

银河期货研究所宏观研究年终专稿之一

山雨欲来风满楼

——2021 年人民币汇率展望

内容提要

2020 年，人民币汇率在受到疫情、中美关系等冲击后，走出先抑后扬走势，而受制于各基本面影响，人民币汇率依旧有望在合理均衡的水平上，维持双向波动的格局。

但是，2015 年的“811”汇改已经经历了 5 年多的时间，在新的形势下，人民币汇率面向自由化、市场可兑换化和人民币国际化必将迈出新的步伐。

我们预期双向波动的幅度参考境外的经验将进一步放宽，近期人民币的升值在某种意义上可认为是踏上了寻求双向波动上限的道路；我们还预期，参考境外的经验，对有管理浮动制度的核心，即中间价的管理也将有新的变化与突破。

一．如何看待近期人民币的升值

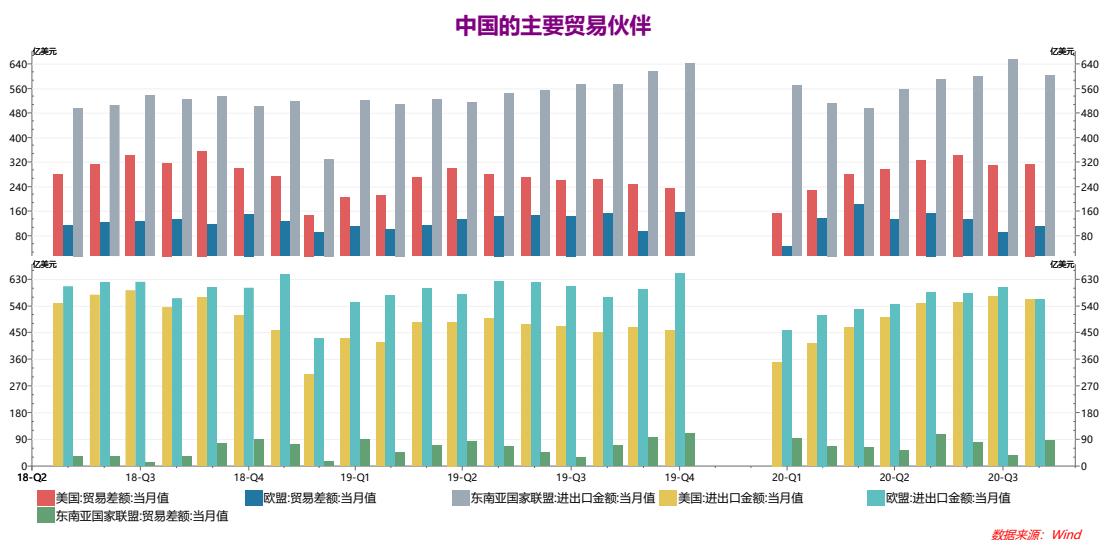
近期，人民币汇率出现了一定幅度的升值，特别是在突破 6.7 元的关键位置后，人民币汇率加速上行。笔者认为，近期人民币升值是由国内外基本面因素所决定的。

首先，是因为疫情对境内外产生了不同的影响。由于中国首先控制了疫情，导致中国出口出现了大幅增长，同时，由于境外旅行停滞，导致中国的经常项目出现了比较大的顺差。

其次，由于美元走势的走弱，推升了人民币汇率，尽管这一影响是间接的，因为人民币根本不是狭义美元指数的篮子货币。只因为人民币中间价格要求维持一篮子货币的稳定，美元指数波动后，将因此对中间价进行一定幅度的调整所致。

