

双向波动依旧是基本格局

——2021 年下半年人民币汇率展望

内容提要：

下半年，受制于国内外各种因素，下半年的人民币汇率走势可能没有上半年如此强，但是，人民币将在合理均衡水平上保持相对稳定，根据一年期 NDF 计算人民币隐含贬值率仅仅为 0.01%，而汇率双向浮动依旧是基本特征，不存在单向升值或单向贬值的可能和条件。但是人民币在双向波动中可能不断拓宽波动区间，增强汇率弹性，发挥汇率调节内部和外部平衡的自发作用。

我们在 2021 年年度宏观研究报告——汇率篇：《山雨欲来风满楼》中认为，人民币汇率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

从今年上半年的走势看，人民币汇率走出了一波明显的上扬行情，对 2018 年上半年的高点构成了挑战，尽管在 5 月底，央行发出明显的汇率稳定信号，并推出了提升外汇存款准备金举措，在加上美元指数反弹，人民币汇率有所回落，但总体上半年依旧表现出相对强势。

展望下半年，人民币在合理均衡水平上保持相对稳定的基本格局不会轻易得到改变，人民币有望在合理均衡水平上进行有管理的双向浮动，并不断拓宽双向

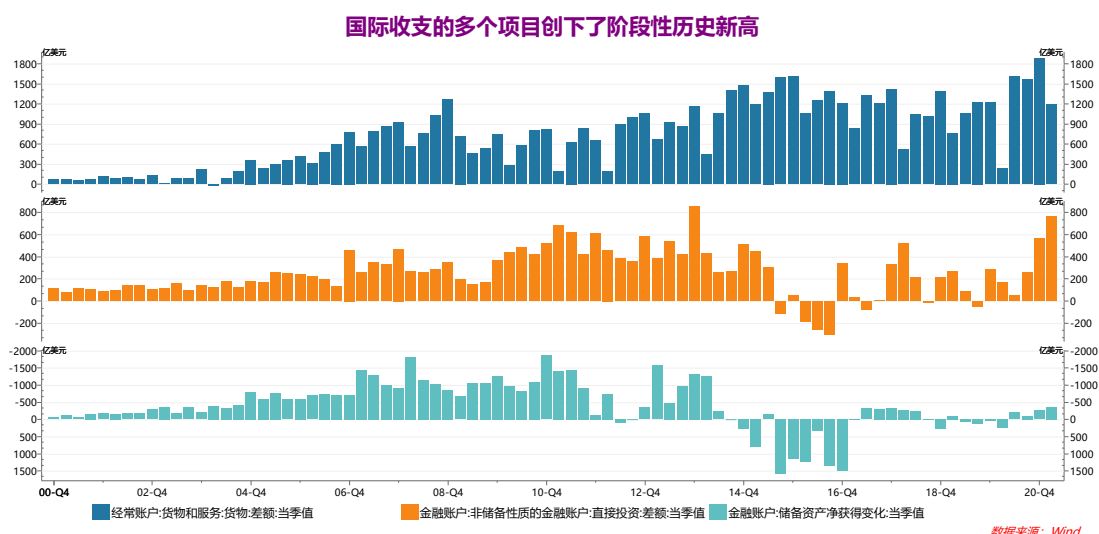
波动的区间，增强汇率波动的弹性，发挥汇率作为经济杠杆之一调节内部平衡和外部平衡的作用。

相对于上半年的强势走势，下半年，人民币汇率走势可能相对温和，也不排除出现一定回贬的可能。我们之所以作出这样的判断，是基于对国内外政治经济环境的判断。本文将从中国本身的经济、对外经贸和金融状况、美元指数、中美等对外关系、人民币汇率改革和市场因素等几个维度进行综合分析。

一. 中国的本身的经济、经贸与金融状况

去年下半年以来，人民币汇率之所以出现比较强的升值势头，是因为中国首先控制住了疫情，首先实现了经济的恢复。其中表现之一是中国的国际收支状况得到明显的改善。今日公布的国际收支看，无论是国际储备的增加数，还是外商直接投资的流入数均创下了阶段性的历史新高，而去年四季度的货物贸易收支又创下了阶段性历史新高。

