



宏观深度报告

证券分析师

芦哲

资格编号: S0120521070001

邮箱: luzhe@tebon.com.cn

研究助理

相关研究

如何看待近期人民币汇率升值 ——兼论人民币汇率分析“三碗面”框架

投资要点:

- **核心观点: 10 月 19 日离岸人民币汇率破位升值后或再陷入震荡区间。**基于汇率波动的“测不准”原则, 本文的重点并不是“预测”10 月 19 日人民币汇率强势升值以后的走势, 而是将 10 月份汇率波动放置在本轮升值周期的背景下, 从我们总结而来的人民币汇率“三碗面”研究框架出发, 审视应如何分析人民币汇率波动的周期以及如何有效跟踪人民币汇率波动。综合人民币汇率期权市场分解而来指标, 虽然美元兑人民币汇率突破 7 月至 10 月的震荡区间下沿 6.43, 但是 6.35 的年底币值高点依然阻力牢靠, 在 6.35-6.40 的密集成交区间内, 人民币汇率或再度陷入震荡, 延续“双向波动”的行情特征。
- **从供需“基本面”来看:**与欧元汇率决定和惯常的认知并不完全相同, 人民币对美元汇率的基本面是美国经济, 其基本传导链条是: 美国经济复苏推动对华进口增加→增加中国制造业净出口需求→净出口扩张经常贸易顺差→推动结汇需求增加→人民币汇率趋于升值。从中长期维度看, 体现外汇市场供需的国际收支是决定本币汇率的基础。偶然性的极端事件或在短期内引致本币汇率的大幅波动, 且市场形成的一致看涨或看跌的市场情绪和预期也会对汇率市场形成扰动, 但是从历史经验看这种扰动往往不会超过一个季度。
- **从投资“资金面”来看:**随着近年来股票市场和债券市场外部资金流入占比提升, 跨境证券资金流动和汇率的关系愈加紧密。从国际收支来看, 国际收支非储备性金融账户代表常住单位证券投资、直接投资和其他投资, 包括能够反映居民和企业部门跨境资金流动的“证券投资”和反映“热钱”流向的“其他投资”两个方面。由于中国尚未实现资本与金融账户的可自由兑换, 中国居民部门对海外的证券投资还受到限制, 海外部门对中资资产的投资也有额度控制, 证券投资差额的变动对人民币汇率的影响并不取决于人民币汇率预期升贬值, 而是境内外“利差”的环境。“热钱”流动取决于人民币资产收益率和美元负债成本之间的“套息交易”, 对美元流动性更加敏感。
- **从利率“市场面”来看:**由于人民币不是完全可自由兑换的货币, 资本流动管制形成汇率向利差收敛的制度性障碍, 因此中美利差和人民币汇率之间的关系不能完全解释人民币汇率波动。中美利差扩张不意味着升值、中美利差收窄不意味着贬值。我们根据中债和美债的利差反映“经济基本面”的角度变形出“期限利差之差”, 从经验结论看: 若中债期限利差较美债期限利差更为陡峭, 人民币汇率趋于贬值; 若中债较美债更加趋于平坦, 人民币汇率趋于升值。
- **如何从离岸人民币汇率期权捕捉汇率变动信号:**聚焦于“波动率”以及波动率的信号, 结合不同行权价格和不同到期期限之间的期权合约隐含波动率之间的关系, 可提取到对未来汇率价格变动的信息: (1) 风险溢价 (Risk Premium): 当风险溢价从周期高点回落时, 往往预示着汇率即将进入震荡期; 当风险溢价摆脱周期低位开始回升时, 一般指向汇率将从震荡区间突破; (2) 期限溢价 (Term Premium): 期限溢价越高, 表明未来发生极端事件的概率也越高; (3) 微笑曲线 (Smile/Skew): 分为 1 年期 CNH 风险逆转 (Risk Reversal) 和蝶式期权 (Butterfly): 当市场形成单边升值趋势/单边升值预期、或单边贬值趋势/单边贬值预期时, 更高行权价往往被投资者赋予更高溢价, 推升风险逆转因子。
- **风险提示:**四季度美联储 Taper 政策节奏; 美元流动性出现意外紧缩; 中国央行货币政策超预期宽松。

