

波动、震荡，背离后方向如何？ ——通胀与政策双视角下的汇率走势

摘要

- **人民币汇率双向波动是常态，但疫情前后有所不同。**2018 年中美贸易战至疫情前，中美贸易谈判的跌宕起伏是引发在岸人民币双向波动显著的主因之一。此后，疫情改变了人民币汇率的走势，2020 年初疫情爆发，人民币短期贬值，之后随着国内经济逐渐企稳，人民币汇率逐渐转升。“后疫情”时期，人民币汇率整体仍呈现涨势，但与疫情爆发及缓和时期有所不同：2021 年 6 月开始，人民币汇率指数与美元指数同涨。究其原因，一方面，我国进出口仍强劲且经济复苏稳定，支撑人民币汇率；另一方面，美国经济基本面总体好于欧元区和日本，且美国与其他发达国家之间有货币政策时间差，加息预期或有提前，影响了美元走势。
- **通胀对汇率的传导型影响。**通过两个角度看通胀对汇率的影响：首先，美国的历史经验显示，2008 年金融危机后，美国短暂出现过汇率与通胀同时升高，两大通胀分项指标通过不同路径影响美元汇率；金融危机后美国通胀与汇率间的关系，与当下有三点相似与不同。其次，反观我国当下情况，疫情前人民币汇率与通胀之间大致呈负相关关系，而今年则出现同高走势，原因在于“后疫情”时期全球通胀全面攀升，但我国通胀水平较海外其他主要国家通胀更为温和，通胀差助推了人民币的升值；同时，海外通胀通过国际贸易易影响人民币汇率，价格端和出口收汇助推了本轮人民币升值。
- **内外政策差对汇率的影响。**从汇率政策形成机制看，1994 年以来，人民币汇率市场化改革日渐深化，从汇率的市场化改革历程来看，2008 年后，在以市场供求关系为基础形成中间价的机制之下，更加注重弹性调节及内外政策差。货币政策差会直接对汇率产生作用，相对更宽松的政策多伴随本币贬值。并且政策差也会通过影响国债利差从而对汇率产生影响，理论上中美国债利差与人民币汇率之间呈正相关关系，但也会受到交易因素等的干扰，从今年走势看，中美利差不是主导人民币汇率走势的因素。
- **2022，如何看人民币汇率。**2022 年，经济增长走势及通胀的基本面情况较稳定，决定了人民币汇率底色仍将是延续双向波动的态势；叠加于这一底色之上，考虑到进出口增速减缓、中美经济增速差值收窄、以及内外宏观政策差，人民币汇率或有贬值压力。此外，其他突发事件也将影响人民币汇率波动，建议重点关注 2022 年中美关系和变异毒株的影响。综合经济基本面、政策面、资金面及消息面因素，如果变异毒株影响可控，我们认为 2022 年人民币汇率中间价或达 6.5 左右，走势总体走贬，二、三季度振幅或较大。
- **风险提示：**经济复苏不及预期，货币政策正常化超预期。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-58251911
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：王润梦
电话：010-58251904
邮箱：wangm@swsc.com.cn

相关研究

1. 超预期从何而来，是谁逆转了供需？——11 月 PMI 数据点评 (2021-11-30)
2. 重磅文件促发展利民生，原油放储未改当下矛盾 (2021-11-26)
3. 风展红旗如画——2022 年宏观经济展望 (2021-11-23)
4. 双碳领域多政策加持，能源矛盾或逐渐缓和 (2021-11-19)
5. 暖秋，背后有哪些隐藏风险？——10 月经济数据点评 (2021-11-15)
6. 中华下个百年不忘初心，海外这个冬季价格飞起 (2021-11-12)
7. 多方加持，企业信心待提振——10 月社融数据点评 (2021-11-11)
8. 涨幅扩大，一切还在掌握中吗？——10 月通胀数据点评 (2021-11-10)
9. 披荆斩棘的出口，略显逊色的进口——10 月贸易数据点评 (2021-11-07)
10. 生活服务业需求或释放，超级央行周政策在调整 (2021-11-05)