图 1：国际收支的多个项目创下了阶段性历史新高

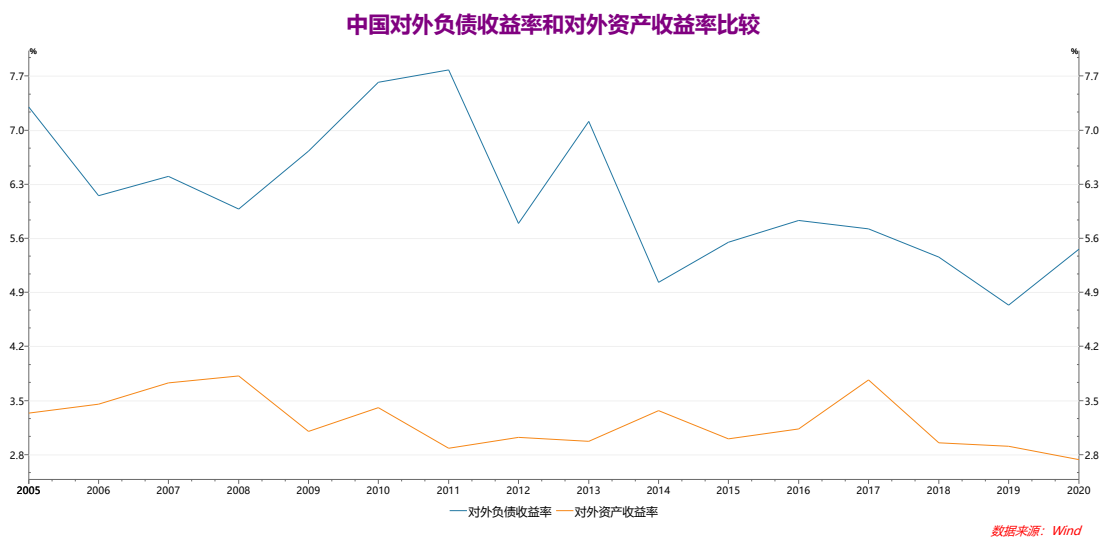


资料来源：银河期货研究所 WIND 国家外汇管理局

但是，随着疫情在欧美等发达国家得到逐步控制，中国的国际收支状况下半年存在着边际走弱的情况。

首先，从经常项目看，货物贸易的顺差可能境外生产的恢复可能会减少，服务贸易方面的逆差可能会因留学等的恢复逆差可能会恢复，投资收益方面也会因为欧美国家经济恢复，中国经济存在着消费不足的压力，经济增长势头边际下降而导致投资收入流出增加，流入减少。即前阶段出现的中国对外负债收益率回升而中国的对外资产收益率下降的情况有可能出现边际改变。

