

宏观周报 | 2021 年 12 月 19 日

研究部

卢仁扬

rylu@cebm.com.cn

边泉水

qsbian@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com

报告摘要

- 近期汇率表现：美元指数和人民币汇率指数同时上升，但美元兑换人民币汇率下降，美元走势与美元兑人民币中间价的走势出现明显背离。一方面非美货币兑美元贬值导致美元指数上升；另一方面人民币兑非美货币升值造成人民币汇率指数升值，且人民币升值的相对幅度超过了美元升值的相对幅度。
- 直接原因：美元指数和人民币货币指数计算的货币篮子中占比较大的欧元、日元、英镑自 2021 年以来汇率均呈下降趋势，很大程度上解释了美元指数和人民币汇率指数同时上升的原因，同时人民币汇率指数中包含的新兴市场国家货币表现低迷，货币竞争力持续走弱，也一定程度上解释了人民币汇率指数的走强。
- 根本原因：疫情以来各国经济基本面逐渐分化。中国和美国相对较强。欧洲、英国、日本整体较弱。中国：外贸高景气度延续，人民币结算规模上升。2021 年前 6 个月，人民币跨境收付金额为 17.57 万亿元，占同期本外币跨境收付总额的 48.2%，较去年同期增长 2.4 个百分点，且 2021 年四月中国境内美元存款突破 1 万亿美元大关，截至 8 月末，银行结售汇顺差累计 1589.61 亿美元，为去年同期的 2.2 倍，其中代客结售汇顺差为去年 2.6 倍。截至 9 月底，中国贸易顺差累计 4275.36 亿美元，同比增长 35%。全球投资者对中国经济长期看好，人民币成为全球最稳定货币之一。美国的经济基本面总体较为稳定，疫苗接种率远高于欧盟，经济复苏较快，2 万亿美元的就业计划助力强劲的增长前景，美联储宣布从 11 月起开始缩减量化宽松政策的规模，货币政策的收紧早于欧洲和日本。欧洲：欧盟在疫情推动中整体失败，疫苗接种率仍然很低，7500 亿欧元共同抗疫基金不能直达各国经济修复过程中的“痛点”，消费者信心连续下降，且欧央行 12 月议息会议将大概率维持宽松。日本：疫情依然持续，由于第五波疫情与全球供应链的短缺同时出现，其抑制了日本的出口和消费，导致日本第三季度的经济大幅萎缩，截至 9 月底 3 个月 GDP 折合年率环比萎缩 3%。英国：能源成本、劳动力供应、供应链和通胀问题叠加在一起，英国仍未从疫情中复苏，经济状况仍比疫情爆发前要低迷。英国 10 月份的国内生产总值（GDP）增幅仅为 0.1%，通胀率达到 4.2%，为近 10 年来最高水平。
- 为什么人民币相对于美元更强？短端利差（7 天利率，1 年期国债收益率）：近半年来有所收缩，但仍然处于 100BP 的高位，对于人民币汇率压力较小。长端利差（10 年期国债收益率）：近半年来收缩明显，但也处于 100BP 左右的高位，对于人民币汇率同样压力较小。美国通胀走高相对于中国显著更高，美国房价涨幅也更快，股市涨幅也更快。相对来说，中国的商品及资产也显得更加便宜，资本外逃压力有所缓解，配置中国资产的长期资金增多，支撑人民币汇率。
- 人民币年底前或将保持强势，但明年汇率趋势不明朗。短期来看人民币强势背后的关键因素是出口，由于中美利差已经在缩小，美国面临通胀威胁可能会提前加息，且主要新兴经济体中，有 11 国央行已启动加息操作。为应对人民币单边快速升值，保护中小型外贸企业和全国商品的出口，央行今年第二次上调外