目录

1 人民币汇率双向波动是常态，但疫情前后有所不同	1
1.1 疫情打破了人民币汇率的原有走势	1
1.2 “后疫情”时期人民币汇率与美元指数双强	2
2 通胀对汇率的传导型影响	3
2.1 美国之鉴：本国通胀对汇率的影响	3
2.2 反观自身：当下我国的情况	4
3 内外政策差对汇率的影响	5
4 2022，如何看人民币汇率	7

在我国进出口贸易相对稳定、金融市场开放程度加深、同时 Omicron 变种毒株来袭、海外通胀高企的多重背景下，11 月以来，人民币两地汇率徘徊在 6.39 元附近窄幅波动，CFETS 人民币汇率指数从 11 月 12 日至 30 日上涨 1.66%。历史数据显示，疫情前美元指数和人民币汇率指数呈较明显的负相关关系，但今年以来，两者的方向趋同，尤其是下半年，同时走强的趋势明显。央行最新发布的三季度货币政策执行报告以及 11 月召开的全国外汇市场自律机制第八次工作会议都表明人民币汇率双向波动是常态，发达经济体政策调整对我国影响有限。在之前的专题《升值溯源后，波动本因何在？》中，我们梳理了 2005 年汇改后，人民币汇率波动情况，并指出疫情后基本面、消息面和事件驱动等因素支撑了本轮人民币升值。影响人民币汇率的宏观因素众多，本次研究聚焦通胀、中外政策差对汇率的影响，并通过基本面、政策面、事件面的对比分析对 2022 年的人民币汇率走势进行预判。

1 人民币汇率双向波动是常态，但疫情前后有所不同

人民币汇率与通胀的关系较复杂，从近十年的走势来看，不能简单得出两者负相关的关系，2019 年至疫情爆发和“后疫情”时期的情况差异明显，疫情爆发以来人民币整体呈升值趋势，但“后疫情”期间人民币汇率背离美元指数的情况显现。

