

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》
- 《国别/地区观察》

作者：周景彤 范若滢
电话：010 - 6659 2780

签发人：陈卫东
审稿：周景彤
联系人：王梅婷
电话：010 - 6659 1591

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

疫情后人民币汇率走势与潜在风险* —2021 年人民币汇率走势回顾与 2022 年展望

2021 年，中国经济稳定恢复，金融市场平稳运行，人民币兑美元汇率在合理区间波动，先后经历了先贬、后升、再震荡三个阶段。展望 2022 年，在中国经济下行压力加大、外需增速大概率放缓、美联储货币政策正常化等因素的影响下，人民币汇率可能面临一定的贬值压力。但中国经济仍具有较强韧性，政府政策调控工具充足，人民币汇率大概率仍将在合理区间内波动。需密切关注人民币汇率波动给经济金融稳定带来的影响，包括主要经济体货币政策正常化带来的外溢风险、跨境资本流动带来的潜在危机风险以及金融市场动荡加剧的风险等。

疫情后人民币汇率走势与潜在风险

——2021 年人民币汇率走势回顾与 2022 年展望

2021 年，中国经济稳定恢复，金融市场平稳运行，人民币兑美元汇率在合理区间波动，先后经历了先贬、后升、再震荡三个阶段。展望 2022 年，在中国经济下行压力加大、外需增速大概率放缓、美联储货币政策正常化等因素的影响下，人民币汇率可能面临一定的贬值压力。但中国经济仍具有较强韧性，政府政策调控工具充足，人民币汇率大概率仍将在合理区间内波动。需密切关注人民币汇率波动给经济金融稳定带来的影响，包括主要经济体货币政策正常化带来的外溢风险、跨境资本流动带来的潜在危机风险以及金融市场动荡加剧的风险等。

一、2021 年人民币汇率走势回顾

（一）人民币兑美元汇率在合理区间

2021 年人民币兑美元汇率总体保持稳定，在合理范围内波动。截至 11 月 16 日，人民币兑美元中间价报 6.3924，较年初升值 1.34% 左右。从全年波动来看，人民币汇率呈非典型“M”型走势，先后经历了先贬、后升、再震荡三个阶段。

第一阶段：从年初至 3 月底，人民币在波动中贬值。受美国经济强势复苏、美元指数上行、中美利差收窄等因素影响，从年初至 3 月底，人民币兑美元汇率中间价由 6.4760 跌至 6.5713，小幅贬值了 1.45% 左右。

第二阶段：从 4 月初至 6 月初，人民币汇率持续升值。受美元指数由强转弱、跨境资本加速流入、中国经济开局良好等因素影响，从 4 月份起，人民币呈现明显升值态势，人民币兑美元汇率中间价由 4 月初的 6.5584 升至 6 月初的 6.3572，升值了 3.16%。

第三阶段：6 月初至年底，人民币窄幅震荡。2021 年 6 月初，人民银行宣布自 6

月15日起将外汇存款准备金率由5%提高到7%。这起到了稳定市场预期的作用，市场主体结售汇意愿更趋理性。因此，6月份以来，人民币兑美元汇率整体围绕在6.46上下窄幅波动。但10月份以后人民币又出现小幅升值，并突破6.4关口。

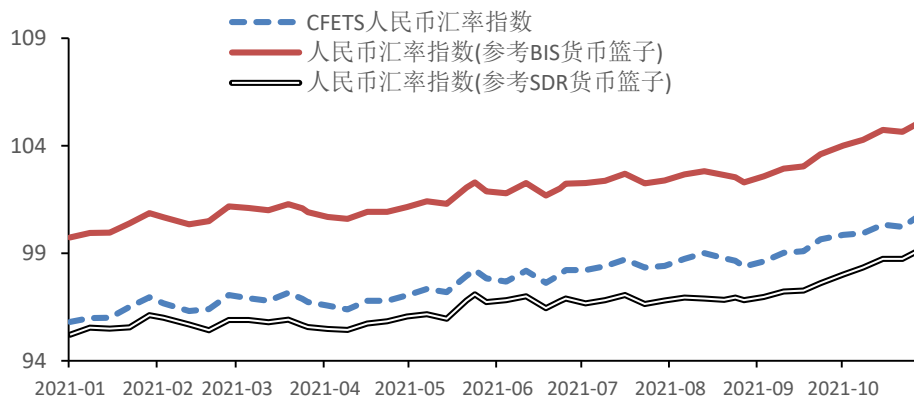
图1：人民币兑美元中间价走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