内容目录

1. 如何看待近期人民币汇率强势突破	4
2. 人民币汇率分析的“三碗面”.....	7
2.1. 供需“基本面”：强劲的出口推动结汇.....	8
2.2. 投资“资金面”：跨境资金怎样变动.....	11
2.3. 利率“市场面”：从“利差之差”看汇率.....	13
3. 如何从离岸人民币汇率期权捕捉汇率变动信号.....	15
4. 风险提示	17

图表目录

图 1: 2021 年 7 月至 10 月上旬 USDCNH 形成了 6.43-6.51 震荡区间, 9 月至 10 月有 9 次试图突破底部区间	4
图 2: 美元指数净多头持仓面临止盈压力	5
图 3: 汇率升值突破后即期汇率成交量出现“跃升”	5
图 4: 本轮人民币汇率升值周期超出美元指数所能解释的范围	6
图 5: 本轮升值周期“中间价”的政策引领作用淡化、离岸市场强于在岸	6
图 6: 欧元/美元汇率升贬值周期体现欧美景气度之间的相对强弱	8
图 7: 和欧元/美元汇率不同, 人民币汇率的基本面在美国经济	8
图 8: 美国 ISM 制造业进口分项和人民币汇率高度相关	8
图 9: 2020 年 5 月份以来中国贸易顺差持续扩张	8
图 10: 国际收支差额是本币汇率中长期走势的基础	9
图 11: 混杂“预期”的结售汇行为不能完全解释即期汇率变化	10
图 12: 证券投资差额	11
图 13: 证券投资账户取决于资本市场开放程度	11
图 14: “热钱”消退源自市场打破了人民币维持单边升值的预期	12
图 15: 陆股通资金和美元指数密切相关	12
图 16: 人民币升贬值预期对陆股通资金的解释力度较小	12
图 17: 汇率对冲后中债美元收益率已经低于美债收益率	13
图 18: 本轮人民币升值周期, 1Y 中债美元收益率已经低至负值	13
图 19: 中美利差趋于收敛、可是人民币汇率却“逆势”升值	14
图 20: 中美基准利率之差收敛, 对期限溢价引导作用下降	14
图 21: 中美“利差之差”和人民币汇率走势	15
图 22: 离岸人民币汇率期权市场隐含的价格信号: 风险溢价指向突破	15
图 23: 离岸人民币汇率期权市场隐含的价格信号: 期限溢价指向未有额外新增信息需要纳入	16
图 24: 离岸人民币汇率期权市场隐含的价格信号: 风险逆转因子走向平坦化, 人民币汇率未来走势分歧在增大	16

“人类思想中没有比讨论货币和汇兑问题更能表现聪明才智的领域。”

——温斯顿·丘吉尔（1949年9月29日英国下议院演讲）

预测汇率是一件极其困难和复杂的工作。2021年5月27日，中国全国外汇市场自律机制第七次工作会议明确表示，未来影响汇率的市场因素和政策因素很多，人民币既可能升值，也可能贬值。没有任何人可以准确预测汇率走势。不论是短期还是中长期，汇率测不准是必然，双向波动是常态。不论是政府、机构还是个人，都要避免被预测结论误导。这就是汇率波动的“测不准”原则。本文的重点并不是“预测”10月19日人民币汇率强势升值以后的走势，而是将10月份汇率波动放置在本轮升值周期的背景下，从我们总结而来的人民币汇率“三碗面”研究框架出发，审视应如何分析人民币汇率波动的周期以及如何有效跟踪人民币汇率波动。

1. 如何看待近期人民币汇率强势突破

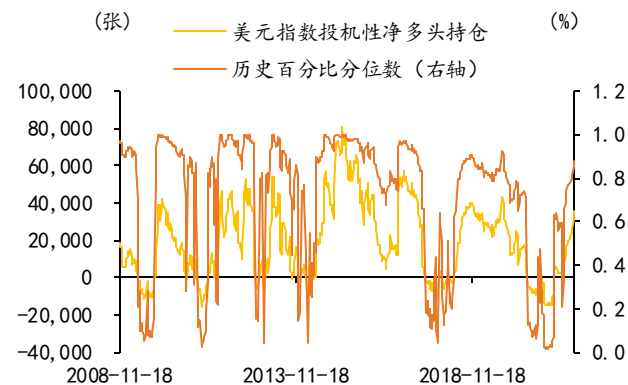
从短期诱发因素看，多重偶发因素共振引发人民币汇率强势升值。2021年7月至10月上旬离岸美元兑人民币汇率形成了以6.43为下限、6.51为上限的震荡区间，由于一个多季度的时间里，人民币汇率稳定在此区间内震荡，在此两个点位形成了密集成交区。在10月19日离岸人民币汇率真正破位升值之前，9月至10月总计有多达9次外汇市场日内交易尝试突破6.43，可惜均未能成功，而10月19日当日离岸人民币汇率升破6.43直接达到6.40以内。