第三，中国加入了以东盟等国为核心的、全球最大的自由贸易区——RCEP。由于东盟是中国最大的贸易伙伴市场预期将大大提升中国的外贸规模。

图 1：东盟是中国最主要贸易伙伴

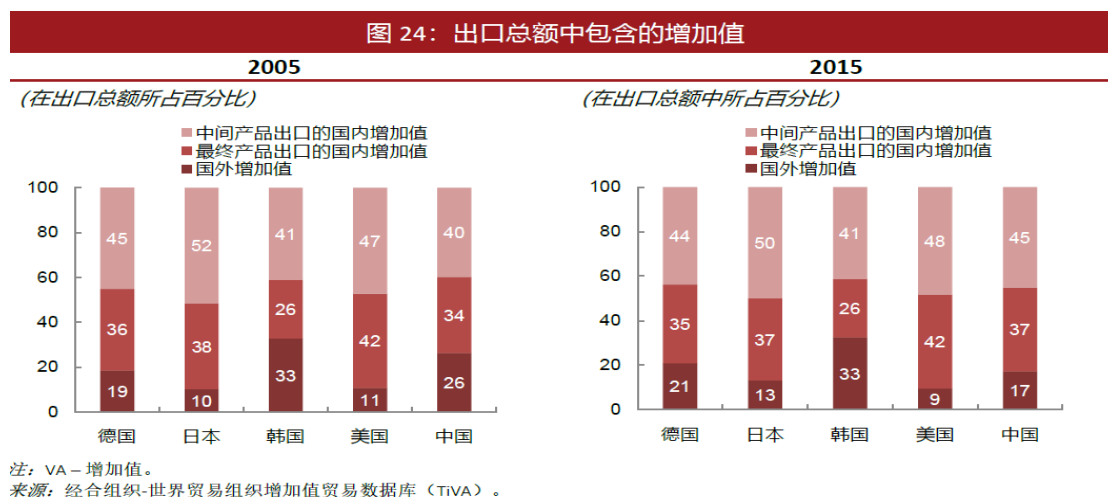


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

根据世界银行的报告，中国的中间品贸易已经占到较高比重，前向参

与度不断提升。中国已经成为仅次于美国、德国的世界第三大中间品贸易中心。

图 2：出口总额中，中间品贸易增加值比重不断提升

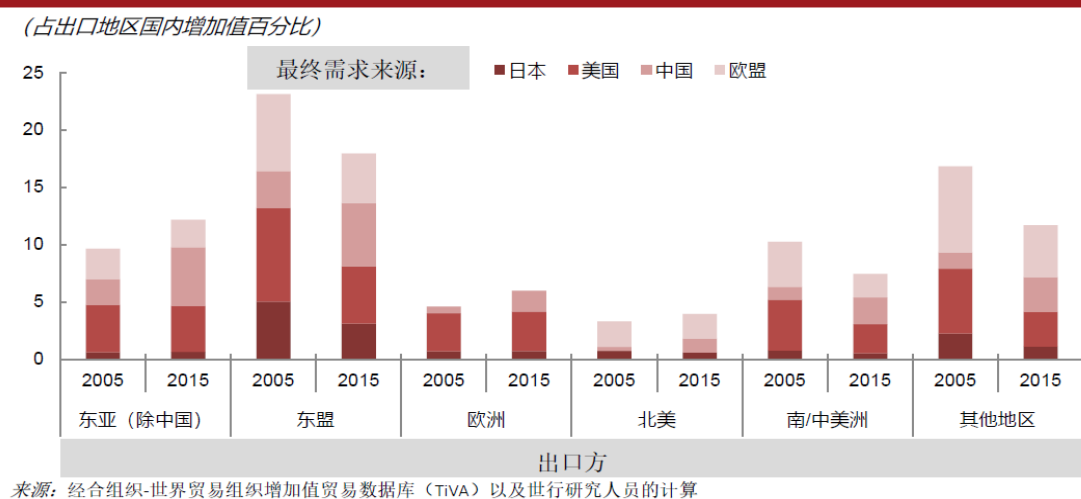


资料来源：银河期货研究所 世界银行