汇准备金，抑制人民币升值压力，以防短期对出口产生负面影响。未来，人民币汇率仍将取决于国内外经济形势，在合理均衡水平上保持基本稳定。

- **生产数据：**动力煤价格较上周下降 3.6%，铁矿石、螺纹钢价格分别上涨 5.7% 和 2.4%。螺纹钢期货库存较上周上升 2.4%。本周高炉开工率为 46.4%，较上周下降 0.3 个百分点。CRB 商品和原油分别下降 0.4% 和 0.9%，铜现货下跌 1.1%，铝现货上涨 1%。
- **需求：**房产需求、土地供应、成交数据同比上月同期有所下降。30 大中城市房地产成交面积（12.11-12.17）同比上月同期下降 18.1%，同比去年同期下降 37.7%。100 大中城市土地供应面积两周数据（11.29-12.12）同比上月同期下降 66.8%，同比去年同期下降 75.7%。100 大中城市土地成交面积（11.29-12.12）较上月同期下降 20.1%，较去年同期下降 77%。土地成交溢价率（12.06-12.12）为 6%，较上周下降 3.7 个百分点。
- **食品价格：**本周猪肉和蔬菜价格较上周分别下滑 2.5% 和 3.7%，鸡蛋和水果价格分别上涨为 0.6% 和 1.4%。农产品批发价格 200 指数较上周下滑 1%。月度看，猪肉 12 月均价 24.6 元，11 月均价 24 元，环比上涨 2.5%。鸡蛋 12 月均价 10.2 元，11 月均价 10.6 元，环比下降 3.8%。蔬菜 12 月均价 5.4 元，11 月均价 5.7 元，环比下降 5.3%。水果 12 月均价 6.1 元，11 月均价 6 元，环比上涨 1.7%。农产品批发价格 200 指数 12 月均值为 128.2，11 月均值为 129.8，环比下降 1.2%。
- **流动性：**本周 OMO 投放 500 亿元，到期 500 亿元，12 月 15 日 1 年期 MLF 到期 9500 亿元，续作 5000 亿元，叠加降准释放的 12000 亿流动性，本周实现净投放 7500 亿元。1 年期 AAA 同业存单利率收报 2.69%，较上周上升 1BP。本周 DR007 均高于 7 天逆回购利率，12 月 14 日差值最高，为 20.4BP，12 月 13 日差值最低，为 8.7BP，平均比 7 天逆回购利率高 15.5BP。1 年期 AAA 存单利率均低于 1 年期 MLF 利率，差值最低 23.1BP，最高 26.8BP，平均低 25.5BP。国债收益率短端（1 年期）和长端（10 年期）均较上周上涨 1BP，分别收报 2.33% 和 2.91%。DR007 较上周上行 2BP，收报 2.18%。本周沪市、创业板分别上涨 0.75% 和 1.5%。

关于莫尼塔研究

莫尼塔研究是财新集团旗下的独立研究公司。

自 2005 年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。

我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015 年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。

www.caixininsight.com



目录

一、近期的汇率的表现：美元指数和人民币汇率指数同时上升.....	3
二、直接原因：货币篮子的计算方式	4
三、本质原因：经济基本面上的分化	6
四、为什么人民币会强于美元？	8
五、人民币年底前或将保持强势，但明年汇率趋势不明朗	12
六、中国央行上调外汇准备金，抑制人民币升值压力.....	12