图 1：2021 年 7 月至 10 月上旬 USDCNH 形成了 6.43-6.51 震荡区间，9 月至 10 月有 9 次试图突破底部区间



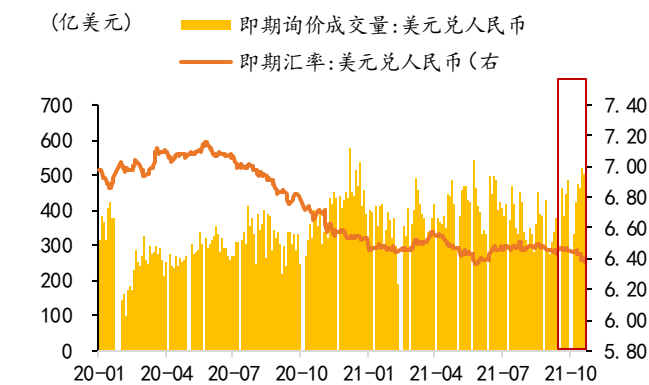
资料来源：Wind，德邦研究所

图 2：美元指数净多头持仓面临止盈压力



资料来源：Wind，德邦研究所

图 3：汇率升值突破后即期汇率成交量出现“跃升”



资料来源：Wind，德邦研究所

(1) 风险偏好回升推动资金从美元回流至新兴市场。美股持续上涨，道琼斯工业平均指数再创新高、“恐慌指数”VIX 持续下行、风险偏好回升推动资金从美元回流至新兴市场，引致美元指数高位回落。

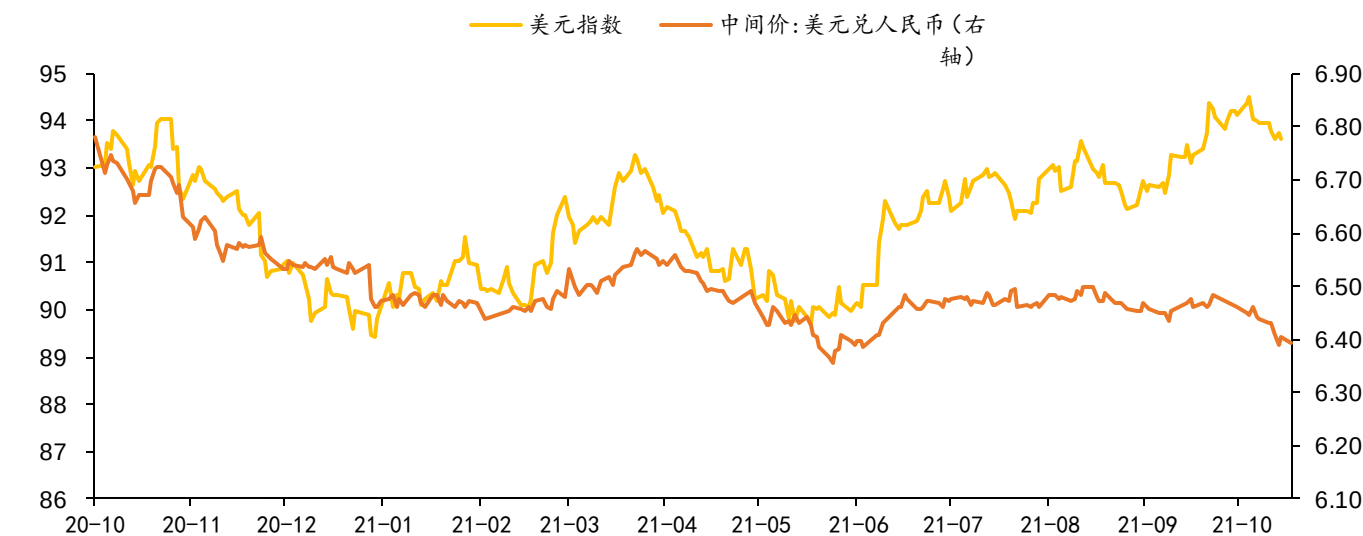
(2) 美元指数期货净多头头寸面临止盈压力，根据 CFTC 公布的美元指数期货持仓显示，截止 10 月 19 日当周，美元指数投机性净多头持仓达到 35,934 张，已经达到历史前 12% 分位数净多持仓水平，浮盈仓位部分了结的压力限制美元指数涨势。然而在美联储 Taper 预期和美债收益率上行的支撑下，美元指数依然有继续走强的基础。