人民币汇率指数整体走强。2021年，CFETS、BIS货币篮子和SDR货币篮子人民币汇率指数分别从年初的95.80、99.73和95.20上升至11月5日的100.83、105.15和99.21，涨幅分别为5.25%、5.43%和4.21%。这表明人民币在国际主要非美货币中表现比较强势，主要原因是中国经济稳定恢复，表现好于大多数经济体，人民币资产在全球的吸引力整体走强。

图2：2021年人民币汇率指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

(二) 2021年人民币汇率影响因素分析

1. 中国经济稳定恢复，呈前高后低走势

经济基本面是解释汇率变动的基础因素，汇率的长期趋势主要是由经济基本面决定的。经济增长对汇率会通过“GDP 增长—投资利润率上升—资本流入增多—汇率升值”这个路径产生影响。2021年，中国经济保持稳定恢复态势。前三季度，GDP 同比增长9.8%，两年平均增长5.2%。分季度看，前三季度GDP 增速呈“前高后低”走势，一、二、三季度GDP 分别同比增长18.3%、7.9%和4.9%，两年平均增长5%、5.5%和4.9%。其中，外需表现强劲，成为拉动中国经济的重要力量。2021年前三季度，出口累计增长33%，两年平均增长14.65%，大幅高于2019年同期水平。内需保持弱复苏，三季度增速有所放缓。前三季度，社会消费品零售总额和固定资产投资分别同比增长16.4%和7.3%；两年平均增速分别为3.9%和3.8%，分别较上半年放缓0.5和0.6个百分点。

2. 国际收支顺差扩大支撑人民币汇率稳定

国际收支变化影响一经济体的外汇市场，进而会对该经济体货币汇率走势产生重要影响。2021年，我国国际收支顺差显著扩大，是支撑人民币在全球非美元货币中表现较为强势的坚实基础。货物贸易顺差扩大。2021年前三季度，我国国际收支的货物贸易顺差为3796亿美元，同比增长16%。服务贸易逆差缩小。2021年前三季度，我国服务贸易逆差为821亿美元，同比下降30%。直接投资呈现较大顺差。2021年前三季度，我国直接投资净流入1636亿美元。这主要是由于我国经济持续向好，增强了外资在华投资信心。

3. 美国经济疫后强势复苏，美元指数在波动中走强

美元指数走势对人民币汇率会产生重要影响。历史上看，人民币兑美元汇率与美元指数存在着“此消彼涨”关系。2021年，随着疫苗不断推广，疫情形势好转，美国经济呈现快速复苏势头，支撑美元指数整体波动走强，从2021年年初的89.88涨至11月中旬的94.05，涨幅为4.64%。分不同阶段来看，2021年一季度，由于美国经济

复苏势头明显好于欧洲，美元指数逐步上行，人民币汇率则波动贬值。二季度，由于欧洲经济复苏加快，美国失业率等经济指标不及预期，以及美联储在较高通胀背景下对宽松货币政策仍维持偏鸽派态度，美元指数由强转弱。但三季度以后，受美联储缩减购债规模（Taper）预期升温等因素影响，美元指数再次震荡上扬。这削弱了人民币升值压力，6 月以后人民币兑美元汇率进入窄幅震荡期。