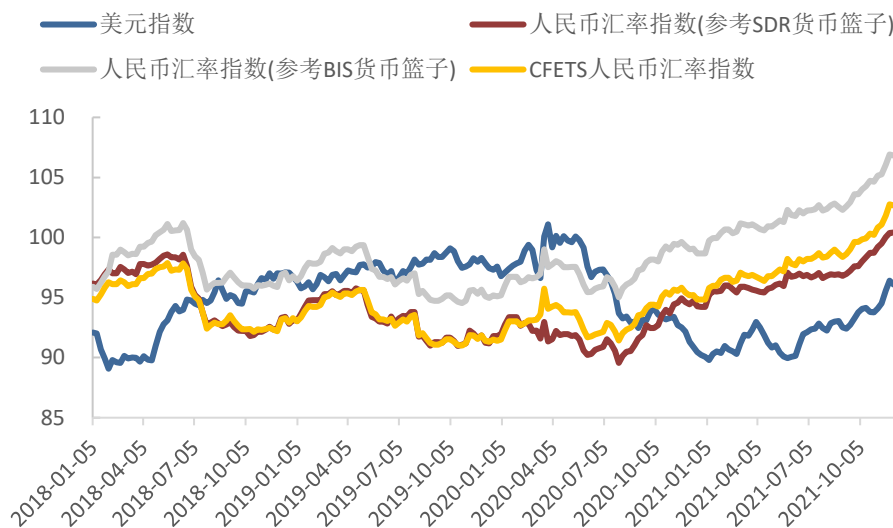
图表目录

图表 1：美元指数和三种人民币汇率指数.....	3
图表 2：美元指数和美元兑人民币对比图.....	3
图表 3：美元兑人民币和三种人民币汇率指数对比图	3
图表 4：欧元、日元、英镑兑人民币均下跌	4
图表 5：欧元、日元、英镑兑美元均下跌.....	4
图表 6：部分新兴市场国家货币兑人民币汇率	5
图表 7：从制造业 PMI 角度而言美国经济恢复较快	7
图表 8：欧洲疫情严峻.....	7
图表 9：今年银行累计结售汇顺差持续扩大	8
图表 10：近几个月央行外汇占款的持续上升，也体现出了人民币升值压力.....	8
图表 11：美国大规模量化宽松致使短端利差大幅扩大.....	8
图表 12：短端银行间市场利差仍处高位	8
图表 13：疫情影响下，美国货币宽松程度强于国内	9
图表 14：长端国债利差较去年收窄，但未改人民币升值趋势.....	9
图表 15：中美通胀差持续扩大.....	10
图表 16：逆差情况下，美国进口价格上涨幅度更大	10
图表 17：贸易差额总体走阔，推动人民币走强	10
图表 18：出口结汇强势增长	10
图表 19：近两年中国房价增速慢于美国	11
图表 20：我国上证综指涨幅今年持续低于同期纳斯达克综指.....	11
图表 21：BOP 证券账户连续 5 个季度流入，成为人民币升值重要支撑	11
图表 22：央行政策调整和美元兑人民币汇率	13
图表 23：高频数据更新.....	14

一、近期的汇率的表现：美元指数和人民币汇率指数同时上升

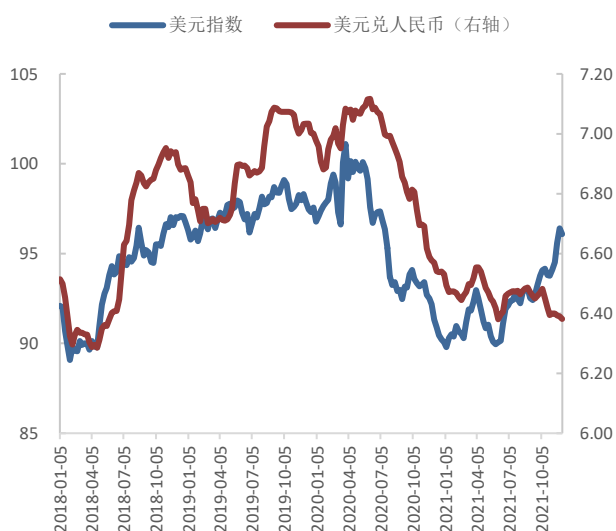
自 2021 年 8 月以来，美元指数走势与美元兑人民币中间价的走势出现明显背离，美元指数与人民币汇率指数同时上升，体现出中美两国货币相对于其他国家同时走强。但美元兑人民币呈现下降趋势，体现出人民币相对于美元明显走强。