(3) 中国 9 月强劲出口提供了较强的潜在结汇需求，10 月 22 日国家外管局公布的数据显示，9 月份银行结售汇顺差达到 1,355 亿元人民币（等值 209 亿美元），1-9 月份累计结售汇顺差达到 11,637 亿元人民币（等值 1,800 亿美元），临近年末结汇需求或触发人民币汇率破位升值。10 月 19 日当日离岸美元兑人民币汇率开盘即在 6.43 下方，没有像 9 月至 10 月期间 9 次突破未遂，直接触发空头止损，导致当日盘中人民币汇率势不可挡升破 6.37，距离 2021 年 2 月创下的年内最高点 6.35 仅一步之遥。在人民币汇率破位升值之后，在岸即期汇率市场成交量亦出现显著放量，10 月 19 日当日在岸即期询价成交量达到 518 亿美元规模，远超 10 月 8 日至 18 日平均 424 亿美元的成交量。值得注意的是，10 月 19 日当周美元兑人民币汇率共有 2 个交易日尝试突破年初以来 6.35 的广义震荡区间下沿，一次是在 10 月 19 日触及 6.3687，另一次是在 10 月 22 日触及 6.3773，而两个交易日均出现了即期成交量破 500 亿美元的情况，指向在 6.35 至 6.40 密集成交区，如果汇率有效升破 6.35 或催生更大规模交易止损。

从中长周期角度看，10 月份人民币汇率破位升值是 2020 年 6 月升值周期的延续，或仍未触及升值周期的顶部。拉长时间窗口，10 月份人民币汇率破位升值其实并不意外，而是 2020 年二季度以来人民币汇率升值周期的延续。回溯本轮升值周期，当 2020 年 5 月 28 日“港版国安法”出台导致人民币汇率在资本流出的恐慌预期之下触及贬值周期的顶点以后，以此作为起点人民币汇率开启本轮周期。然而在本轮升值周期中，并不同于以往“弱美元”的大环境，本轮人民币汇率升值超出了美元指数下跌的解释范围，即便是 10 月 19 日当周人民币汇率强势走高 0.79 个百分点，美元指数也仅仅是高位回调 0.38 个百分点，从人民币汇率本轮升值周期的起点计算，2020 年 5 月 28 日至 2021 年 10 月 22 日期间美元指数下跌 4.94%，同期人民币汇率升值幅度则达到 10.16%。人民币汇率升