图 2：中国对外负债收益率和对外资产收益率比较

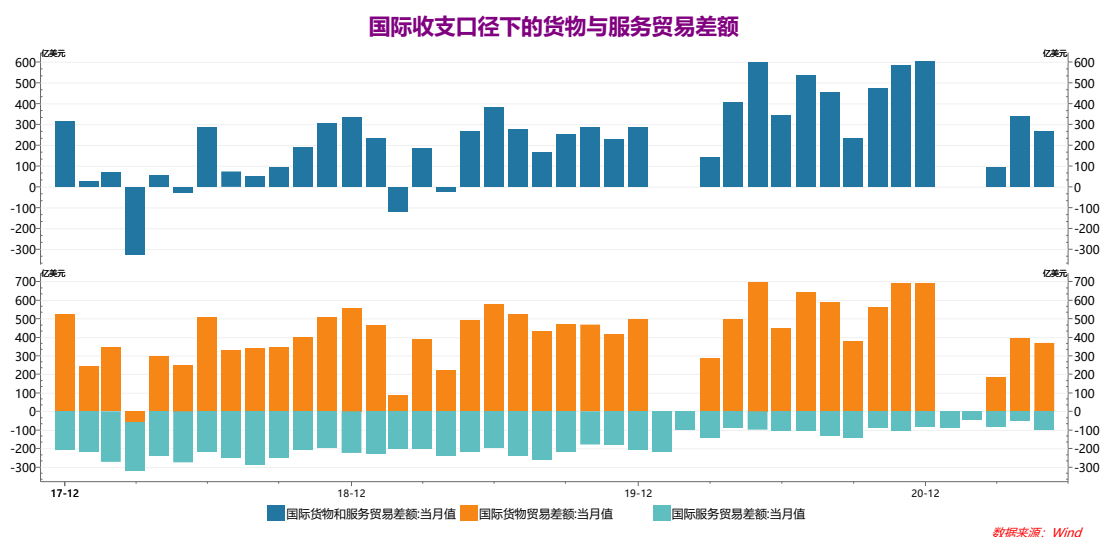


资料来源：银河期货研究所 WIND 国家外汇管理局

其实，从今年一季度和四季度的货物贸易差额看，今年一季度的货物贸易差额顺差已经弱于去年四季度。从高频数据——外汇管理局公布的按照国

从收支口径计算的货物和服务贸易看，货物贸易顺差趋于减少而服务贸易趋于逆差增加。

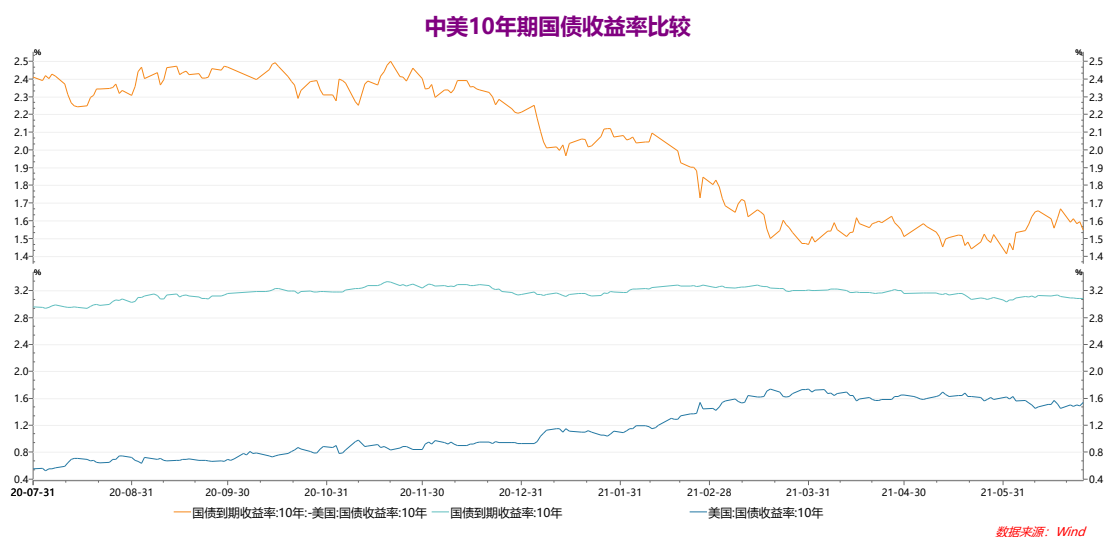
图 3：月度国际收支口径计算的货物和服务贸易



资料来源：银河期货研究所 WIND 国家外汇管理局

其次，从非储备金融账户看，随着外部经济的恢复，中国的直接投资顺差也可能出现边际下降，在证券投资方面，中美之间前期存在的较大利差存在着缩小的可能，这影响到债券投资资金的流向。