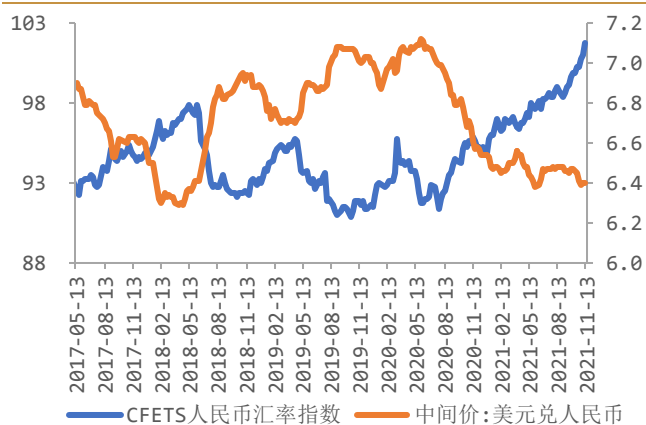
1.1 疫情打破了人民币汇率的原有走势

2018 年中美贸易战至疫情前，在岸人民币双向波动较明显，中美贸易谈判的跌宕起伏是主要因素之一。2018 年 3 月末，中美贸易变化初起，4 月开始人民币汇率迅速贬值，4 月 2 日，美元兑人民币中间价为 6.2764，到 11 月 13 日，美元兑人民币中间价为 6.9629 元，这期间 CFETS 人民币汇率指数下跌接近 5.0 个百分点；2018 年 12 月，G20 峰会进入尾声，中美两国首脑在阿根廷达成贸易谈判的阶段一致意见，到 2019 年 4 月，中美贸易关系阶段性缓和，人民币汇率随之升值约 2%；2019 年 5 月，由于美国单方面中断贸易谈判并对中国 2000 亿商品加征 25% 关税，人民币迅速贬值，再加上 8 月中美第 12 轮磋商结束后特朗普提出对中国 3000 亿美元商品加征 10% 关税、美国财政部将中国列为汇率操纵国，在此影响下，CFETS 人民币汇率指数从 4 月 26 日高点 95.70 降至 10 月 25 日的阶段低点 90.92，下降 5.0 个百分点，抹平之前的涨幅，美元兑人民币中间价降至 7.0752 元。人民币汇率在市场力量推动下贬值突破 7.0 元，此时央行综合施策，加强预期引导，外汇市场运行有序，外汇供需基本自主平衡，人民币汇率实现了预期稳定下的有序调整，也被市场称为“不叫改革的改革”；2019 年四季度中美贸易谈判曙光初现，10 月末中美经贸高级别磋商双方牵头人通话，并达成部分共识，人民币汇率小幅升值。从 2018 年至疫情前，除两国经济基本面外，中美贸易关系是主导人民币汇率走势的主因。

疫情改变了人民币汇率的走势，主导汇率走势的因素也随之发生变化。我国在 2020 年初疫情大规模爆发，海外与我国有 2 个月左右的时间差，疫情对于我国经济基本面造成了较强的短期冲击，资产价格下降、资金外流压力等导致人民币汇率短期快速贬值。但随着国内经济逐渐企稳，疫情爆发期过后，人民币汇率逐渐转升，在上一篇关于人民币汇率的专题《升值溯源后，波动本因何在？》中，我们分析疫情缓和时，基本面的恢复、尤其是强劲的出口拉动，海外投资者投资比重的加大，以及我国与主要发达国家之间的政策差（相比之下，欧美等发达市场国家采取更加宽松的货币政策），使得人民币汇率在 2020 年二季度后呈现出明显的走强。从经常账户差额也可以佐证以上变化，2020 年一季度，经常

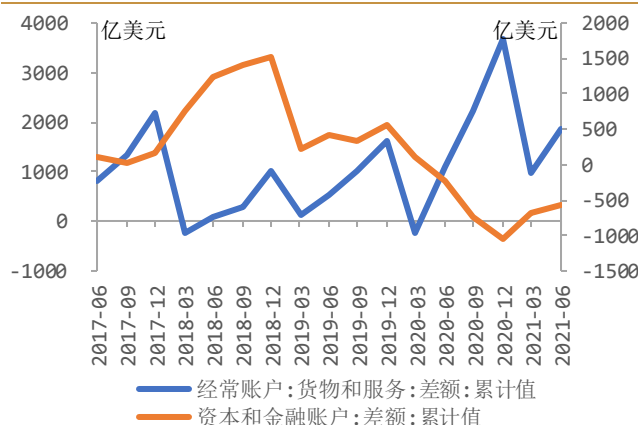
账户差额为-239.48 亿美元，而截至二季度经常账户顺差累计值达 1078.41 亿美元，疫情爆发时，经常账户逆差给人民币汇率以贬值压力，而二季度疫情控制情况明显好转，再加上之后逆周期调节因子的淡出，人民币汇率逐渐升值。