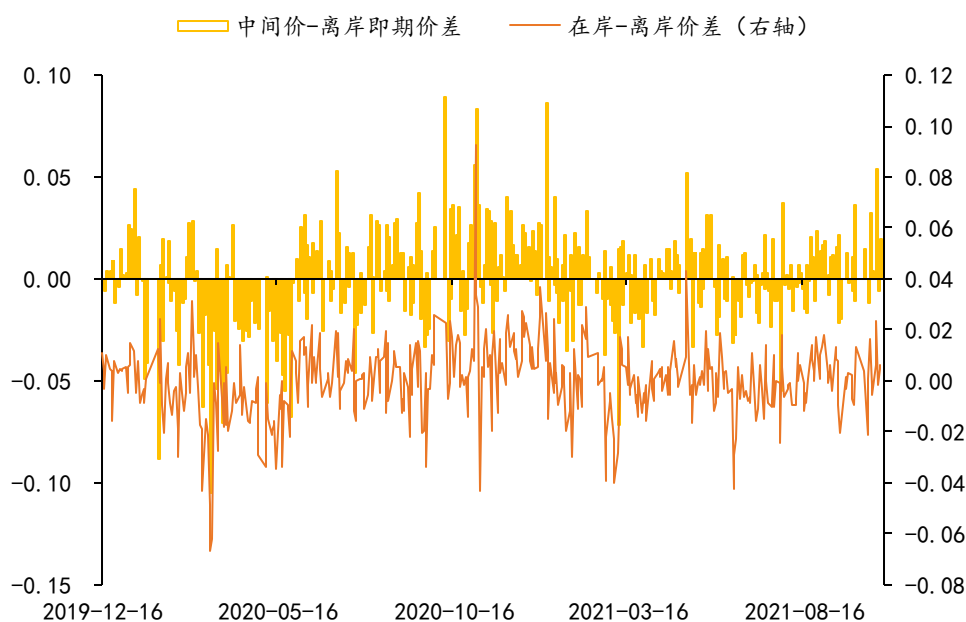
值远超美元指数贬值幅度，说明人民币本轮升值的基础依然在人民币自身的“基本面”。

图 4：本轮人民币汇率升值周期超出美元指数所能解释的范围



资料来源：Wind，德邦研究所

图 5：本轮升值周期“中间价”的政策引领作用淡化、离岸市场强于在岸



资料来源：Wind，德邦研究所

如果细分本轮升值的周期，人民币汇率升值可大致分为以下几个阶段：（1）2020 年 6 月，“逆周期因子”发挥政策引领作用，中间价维持偏强态势稳定在岸和离岸汇率；（2）2020 年 7 月底至 8 月，“逆周期因子”的作用淡化，离岸市场和在岸市场携手升值；（3）2020 年 10 月至 2021 年 2 月，离岸市场率先破位带动在岸汇率“补涨”，并在 2021 年 2 月触及本轮升值周期的阶段性高点；（4）2021 年 2 月至 10 月，人民币汇率进入上顶 6.51、下底 6.35 的震荡区间，尽管

10月19日人民币汇率突破了2021年7月至10月的区间底部6.43，然而从2月份以来的汇率走势看，依然处于宽幅震荡区间。综合来看，2020年5月以来的本轮汇率升值周期，呈现以下3个特征：

(1) “逆周期因子”淡化。2015年“8.11”汇率改革至2017年5月，人民币汇率处于“中间价定价机制改革”的阶段，在中间价形成机制中央行引入了“逆周期因子”这一个政策性的价格引导机制，并且在2017年初至2018年二季度人民币汇率升值周期中，“逆周期因子”频繁发挥作用，起到了稳定汇率、增大波幅的效应。在本轮人民币汇率升值周期中，“逆周期因子”仅仅在2020年6月份面临资本外流风险时稳定了在岸和离岸汇率市场，此后即逐渐淡化。

回顾2021年以来人民币汇率波动，经常出现“引导人民币汇率升值对冲大宗商品涨价”的论调，我们姑且不论人民币汇率升值是否能够做到防御通胀的作用，2021年5月27日全国外汇市场自律机制工作会议已经提到，“汇率不能作为工具，既不能用来贬值刺激出口，也不能用来升值抵消大宗商品价格上涨影响”，5月中下旬和10月份人民币汇率升值背景下，工作会议已经替官方对这种论调做出过驳斥。

(2) 市场化升值为主。尽管美元兑人民币汇率中间价、在岸即期汇率和离岸即期汇率，在不同阶段各自发挥过稳定或引领市场的作用，但是从2020年三季度至2021年四季度，离岸汇价强于在岸市场，常常发挥价格引领作用，说明本轮升值周期，汇率政策贡献并不大，市场化升值是主要趋势。截止10月22日的数据显示，从2020年5月28日起计算中间价累计升值10.37%，在岸即期汇率升值10.51%，离岸即期汇率升值10.69%，表现出“离岸汇价>在岸汇价>中间价”的强势特征。

(3) “贸易条件”和“跨境资金流动”分化。人民币兑美元汇率升值仅仅是狭义的人民币汇率，自从2015年至2017年汇率形成机制不断改革以来，央行更加强调人民币兑“一篮子货币”的指数稳定性，而在本轮升值周期中，代表“贸易条件”变化的人民币汇率指数和指向“跨境资金流动”的美元兑人民币汇率走势之间出现了阶段性分化：如果从2020年5月28日起计算，CFETS人民币汇率指数累计上涨8.65%，而人民币兑美元汇率则升值10.21%；如果从2021年至今的自然年度来看，CFETS人民币汇率指数上涨4.72%，而人民币兑美元汇率则仅仅升值1.04%。也即2020年人民币更多是对美元汇率升值，2021年至今人民币汇率则是对“一篮子货币”的全面升值。从两者对标的宏观经济条件看，跨境资金流动性的改善主要发生在2020年，“贸易条件”因人民币汇率指数上升而趋于不利则主要发生在2021年。