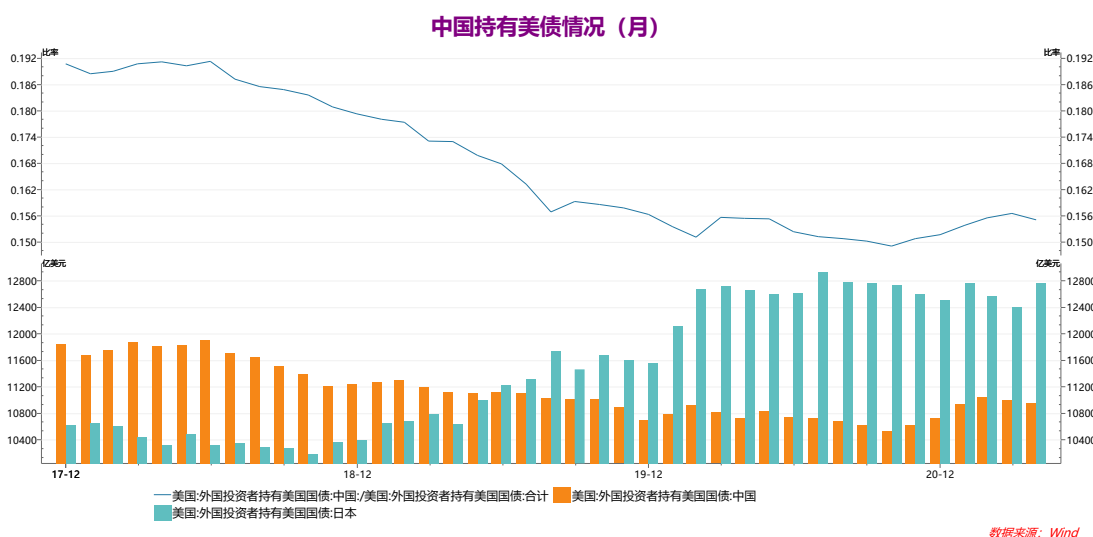
图 4：中美 10 年期国债收益率比较



资料来源: 银河期货研究 WIND

实际上中国自去年 12 月结束了去年 5 月开始的减持美债的趋势，而开始增持美债，尽管 3 月和 4 月连续有所减持，但减持量十分有限。我们还注意到日本对美债进行了大幅增持。

图 5：中国持有美债的情况

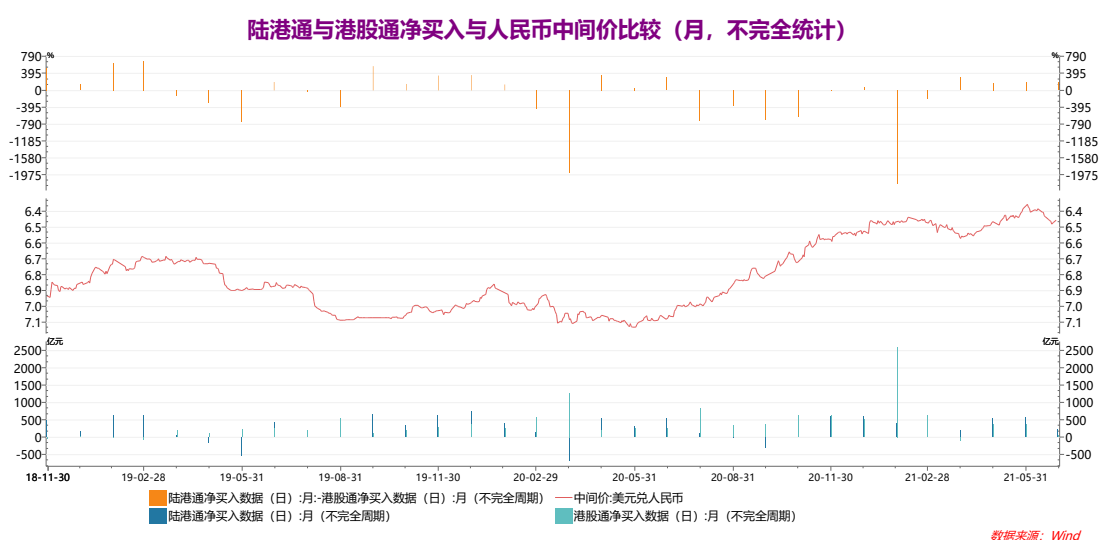


资料来源: 银河期货研究美财政部 WIND

而股票投资方面的资金流入和流出缺乏一定的趋势性，中国股票市场的总体

高估和市场化、国际化程度相对较低一直是外资大量流入的障碍。我们认为决定外资是否进入股市的原因在于市场估值是不是合理，人民币汇率等因素有影响，但不是绝对的。不然，我们难以解释今年一季度在人民币强势的情况下为什么股票投资项是逆差，也难以解释为什么 2019 年初和 2020 年上半年在人民币相对比较弱的情况下，外资又大量流入中国股票市场。

