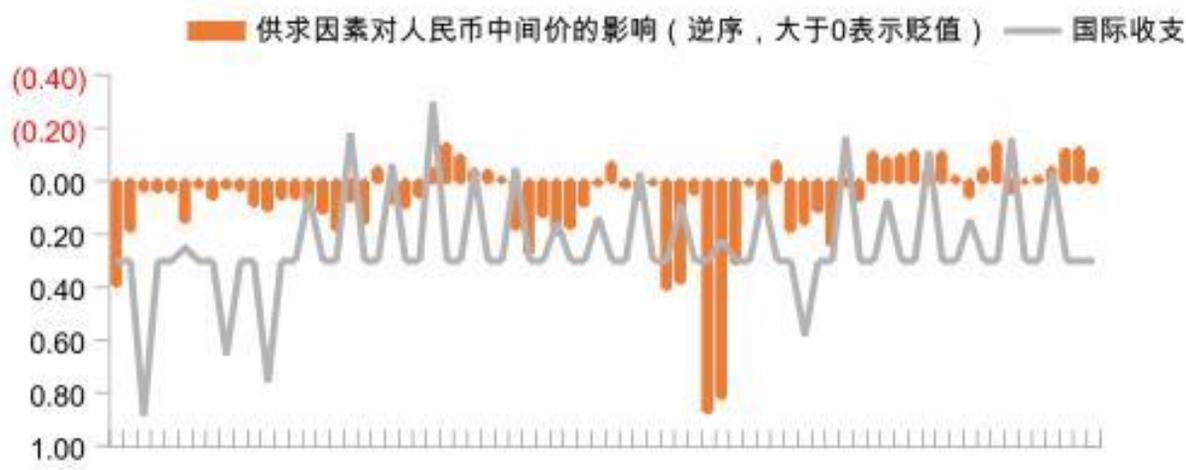
其中，“收盘汇率”主要反映外汇市场供求状况；“保持一篮子货币汇率稳定”则使得美元兑人民币汇率与美元指数的相关性增强，因美元作为国际储备货币的地位，意味着其它一篮子货币与美元指数有较强的反向相关性，若要使人民币对一篮子货币汇率稳定，则需要人民币强化与美元指数的这种反向相关关系。将人民币中间价的变化拆解为这两个部分，可以发现，在2020年7月之前，市场供求在大多数时间段内都发挥着推动人民币贬值的作用（2018上半年为一例外），主要依赖于盯住一篮子货币和逆周期因子，起到反向平衡作用；而2020年下半年以来，市场供求开始持续发挥带动人民币升值的作用。

人民币中间价影响因素拆分（月度）



2021年9-12月期间，市场供求因素对人民币中间价起到3150个基点的升值拉动，而一篮子货币汇率对人民币中间价起到2228个基点的贬值推动，从而人民币汇率仍然累计升值922个基点。可见，近期美元兑人民币汇率与美元指数之间的背离、人民币兑一篮子货币汇率的持续走高，直接原因就是受外汇市场供求的驱动。

国际收支状况决定了外汇市场供求的变化趋势，对人民币汇率走势具有根本性影响。当国际收支顺差扩大时，境内美元供给增加，推动人民币汇率升值，反之亦然。2015年“811汇改”到2016年底，中国国际收支差额占GDP的比重大额转负，外汇市场上人民币相对于美元供大于求，导致这一时期人民币汇率贬值压力较大；2017年初到2018年中中美经贸冲突之前，得益于外需向好，中国国际收支状况显著改善，人民币汇率贬值压力开始减弱，2017年四季度市场供求对人民币汇率的影响甚至由贬值转为升值；2018年中随着中美贸易摩擦的爆发，中国国际收支状况再度恶化，人民币贬值压力也再度显现；直到2020年二季度以来，由于海外疫情暴发和中国供应链优势尽显，中国国际收支状况明显回暖，成为人民币汇率持续升值的根本原因。总的来看，尽管国际收支的统计与实际外汇交易的发生存在频率错位，但仍可观察到国际收支总差额的变化对人民币汇率中间价中市场供求因素的趋势性影响。



国际收支总差额由三部分构成：经常账户、资本账户、非储备性质金融账户，其中资本账户占比较小。新冠疫情以来，中国经常账户持续保持大额顺差，成为国际收支状况改善的根本原因。