图 1：疫情有效控制后人民币汇率升值明显



数据来源：Wind、西南证券整理

图 2：疫情后经常账户顺差处于较高水平



数据来源：Wind、西南证券整理

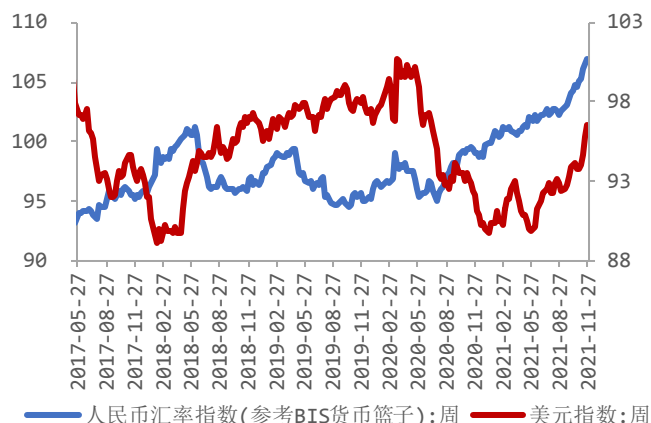
1.2 “后疫情”时期人民币汇率与美元指数双强

延续疫情缓和期，在“后疫情”时期，人民币汇率整体仍呈现涨势，但特点显著。“后疫情”时期主要是指 2021 年尤其是今年下半年以来，此阶段全球主要经济体全面复苏，发达经济体复苏速度快于新兴市场国家，疫情的影响逐渐减弱，主要经济体的宏观政策开始调整，大规模财政刺激政策释放接近尾声，宽松的货币政策转向在即。2021 年之前，人民币汇率指数与美元指数之间大致呈负相关关系，主要因为美元具有一定避险属性，而人民币作为新兴市场货币有一定风险属性，但 2021 年 6 月开始，人民币汇率指数与美元指数同涨，截至 11 月 30 日，美元指数升至 95.90，较 5 月 31 日的 89.85 上升了 6.73%，同期人民币汇率指数（参考 BIS 货币篮子）由 102.29 上涨 4.52%至 106.91。究其原因，一方面，“后疫情”时期，我国进出口仍强劲且经济复苏稳定，对人民币汇率形成支撑；另一方面，美国经济基本面总体好于欧元区和日本，且美国与其他发达国家之间有货币政策时间差，加息预期或有提前；此外，中美元首在 11 月中旬举行的会晤也给市场释放了中美关系的正面预期。这些因素共同推动了美元指数走高，同时人民币汇率也有所走强。

2020 年 12 月中国外汇市场指导委员会部署推动风险中性工作以来，政策端更加重视汇率风险管理，近期，在全国外汇市场自律机制召开的第八次工作会议上（2021 年 11 月），审议通过了《中国外汇市场准则》（修订稿）和汇率风险中性理念倡议书，指出当下影响汇率的因素较多，双向波动仍将是常态，合理均衡是目标，偏离程度与纠偏力量成正比。与 2015 年 811 汇改之前相比，当前人民币汇率形成机制的市场化程度有了明显提高，根据外管局数据，2021 年前三季度，企业利用远期、期权等外汇衍生产品来管理汇率风险的规模，同比增长 80%，高于同期银行结售汇增速 56 个百分点，推动企业套保率同比上升 7.9 个百分点，达到 22.1%，显示企业汇率避险意识增强、风险中性经营理念在提升。

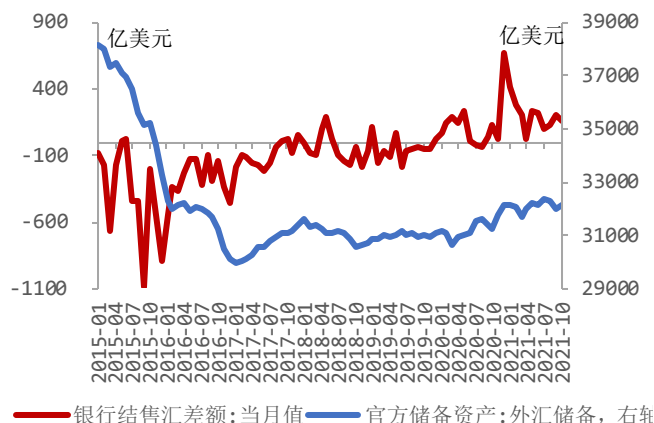
“后疫情”时期，人民币汇率与美元指数呈现出的双强走势与通胀和两国政策差密切相关，接下来的内容中，我们将进行详细分析。