图 3：2021 年美元指数走势



资料来源：Wind，中国银行研究院

4. 外汇市场预期整体稳定，但部分时点波动引起汇市震荡

行为金融理论认为，人的心理因素会对市场行为产生重要影响。对应地，市场情绪波动会引起市场主体在外汇市场的行为，进而影响汇率走势。2021 年人民币汇率预期总体保持稳定，但在 5 月形成了单边升值的预期，出现了“追涨杀跌”现象。5 月 25 日到 28 日，银行间市场即期询价成交量日均 470 亿美元以上，比 2020 年 12 月的均值高出 7.06%。1 年期 NDF 也隐含人民币将出现 0.25%左右的升值。在此期间，离岸人民币的汇价显著高于在岸，价差达到了 100 个基点左右，说明市场情绪变化成为这段时间汇率变化的重要驱动力量。为避免由于市场预期不稳而引起的汇率过度波动，6 月份，人民银行上调外汇存款准备金率 2 个百分点，并冻结了约 200 亿美元外汇流动性，向市场释放了强烈的稳定汇率的信号。因此，从 6 月份开始人民币汇率结束了单边升值态势。

二、2022年人民币汇率走势展望

（一）人民币汇率总体稳定，但也面临一定的贬值压力

1. 中国经济存在下行压力

预计未来一段时间中国经济还将存在一定的下行压力，这一趋势可能会延续到2022年年中。首先，疫情已成为影响经济运行的长期问题。疫情防控的复杂性远超预期，已经逐渐演变为影响经济运行的中长期问题，其对生产运行秩序、市场主体预期、消费行为方式等方面正在产生深远的影响。其次，供需两端均面临放缓压力。需求端看，全球经济复苏步伐或将放缓，中国出口替代效应减弱，外需增长将面临拐点，而内需恢复短期内面临诸多困难，消费回升动力不足，房地产市场全面降温；供给端看，受原材料价格持续高位、供应链不畅通、能耗双控政策等因素影响，工业生产仍将受到一定制约。第三，经济主体活力与市场预期不稳。疫情影响、需求不足、成本高企、政策调整等因素影响企业预期。居民收入增速放慢，消费倾向持续低于疫情前水平。地方政府债务压力增大，地方发展动力和能力受到抑制。第四，长期改革举措将带来短期阵痛。坚持“房住不炒”政策调控下，房地产市场全面趋冷，房企资金链紧张加剧，违约风险明显上升。当前新能源完全替代化石能源的时机并不成熟，能源结构调整仍需时间，未来能源脆弱性问题或将更加突出。

2. 内外部环境变化，导致国际收支顺差形势生变

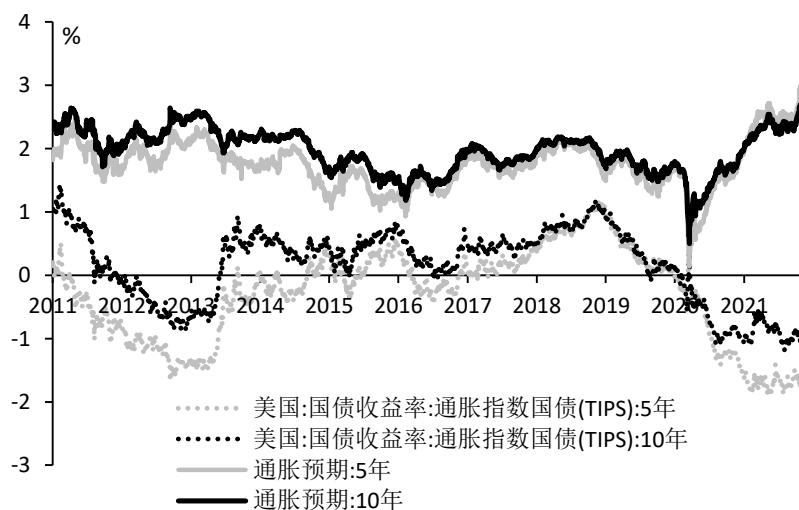
外部需求放缓、生产成本上升，外贸出口可能减速，经常项目顺差可能收窄。一是全球经济复苏步伐或将放缓。随着美国大规模财政刺激政策退出，预计2022年欧美经济增速有所下降。同时，全球疫情依然存在较大不确定性，能源短缺和供应链紧张状况还在持续演化，通胀形势不断恶化，未来经济复苏受到多重挑战。二是随着海外生产逐步恢复，中国出口替代效应或减弱。三是中国出口企业面临高成本和环保压力，企业利润空间被不断挤压。加之2021年的高基数，预计2022年出口增速大概率高位回落，经常项目顺差可能收窄。与此同时，主要经济体货币政策正常化，将引起国际资本流动发生逆转，境内外利差收窄，资本项目也存在更多变数。