图表 1：美元指数和三种人民币汇率指数



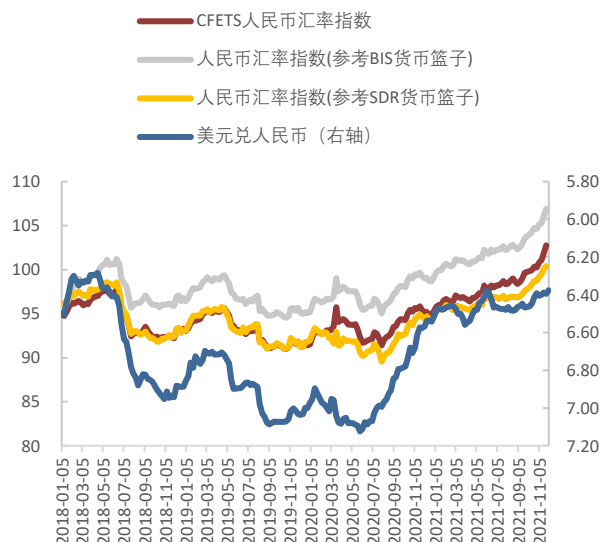
来源：Wind, 莫尼塔研究

图表 2：美元指数和美元兑人民币对比图



来源：Wind, 莫尼塔研究

图表 3：美元兑人民币和三种人民币汇率指数对比图



来源：Wind, 莫尼塔研究

二、直接原因：货币篮子的计算方式

1) 货币篮子计算的原因：

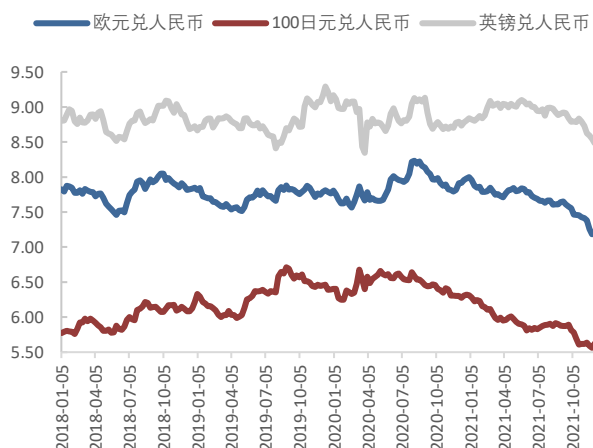
汇率指数作为一种加权平均汇率，主要用来综合计算一国货币对一篮子外国货币加权平均汇率的变动，能够更加全面地反映一国货币的价值变化。参考一篮子货币与参考单一货币相比，更能反映一国商品和服务的综合竞争力，也更能发挥汇率调节进出口、投资及国际收支的作用。

美元指数：欧元占据美元指数大头。是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。其中每个币种占美元指数的权重都不同：欧元 57.6%，日元 13.6%，英镑 11.9%，加拿大元 9.1%，瑞典克朗 4.2%，瑞士法郎 3.6%。

人民币汇率指数：在几种口径中，美元、欧元、日元、英镑占据大头。（人民币汇率指数主要分为 CFETS 人民币汇率指数¹、BIS 人民币汇率指数²和 SDR 人民币汇率指数³，它们的货币篮子组成如下所示（中国外汇交易中心官网）⁴）

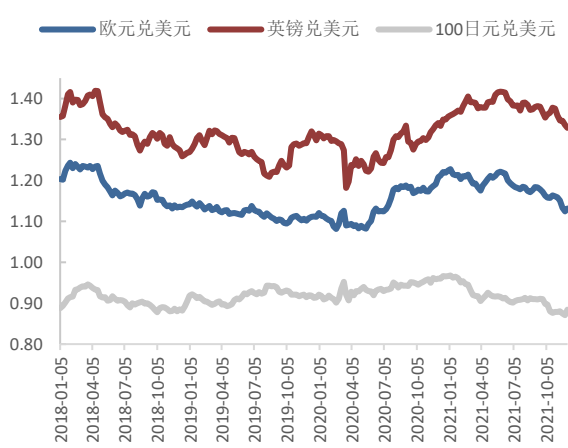
观察美元指数和人民币汇率指数的货币篮子中比重均较大的欧元、日元、英镑：可以看出自 2021 年以来，这三种货币兑美元和人民币均呈现下降趋势，很大程度上解释了美元指数和人民币汇率指数同时上升的原因。

图表 4：欧元、日元、英镑兑人民币均下跌



来源：Wind，莫尼塔研究

图表 5：欧元、日元、英镑兑美元均下跌



来源：Wind，莫尼塔研究

¹ CFETS 人民币汇率指数货币篮子及权值：美元 0.19、欧元 0.18、日元 0.11、港币 0.04、英镑 0.03、澳元 0.06、新西兰元 0.006、新加坡元 0.03、瑞士法郎 0.01、加元 0.02、马尔 0.04、卢布 0.03、韩元 0.09、阿联酋迪拉姆 0.01、沙特里亚尔 0.02、匈牙利福林 0.003、波兰兹罗提 0.009、丹麦克朗 0.004、瑞典克朗 0.006、挪威克朗 0.0025、新土耳其里拉 0.0072、墨西哥元 0.021、泰铢 0.031

² BIS 人民币汇率指数货币篮子及权值（高于 0.01 比重的货币）：美元 0.19、欧元 0.18、日元 0.11、港币 0.0095、英镑 0.03、澳元 0.013、新加坡元 0.029、瑞士法郎 0.014、加拿大元 0.02、马尔 0.021、卢布 0.014、泰铢 0.02、巴西雷亚尔 0.012、印尼卢比 0.013、印度卢比 0.025、韩元 0.087、墨西哥元 0.025、新台币 0.059、