图 3：人民币汇率指数与美元指数近期双强



数据来源: Wind、西南证券整理

图 4：银行结售汇差额较活跃



数据来源: Wind、西南证券整理

2 通胀对汇率的传导型影响

理论上,分析汇率决定主要有购买力平价、利率平价以及国际借贷等理论,要点在于相对物价水平和跨国资金流向,现实情况更为复杂。在上文中,我们梳理了疫情前至今人民币汇率的走势,下半年以来,除全球经济复苏外,国内和海外通胀都有所抬升,成为影响人民币汇率变动的主要因素之一。从传导路径来看,本国通胀对本币的影响通常由商品、货币和资产三个渠道来显现,首先,本国通胀攀升,推高国内产品相对价格,利好进口利空出口,外汇需求增加,本币贬值;其次,通胀走高可能刺激本国居民将本币换为外币;再次,通胀伴随资产价格上涨,国内投资者或将资产转向国外,也会使得外汇需求增加。以下我们通过美国之鉴,结合我国当下情况,探讨通胀与汇率的内在关联性。

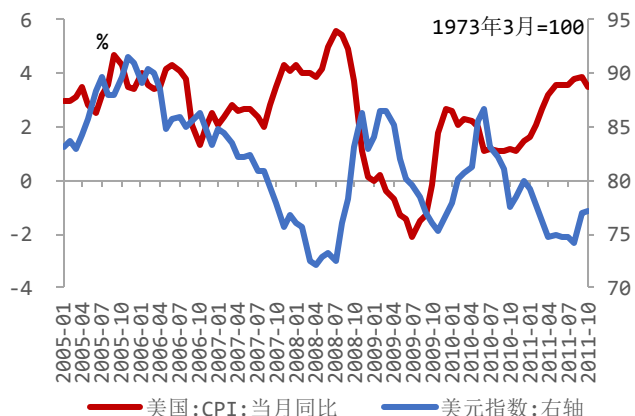
2.1 美国之鉴：本国通胀对汇率的影响

2008 年金融危机后,美国短暂出现过汇率与通胀同时升高,两大通胀分项指标通过不同路径影响美元汇率。根据购买力平价利率,通货膨胀与一国汇率之间理论上呈负相关关系,主要通过通胀自身以及利率来对汇率产生影响。然而,当下美元指数和人民币汇率双强走势延续,而两国通胀也在上行,尤其是美国趋势更加明显。这种汇率与通胀同时升高的情况较少,近年来,仅在金融危机后,美国政府释放超宽松的刺激政策时出现过(2009 年 11 月-2010 年 2 月),持续时间较短。其他时候,通货膨胀与美元指数大致都呈反方向走势,但对美国通胀指标进行拆分后,会发现能源价格大致与美元指数呈负相关关系,而住房价格指数与美元指数却不能得出同样的结论。这主要由于原油在全球以美元计价,2011 年前美国是原油的净进口国,油价上涨会导致美国贸易逆差上行,汇率承压,而住房价格与美国国内经济情况关联度更高,两者是通过不同的路径影响美元汇率。

2008 年金融危机后美国通胀与汇率间的关系,与当下有三点相似与不同。2008 年下半年到 2011 年,美元指数有过四轮较大幅度的震荡,分别是 2008 年下半年至 2009 年初的美元升值,2009 年 2 月至 10 月的贬值,2009 年 11 月至 2010 年上半年的再次升值,以及 2010 年下半年至 2011 年 8 月的贬值。经济基本面是决定因素,同时,美元指数与 VIX 的相关度明显提升。对比现阶段,与 08 年金融危机后相似点在于:一是危机后能源价格变动先行且剧烈,之后通胀水平都有提高;二是美元指数都经历了先贬值后升值的变化;三