而且，根据世界银行的报告，中国在对东盟贸易中以中间品等贸易为主，而且，中国成为东盟最重要的最终需求来源国。

图 3：中国已经成为东盟等国的最终需求来源国

图 27：来自欧盟、日本、美国和中国的需求在国内增加值中占比



资料来源：银河期货研究所 世界银行

因此，即使汇率回升对出口有影响，但这一影响是可以向好抵补的。这在一定程度上也可以解释为什么近年来汇率波动较大，但对我国的贸易影响没有预计中之大的原因。

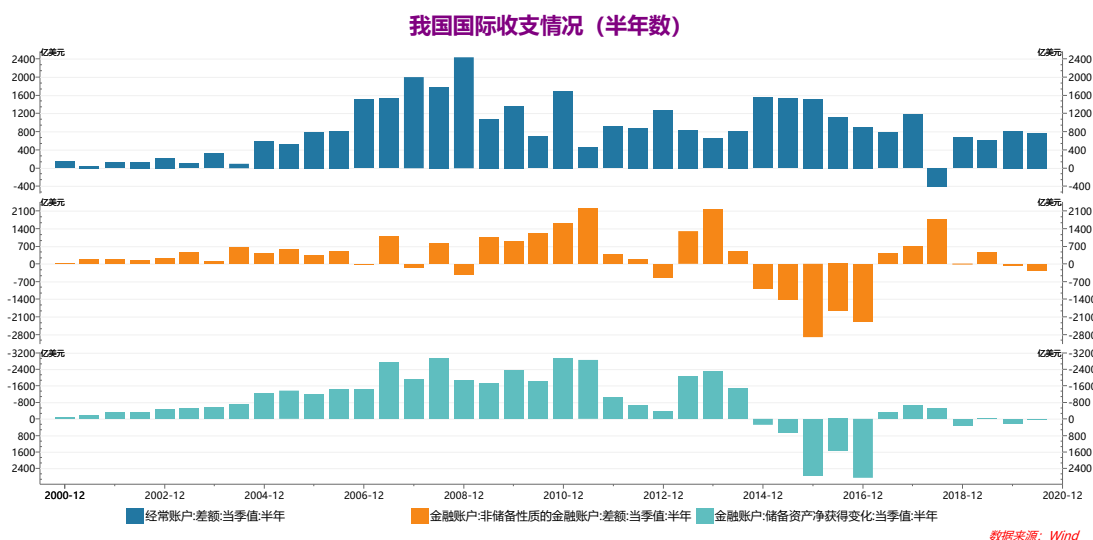
第四，美元兑人民币汇率跌破 6.7 元后，在有管理的双向浮动制度下，人民币汇率踏上了寻找新的双向波动上限的征途，在外汇交易中心表示将逐步退出逆周期因子对中间价影响的情况下，寻找双向波动的上限将更多地体现市场化的特征。