经常账户差额由货物和服务差额、初次收入差额、二次收入差额三部分组成，其中货物和服务差额对经常账户差额起主导作用。2011年以来，中国货物贸易持续顺差，但服务贸易逆差的影响也在不断增强。新冠疫情暴发后，中国货物贸易顺差明显增加，而旅行等活动受限导致服务贸易逆差迅速收窄，由2019年四季度的594亿美元降至2021年第三季度的319亿美元，其中仅旅行一项逆差就缩窄了231亿美元。

考虑到新冠疫情仍在不断变异和蔓延，国际旅游短期内尚看不到快速修复，因而中国经常项目顺差在高位还具有一定韧性。但随着海外逐渐复工复产和海外经济复苏放缓，中国商品贸易顺差预计将有所收窄，从而使2022年中国经常账户顺差可能出现较温和回落。

非储备性质的金融账户可分为直接投资、证券投资、金融衍生工具、其他投资四大类。下面我们主要分析直接投资和证券投资两项主动的资本流动项目。

直接投资流入与经济增长状况密切相关。直接投资顺差的增长说明国际资本对中国长期经济增长较为乐观。这从 PMI、名义 GDP 增速与直接投资顺差的相关性上可以印证这一点，即当中国经济增长加快时，直接投资顺差也处于高位。新冠疫情后，由于中国经济率先复苏，外资对中国经济的信心也迅速恢复，直接投资差额由 2020 年二季度的 47 亿美元，升至 2021 年一季度的 757 亿美元，创下历史第二高的记录。往后看，中国已经过了疫情后复苏最快的阶段，2022 年经济增长将步入常态化，未来直接投资的高额顺差也将趋于回落。

证券投资顺差的大幅扩张则主要得益于近年来中国大力推进金融对外开放，中美利差则对其短期节奏产生影响。2017 年以来，中国资本市场开放大步向前，带动中国证券投资项目顺差大幅扩张，并将在中长期内带动外资持续流入。而外资流入的短期节奏则受到中美利差的影响。历史上，中美 10 年期国债利差与证券投资差额之间有节奏上的相关性，中美利差的倒挂或缩窄都对应于证券投资项的逆差或顺差大幅收窄。2022 年在中美货币政策出现“松紧差”的情况下，预计中美利差还将进一步收窄，从而不利于外资流入中国股债市场。

除国际收支这个根本因素以外，还有若干短期因素对近期人民币汇率

的强势起到关键作用：

季节性结汇因素。尽管贸易顺差为企业带来了外汇收入，但企业可能不会立即将外汇结算为人民币。一般来说，每年的年末至下一年的春节之前，企业结汇意愿较强，2021年贸易顺差的高增也提升了企业的可结汇金额。从金融机构的外汇存款来看，2021年10月以来，外汇存款重新开始上涨，并在11月再次触及1.02万亿美元的历史极值。外汇存款高增，说明企业可用于结汇的外币资金较多，这是支撑2020年末至今银行代客结汇金额大幅增长的主要原因。2021年11月，银行代客结汇金额达到2251亿元，环比增长26.3%，同比增长35.3%。历史上，银行代客结汇同比与人民币汇率有较好的相关性，2021年末的结汇高峰同比更强，成为驱动年末人民币汇率升值的重要力量。

海外疫情再度恶化。人民币汇率走向与海外疫情的发展也高度相关。2020年6月到2021年1月，海外新冠确诊病例持续攀升，美元兑人民币汇率从7.16一路升值到6.46，走出一轮波澜壮阔的行情。2021年4月海外疫情反扑的过程中，人民币汇率重返升值，到5月31日创下6.36的低点，随后触发央行上调还会存款准备金率才有所调整。在2021年11月这一波奥密克戎变异毒株带动的海外疫情中，人民币汇率再度开启升值，于12月9日创下6.35新低。海外疫情的周期性恶化，凸显出中国防疫措施之有效、经济增长稳定性之强，成为提升对人民币资产信心的重要因素。这是支持国际收支改善的内在原因之一。

中美关系的演变。以 2020 年 8 月 25 日中美领导人通话表示继续推动中美第一阶段经贸协议落实为转折点，中美关系的边际向好成为促使人民币不断走强的重要推动力。尤其是 2021 年 9 月 10 日习近平同美国总统拜登通电话以来，中美关系陆续释放积极信号，人民币汇率强势的基础不断夯实。



2021 年 12 月 9 日央行发布公告称, 将于 2021 年 12 月 15 日起将外汇存款准备金率由现行的 7% 提高到 9%。这是年内央行第二次上调外汇存款准备金率, 上一次是 5 月 31 日宣布从 6 月 15 日起将外汇存款准备金率

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_35692