3. 美联储货币政策正常化，支撑美元指数走强

随着美国通胀不断走高，美联储已经开始货币政策正常化。2021年10月份，美国CPI同比涨幅达6.2%，创近年来新高；9月份，美国PCE同比上涨4.4%，远高于美联储货币政策目标水平。此外，美国通胀预期也在不断走高。2021年10月份，美国国债市场5年期通胀预期¹有纪录以来首次升至3%，10年期通胀预期也升至历史高位。在较大的通胀上行压力下，2021年11月份美联储宣布开始缩减购债规模（Taper）。市场普遍预计，美联储可能到2022年三、四季度以后开启加息。

在美联储货币政策边际收紧的大环境下，美元指数具有较强上行动力。美联储货币政策边际收紧，会带动美元利息走高，吸引资金流入美国境内、购入美元资产，从而导致美元升值。非美货币则面临相对应的贬值压力。

图5：美国TIPS收益率与通胀预期情况



资料来源：Wind，中国银行研究院

（二）人民币汇率整体将在合理区间运行

1. 中国经济发展的潜力和韧性仍然较强

¹ 通过美国国债名义收益率与实际收益率（同期限美国通胀保护国债 TIPS 收益率）得到的盈亏平衡通胀率是衡量市场对未来通胀水平的常用指标。

疫情不确定性、全球能源短缺、供应链受阻等外部环境变化，确实对中国经济发展带来了很多不确定性，但这不会阻止中国经济迈向高质量发展，中国经济发展的潜力很大、韧性很强。一是超大规模的内需市场是推动我国经济持续发展与行稳致远的重要条件；二是居民消费的非物质化、个性化、信息化等趋势明显，消费结构升级带来新的增长点；三是科技创新水平持续提升，产业结构转型升级不断推进，创新驱动动力越来越强；四是推进区域协调发展，形成拉动经济的新增长极。

2. 调控政策工具丰富，足以应对来自各方的风险和挑战

中国宏观调节能力不断增强，有助于引导市场预期，调节人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。例如，前文中提到的2021年二季度人民币汇率出现一波短期快速升值，市场预期不稳，出现“羊群效应”。针对这一情况，央行上调外汇存款准备金率2个百分点，并且上调幅度显著超过以往0.5个百分点的准备金率调整惯例，释放了明确的政策信号。此后，市场情绪得到平复，汇率开始逐步修正短期的超调，起到了明显的抑制人民币单边升值预期的效果。另外，央行政策工具箱中稳定汇率的工具较多，除了外汇风险准备金要求、逆周期因子、离岸央行票据以外，还有其他稳定汇率的工具，比如远期合约做空掉期点、控制离岸市场的拆借利率、直接投放或收回美元等，这都有助于引导市场预期、减少汇率市场的“羊群效应”。

展望2022年，我们的基准判断是，在中国经济下行压力加大、外需增速大概率放缓、美联储货币政策正常化等因素的影响下，人民币汇率可能面临一定的贬值压力。但中国经济仍具有较强韧性，政府政策调控工具充足，人民币汇率并无大幅贬值的基

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_30228