二．在合理均衡水平上的进行双向波动依旧是基本格局

尽管如此，我们依旧认为人民币汇率在合理均衡的水平上保持双向波动的格局不会轻易改变，因为，在目前的情况下，人民币也缺少持续升值的基础。

首先，一国的国际收支反映了一国的外汇供求情况。从二季度和上半年我国的国际收支情况看，有几个隐患和问题值得我们关注。

图 4：我国国际收支情况（半年数）

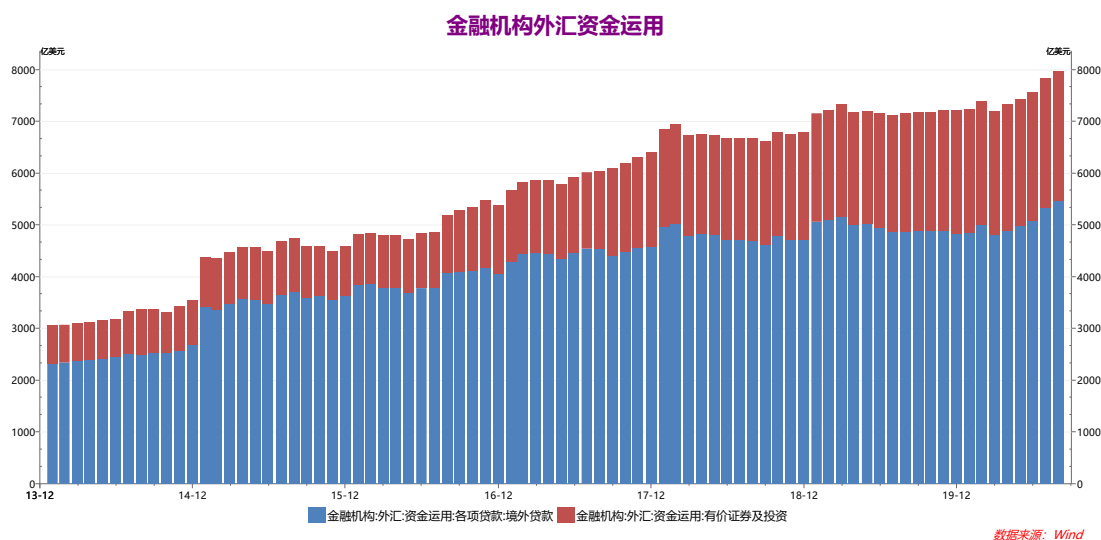


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

一是经常项目顺差主要是因为旅行服务逆差减少和货物贸易衰退性顺差导致的，和疫情有着很大的关联，具有一定的偶然性。当前，贸易保护主义在世界经济衰退的背景下沉渣泛起，要保持经常项目持续顺差有相当的难度。

二是在非储备性质金融账户方面，直接投资顺差出现趋势性下降，经常项目中的投资收益项也显示外资扩大再投资意愿下降；证券投资尽管顺差，但具有不稳定性。而其他投资出现巨额逆差，央行数据同时也显示，境内机构用于境外存款和有色证券及投资的资金创下新高。同比与环比大幅增加值得关注。

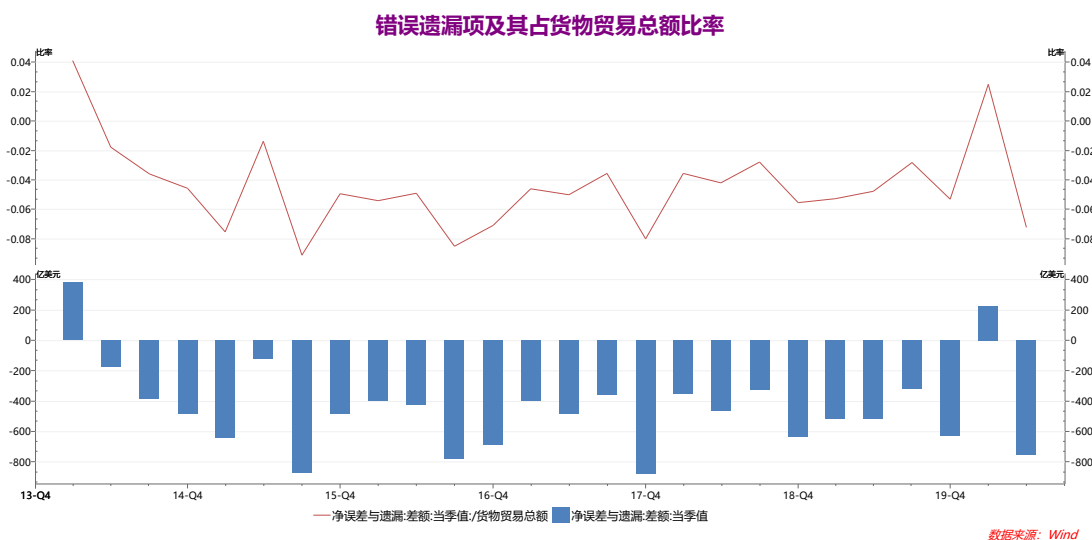
图 5：金融机构外汇资金运用



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

三是错误遗漏项再度出现不正常态势，加上其他投资项逆差 严重，说明有短期资本外流和外逃情况，值得警惕与关注。而这一切均发生于人民币汇率相对坚挺的背景下，说明市场对人民币汇率的预期依旧不稳定。