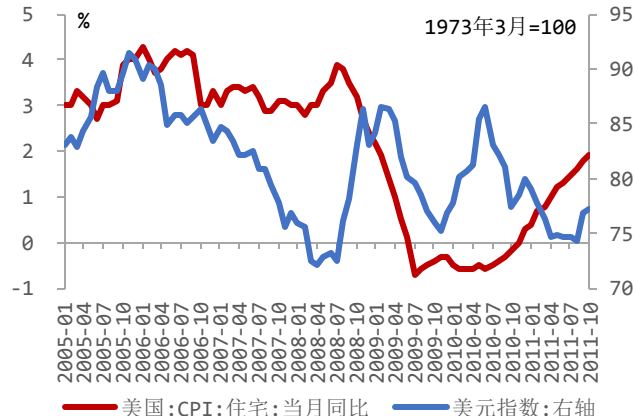
是两次危机结束后，能源价格以及住宅价格都有明显的恢复和走阔。而不同点在于：一是 08 年金融危机后，通胀未像当下明显攀升，通胀对于美元指数的影响也不似当下大，金融危机后 CPI 同比的两个高点分别是 2009 年 12 月 2.7% 和 2011 年 9 月 3.9%，远低于 2021 年 10 月 6.2% 的水平；二是 2011 年后，经过页岩油革命，美国成为最大的原油生产国之一和成品油净出口国，能源价格对于美元指数的影响发生改变；三是当下美元指数对于 VIX 的敏感程度不及 08 年，当年美元作为安全资产的效应更为突出。