³ SDR 人民币汇率指数货币篮子及权值：美元 0.4685、欧元 0.3472、日元 0.0935、英镑 0.0908

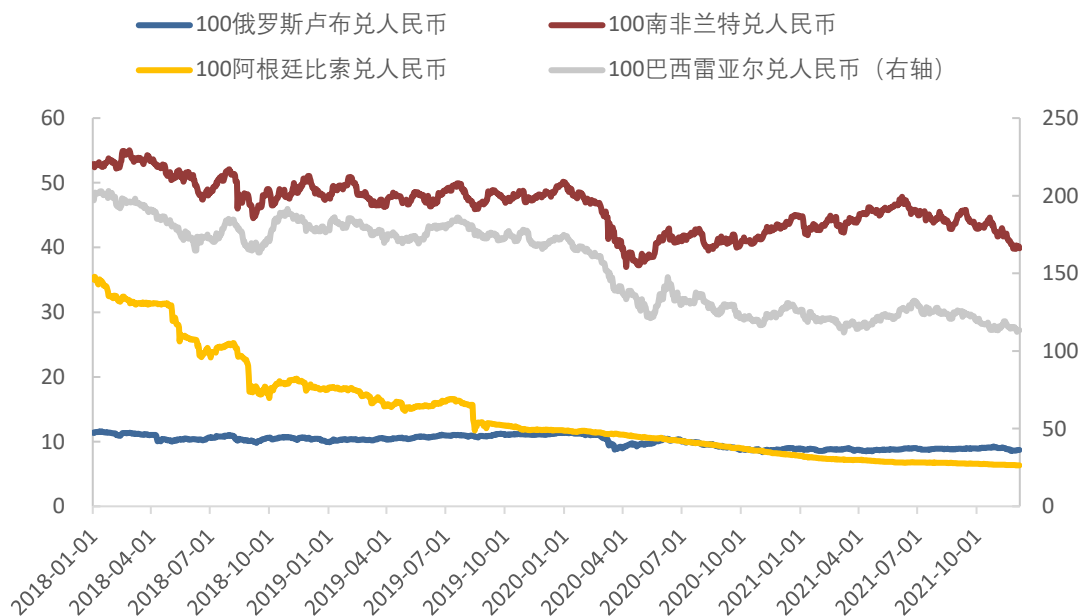
⁴ 数据来源：<http://www.chinamoney.com.cn/chinese/zxpl/20201231/1865562.html#cp=bkrmbidx>

人民币和美元走势背离的原因或在于：一方面非美货币兑美元贬值导致美元指数上升；另一方面人民币兑非美货币升值造成人民币汇率指数升值，且人民币升值的相对幅度超过了美元升值的相对幅度。此外美元兑欧元、美元兑日元升值的幅度大于美元兑人民币贬值的幅度，人民币汇率指数升值的幅度大于美元指数升值幅度，这是美元指数走强，而美元兑人民币中间价贬值，美元指数走势与美元兑人民币走势相背离的关键所在。

另外，人民币汇率指数的货币篮子中包含许多新兴市场国家的货币，而 2021 年以来新兴市场国家表现低迷，货币竞争力持续走弱，一定程度上解释了人民币汇率指数的升幅较大。新兴经济体 11 国包括：阿根廷、巴西、中国、印度、印尼、韩国、墨西哥、俄罗斯、沙特阿拉伯、南非、土耳其。CFETS 人民币汇率指数中新兴市场国家占比 16.8%（卢布 0.03、韩元 0.09、沙特里亚尔 0.02、新土耳其里拉 0.0072、墨西哥元 0.021），BIS 人民币汇率指数中新兴市场国家占比 19.9%（卢布 0.014、巴西雷亚尔 0.012、印尼卢比 0.013、印度卢比 0.025、韩元 0.087、墨西哥元 0.025、沙特 0.009、南非 0.005、土耳其 0.009），SDR 人民币汇率指数货币篮子不包含新兴市场国家货币。目前，外债较高的新兴市场有阿根廷、巴西、南非。根据国际货币基金组织（IMF）10 月发布的经济展望报告，阿根廷在全球通胀率最高的国家中排名第四。官方数据显示，该国 10 月年化通胀率达 42%。通胀严重的新兴国家还有南非、巴西等地区，近期受多重因素影响南非货币兰特汇率经历了一段艰难时期，兑换所有主要货币的汇率普遍走低，巴西货币雷亚尔兑美元亦大幅贬值，2021 年贬值 8.5%。