图 6：错误遗漏项占货物贸易总额比率超过 5%的临界值

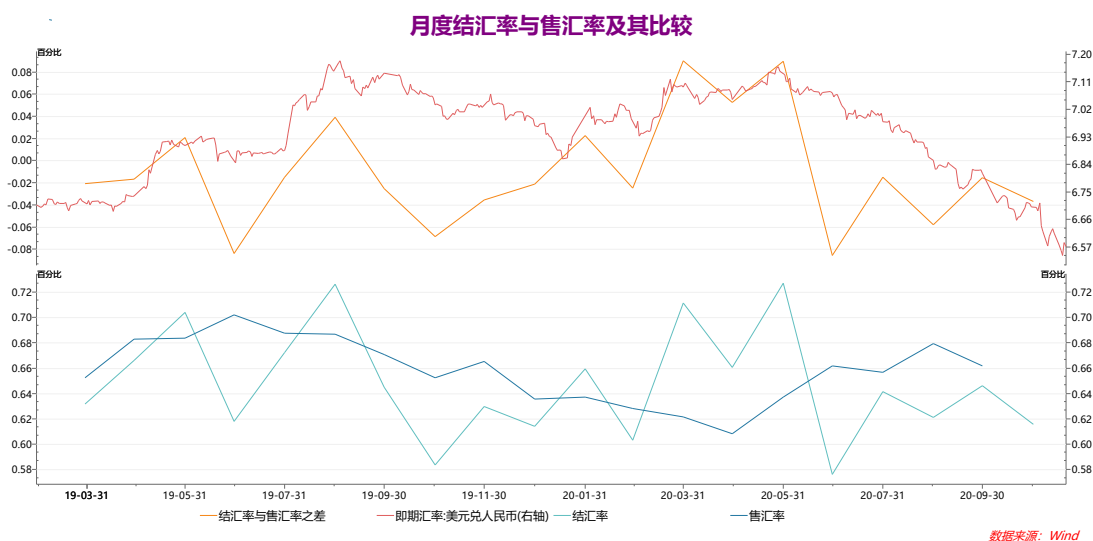


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

四是从半年数看，由于经常项目逆差，非储备性质金融账户顺差，储备资产从半年数看是下降的，减少了 59.2 亿美元。特别值得关注的是去年下半年，储备资产减少了 216.93 亿美元。当然，从第三季度的初步数看，储备资产增加了 93 亿美元，但低于二季度增加了 191 亿美元。

其次，我们还注意到尽管人民币出现了比较大的升值，但是，从结汇率和售汇率来看，依旧处于倒挂，从最新 10 月的数据看，10 月结汇率倒挂从 2% 扩大到约 4%，其中，结汇率从 65% 下跌到 62%，售汇率尽管也下跌，但跌幅相对有限。这足以说明市场对人民币汇率升值具有不稳定的预期。

图 7：月度结汇率与售汇率比较



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

第三，中美关系的不稳定也将对人民币汇率构成冲击。我们注意到，近两年来，人民币汇率受到冲击均与中美关系有关，如 2019 年 9 月、2020

年 5 月。尽管美国总统换马，但中美关系不可能一帆风顺，一旦出现冲突与波折，依旧将对人民币汇率产生冲击。

三. 央行存在着一个未被明示的双向波动目标管理区

根据笔者的长期观察汇率的波动和央行的应对措施，在有管理的浮动体系下，央行明显存在着一个没有明示过的目标管理区。在 2018 年以前，其目标管理区以 6.6 元为中心，在 6.3 元和 6.9 之间。而在 2018 年 4 季度以后，其目标管理区以 6.95 元为中心，在 6.7 元和 7.2 元之间：

在 2018 年 8 月，美元兑人民币曾经一度上升到 6.9 元以上，央行对此采取了包括恢复远期售汇风险准备金、重新启用逆周期因子、通过发行离岸央行票据等手段收紧离岸市场人民币流动性、并提高离岸人民币交易成本等果断措施，美元兑人民币汇率因此重新回落到 6.9 元以下的区间。

而在 2018 年四季度，在美元再次升破 6.9 元的时候，央行却没有如同 8 月份对汇率采取果断措施，而是容忍美元升破 6.9 元，并逼近 7 元心理大关。此举一般被解读为在面对国内经济下行压力加大的情况下，央行希望发挥汇率在调节功能 突破不可能三角 守护内部平衡和外部平衡的相对统一

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_1268