2. 人民币汇率分析的“三碗面”

汇率和利率是货币不同方面的价格。针对汇率如何决定的理论文献汗牛充栋，预测汇率波动的模型研究车载斗量，可由于汇率牵涉到几乎宏观经济体系的所有变量，任何一种理论模型莫不是在若干严苛的假设条件下，抽象出若干影响汇率波动变量做一个理论剪影。可市场直接关心的并非预测模型的适用性，而是如何分析和跟踪汇率市场的波动，我们从最基础或也是最有效的外汇市场供需出发，勾勒分析人民币汇率的“三碗面”。

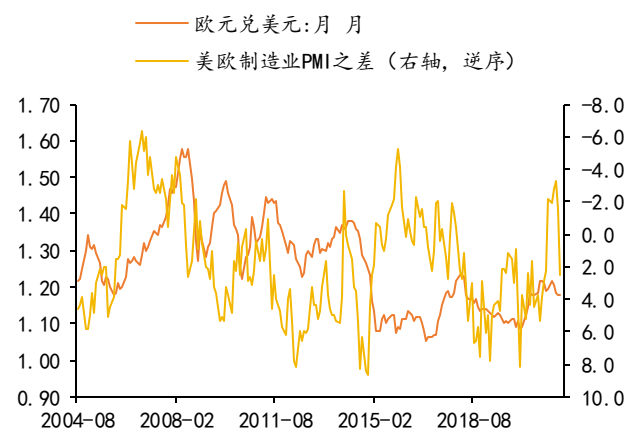
2.1. 供需“基本面”：强劲的出口推动结汇

(1) 欧元汇率和人民币汇率的“经济景气度”差异

当 10 月 19 日美元兑人民币汇率突破一个多季度以来的震荡区间下沿时，市场惊异于人民币汇率和“经济基本面”之间的差异，毕竟 10 月份刚刚公布的三季度中国 GDP 增速跌破 5.0%，经济增长边际下行压力增大，所谓的“经济景气度”处于下滑阶段，不应该支撑人民币汇率走强。

然而实际上，从美元指数占比最高的欧元兑美元汇率来看，欧元区经济增长和美国经济增长的“景气度差异”决定美元指数的走向，即若欧元区经济景气度好于美国经济景气度，美元指数将维持中期下跌走势，从数据上直观体现即是当欧元区制造业 PMI 强于美国制造业 PMI 时，欧元汇率趋于升值，而相反的当美国经济环比复苏比欧元区经济更快时，欧元汇率相对美元则是贬值的。这一结论符合我们惯常的认知，并将此复制到人民币汇率分析上。可实际上，与欧元区 PMI 指数比美国 PMI 指数增长更快推升欧元兑美元汇率不同，从美国 ISM 制造业 PMI 和中国官方制造业 PMI 差值和人民币汇率的关系来看：当美国经济复苏较中国经济更快时，则指向的是人民币汇率平稳升值；而当美国经济复苏比中国慢时，人民币汇率则是趋于贬值的。

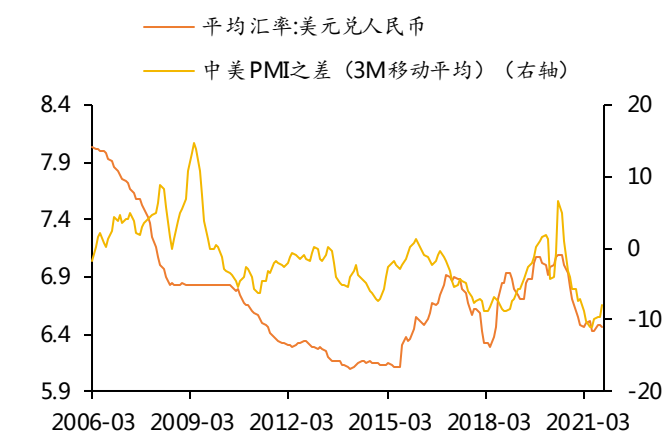
图 6：欧元/美元汇率升值周期体现欧美景气度之间的相对强弱



资料来源：Wind，德邦研究所

图 8：美国 ISM 制造业进口分项和人民币汇率高度相关

图 7：和欧元/美元汇率不同，人民币汇率的基本面在美国经济



资料来源：Wind，德邦研究所

图 9：2020 年 5 月份以来中国贸易顺差持续扩张

贸易顺差（亿美元）

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_28290