下图为部分新兴市场国家货币兑人民币汇率，可见 2021 年 6 月以来新兴市场国家表现低迷，货币竞争力持续走弱。

图表 6：部分新兴市场国家货币兑人民币汇率



来源：Wind，莫尼塔研究

三、本质原因：经济基本面上的分化

1) 中国外贸高景气度延续，人民币结算规模上升。

中国外贸高景气度延续对 CFETS 人民币汇率指数持续上涨的助推作用明显，由于全球大量订单纷纷涌入中国，导致中国延续外贸高景气度与较高外贸顺差。为规避汇率风险，更多市场主体倾向在跨境贸易投资中选择使用人民币。中国人民银行近期发布的《2021 年人民币国际化报告》显示，经常项目和直接投资等与实体经济相关的跨境人民币结算量较快增长，大宗商品等重要领域及东盟等地区使用人民币进一步增加，2020 年人民币跨境收付占到同期本外币跨境收付总额的 46.2%，为历史新高，较 2019 年全年提高 8 个百分点。2021 年前 6 个月，人民币跨境收付金额为 17.57 万亿元，占同期本外币跨境收付总额的 48.2%，较去年同期增长 2.4 个百分点，且 2021 年四月中国境内美元存款突破 1 万亿美元大关。⁵这反映出全球投资者对中国经济长期看好，人民币成为全球最稳定货币之一。

越来越多外贸企业在签订明年外贸合同时，都加大了人民币结算比重。今年以来，我国国际收支顺差显著，这是人民币在全球非美元货币中表现较为强势的坚实基础。具体表现为货物贸易顺差扩大，服务贸易逆差缩小，直接投资呈现较大顺差。可以说，在经贸摩擦、新冠肺炎疫情等冲击影响下，我国经济表现出强大韧性，长期稳定增长趋势不变，增强了外资在华投资信心，同时也是我国持续减少市场准入限制、扩大对外开放、改善营商环境的生动反映。海关总署数据显示，三季度，中国贸易顺差为 1815 亿美元，较去年同期增长约 19%。截至 9 月底，中国贸易顺差累计 4275.36 亿美元，同比增长 35%。伴随贸易顺差的增长，人民币结汇需求明显旺盛。截至 8 月末，银行结售汇顺差累计 1589.61 亿美元，为去年同期的 2.2 倍，其中代客结售汇顺差为去年 2.6 倍。

2) 美国、欧洲、日本、英国的经济基本面的分化。

美国：美国的经济基本面是稳定的总体上好于欧洲和日本，货币政策的收紧早于欧洲和日本，这从经济基本面和政策上支持了美元指数的上涨。美国总统拜登宣布了超过 2 万亿美元的就业计划，包括投资 6210 亿美元重建基础设施。与此同时，美国数据显示出强劲的增长前景。2020 年美国实施了极其宽松的财政货币政策。2020 年美国财政赤字占 GDP 比率超过 15%，从疫情暴发至今，由于大规模量化宽松政策的实施，美联储资产负债表总规模几乎翻了一番。一方面，由于美国宏观政策刺激偏向于需求面导致美国国内需求面的复苏显著快于供给面；另一方面，全球疫情大暴发导致大宗商品供应与远程运输能力显著下降，推升了全球大宗商品价格。此外，在美国经济显著复苏的前提下，美国政府的财政货币正常化明显滞后。以上三股力量导致美国的通货膨胀率自 2021 年年初至今快速攀升。近期美联储宣布，从 11 月起开始缩减量化宽松政策的规模，在 2022 年 6 月底结束本轮量化宽松。12 月美联储会议有很大可能宣布加快 Taper 速率。美联储的态度明显转鹰。

欧洲：数据显示欧洲经济放缓：11 月份公布的欧洲经济数据显示欧洲经济有继续放缓的迹象。欧盟委员会周一公布的一项调查显示，11 月消费者信心连续第二个月下降，消费者进行重大采购的意愿和对整体经济形势的乐观程度也都有所下降。疫情方面，欧盟在今年前三个月的疫情推动中整体失败，欧盟与英国在阿斯利康疫苗的安全和供应问题上一再持续的争执，疫苗接种率上远低于美国和英国至少 30% 的接种率。另外，欧洲部分国家由于近日变异新冠病毒奥密克戎毒株在全球多个地区出现再次采取了紧急封锁。这一次奥密克戎毒株的扩散可能导致供应链压力增大，使得通货膨胀水平进一步提高，从而进一步影响经济增长预期。政策方面，与美国刚刚通过的第三轮 1.9 万亿美元刺激措施相比，欧盟去年通过的 7500 亿欧元共同抗疫基金，由于各国财政上的非一体化和国别状况分化，不能直达各国经济修复过程中的“痛点”，并没有得到充分