图 6：陆港通与港股通净买入与人民币中间价比较（月，不完全统计）



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

实际上，如下图所示，从今年前 3 个月的情况看，境外机构与个人持有境内股票的流通市值占比是微跌的。

图 7：境外机构与个人持有境内股票流通市值占比

境外机构与个人持有境内股票流通市值占比

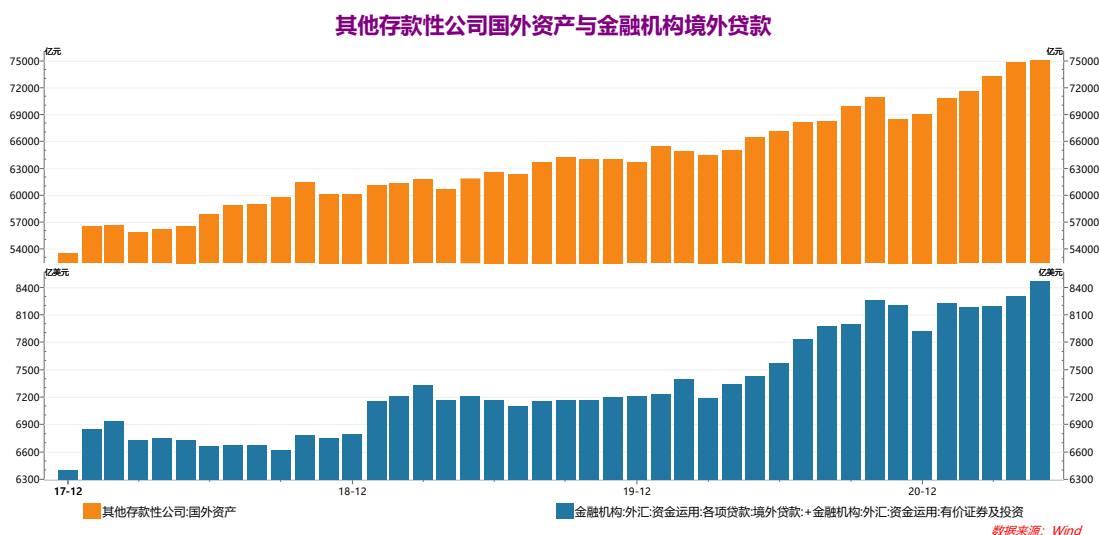


数据来源: Wind 资料来源: 银河期货研究

外汇管理局 WIND

而其他投资项目由于一方面银行的代客收付款和代客结售汇顺差增加，另一方面央行的外汇占款增加有限，大量的外汇资金以商业银行的国外资产等形式存在，因此，其他投资的巨额逆差难以改观。

图 8：其他存款性公司国外资产与金融机构境外贷款创新高



数据来源: Wind

资料来源: 银河期货研究 外汇管理局 WIND

综合以上的分析，我国国际收支在多个分项创下历史新高后，在新的国际和国

内形势下，要继续创下新高有一定的难度。一国的国际收支综合反映了一国的外汇供求状况，下半年的外汇供求状况可能偏弱于上半年。

二. 美元指数的走向

尽管人民币不是狭义美元指数的权重货币，但是，我们对中间价的管理要求对在参考前一天外汇交易中心收盘价的基础上，根据美元指数的波动，为保持对一篮子货币的稳定，对第二天的中间价进行调整。即上半年，人民币汇率之所以相对较强，一个重要的因素是美元指数相对较弱。

我们认为，尽管从长期看，美元的地位确实存在挑战。历史数据也显示，自 1971 年 8 月 15 日布雷顿森林体系崩溃以来，美元相对于黄金确实出现了江河日下的趋势，从一盎司黄金 35 美元到目前的 1700 美元，但是，美元的国际储备地位依据相对稳定，美元的储备货币地位消弱是个非常长期的过程。

图 9：黄金的美元价格趋势

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_20385