图 5：2008-2011 年，美元指数与 CPI 同比大致呈负相关关系



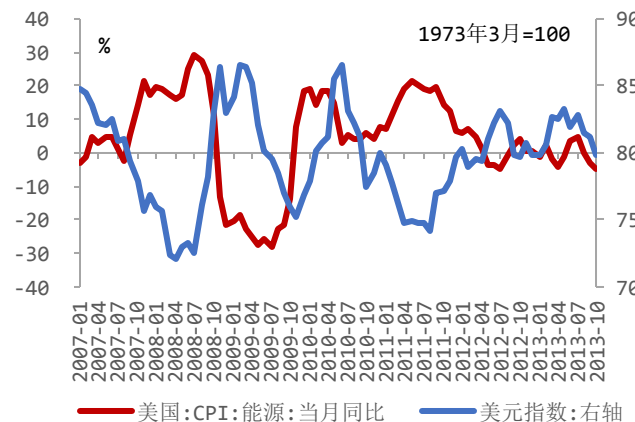
数据来源：Wind、西南证券整理

图 6：美元指数与住宅价格之间的关系



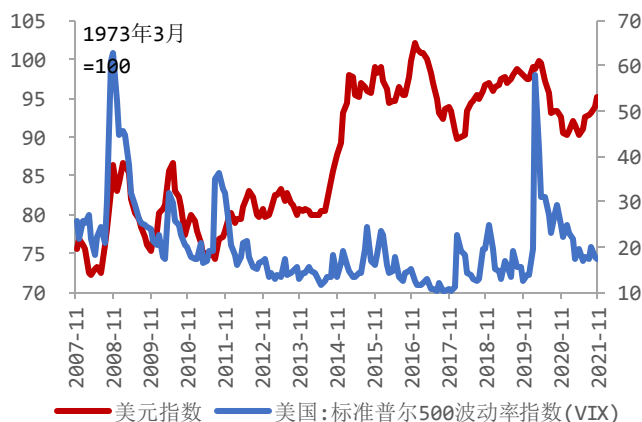
数据来源：Wind、西南证券整理

图 7：2008-2012 年，美元指数与能源价格大致呈负相关关系



数据来源：Wind、西南证券整理

图 8：近年美元指数对 VIX 的敏感程度降低



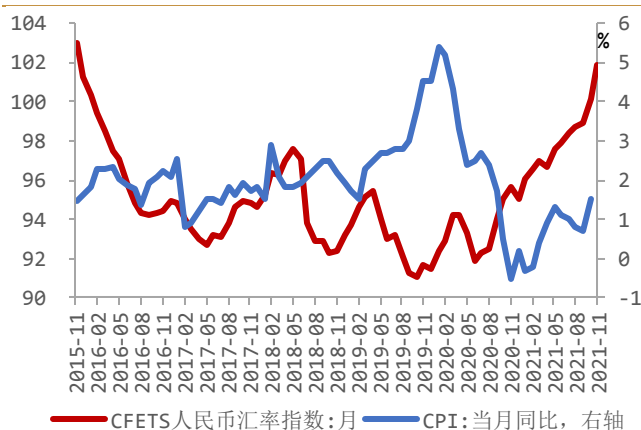
数据来源：Wind、西南证券整理

2.2 反观自身：当下我国的情况

疫情前，人民币汇率与通胀之间大致呈负相关关系，而今年则出现同高走势，原因在于“后疫情”时期全球通胀全面攀升，但我国通胀水平较海外其他主要国家通胀更为温和，通胀差助推了人民币的升值。2019 年至 2020 年，从 CFETS 人民币汇率指数和 CPI 同比数据来看，两者负相关明显，但今年以来，CPI 同比从 1 月 -0.3% 升至 10 月份的 1.5%，而同期美国 CPI 同比从 1 月 1.4% 上行至 10 月 6.2%，远高于我国通胀水平，同期，CFETS 人民币汇率指数从 96.07 升至 100.08，上涨 4.17%。美国整体物价上涨更快，两国的相对通胀差，成为本轮人民币升值的原因之一。

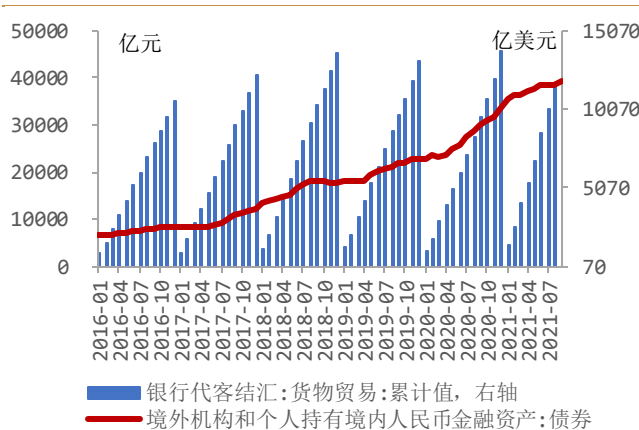
海外通胀通过国际贸易影响人民币汇率，价格端和出口收汇助推了本轮人民币升值。CPI反映的是国内居民购买生活消费品和服务项目的价格变动，而汇率更多与和贸易相关的物价相关，从进口价格指数和出口价格指数来看，中国和美国的进口价格指数在 2021 年 1-10 月期间分别上涨了 22.0%和 7.9%，出口价格指数分别上涨了 7.03%和 12.6%，我国贸易顺差，而美国贸易逆差，从我国出口价格指数和美国进口价格指数的上涨幅度来看，同样是美国的价格上涨幅度更大。美国通胀对于汇率的影响，通过两国间的贸易发生了传导。我国作为疫情后最先复苏的国家，出口恢复尤为强劲，尤其在海外陷入疫情、供应链受损、通胀高企后，我国出口量价齐升。截至 2021 年 10 月，银行代客货物贸易结汇 1.47 万亿美元，较去年同期多 3965.41 亿元，较去年底多 960.61 亿元。出口结汇的增多也是促进同期人民币升值的一大因素。

图 9：2021 年之前，人民币汇率与 CPI 大致呈反向关系



数据来源：Wind、西南证券整理

图 10：出口结汇强势增长



数据来源：Wind、西南证券整理

3 内外政策差对汇率的影响

从汇率政策形成机制看，1994 年以来，人民币汇率市场化改革日渐深化，形成以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，市场在汇率形成中发挥了决定性作用。1994 年，我国对外汇管理体制实现人民币官方汇率与外汇调剂价格并轨，央行发布《关于进一步改革外汇管理体制的公告》，决定实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，形成银行结售汇市场与银行间外汇市场双层结构；2005 年，新一轮人民币汇率形成机制改革启动，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。在主

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_30485