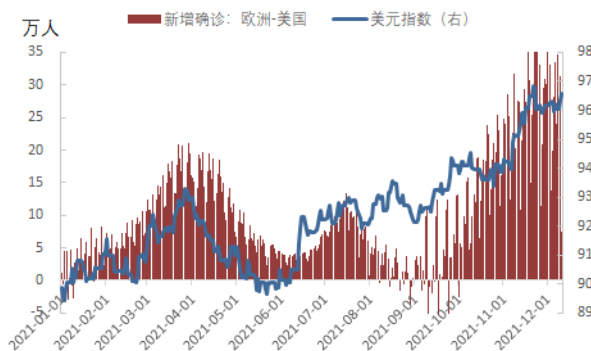
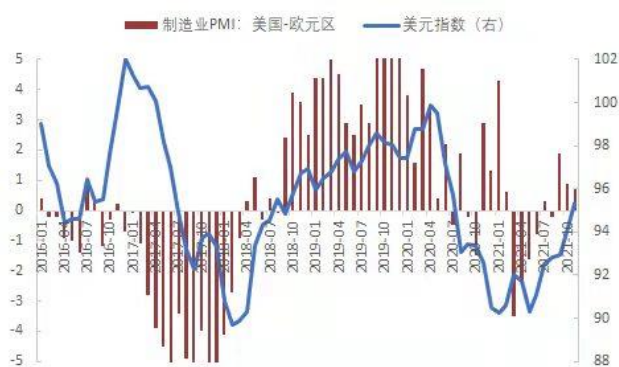
⁵ 数据来源：<http://www.pbc.gov.cn/diaochaotongjisi/116219/116225/4385730/index.html>

分配，效果大打折扣，凸显出大西洋两岸的经济基本面差距。欧央行 12 月议息会议将大概率维持宽松，基本情形之下，欧央行会在本次会议上大概率会决定明年 3 月结束 PEPP，但是从 4 月开始提高此前两百亿欧元/月的常规购债项目（APP）至四百亿欧元/月并且至少持续 6 个月左右以此来减少 PEPP 结束时对金融市场的冲击。

欧美对比：(i) 欧盟在疫情推动中整体失败，而美国疫苗接种率远高于欧盟。(ii) 欧盟 7500 亿欧元共同抗疫基金实施效果不好，而美国宣布 2 万亿美元就业计划。(iii) 美国实行及其宽松的财政政策，以通胀换取经济恢复，目前美联储开始缩减量化宽松政策，总体来讲，美国经济恢复快，经济基本面比欧洲稳定。

图表 7：从制造业 PMI 角度而言美国经济恢复较快

图表 8：欧洲疫情严峻



来源：Wind，莫尼塔研究

来源：Wind，莫尼塔研究

英国：近几月，全球供应链的持续压力，运输和食品加工行业的劳动力短缺，能源燃料的价格上涨对企业的生产力和稳定通胀产生了一定的负面作用。根据英国国家统计局的数据显示，英国 10 月通胀率达到 4.2%，为近 10 年来最高水平，预计 2022 年英国通胀率可能将上升至 5% 的水平。另一方面，12 月 8 日英国首相鲍里斯宣布紧急启动防疫 B 计划，以应对“超级变株”Omicron 引发的新一轮疫情，奥密克戎毒株的扩散也可能对供应链造成进一步的压力。

日本：11 月 15 日日本内阁府公布数据显示，日本截至 9 月底的 3 个月 GDP 折合年率环比萎缩 3%，远超过经济学家预期的下降 0.7%。供应链方面，大宗商品成本上升和全球芯片短缺等问题导致了日本供应链的持续紧张，这有可能在中短期内对经济前景产生负面影响。另外，由于芯片短缺的情况，国内的多家公司制造商纷纷表示减少产量，这也在一定程度上对日本制造业产生严重影响。疫情方面，日本国内疫情依然持续，由于第五波疫情与全球供应链的短缺同时出现，其抑制了日本的出口和消费，导致日本第三季度的经济大幅萎缩。政策方面，日本财团正积极寻求进一步支持，将切实推进财政支出计划 55.7 万亿日元的经济对策，将左右由 11

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_31512

