

本期主题

2021 人民币汇率年报 —— 人民币汇率是否高估？

核心摘要

- 2021 年第一财经研究院人民币指数上涨 8.52%，美元指数上涨 6.8%，形成人民币与美元双双走强的格局。2022 年，中美货币周期背离：一个收一个放，人民币兑美元汇率升破 6.4。中美货币双强的局面能否持续？
- 本文从市场数据、国际收支、银行结售汇等方面对人民币汇率进行观察分析。结果显示，当下人民币汇率的强势表现并未有人为干预现象，2021 年对人民币汇率起决定性作用的是经常项目顺差下的贸易强则汇率强。银行结售汇数据显示目前人民币兑美元汇率呈现较强的顺周期性和单边升值预期。但在中美货币政策背离的背景下，人民币兑美元贬值压力犹存。
- 经济稳是货币稳的首要前提。2022 年，中国经济面临下行周期，“稳字当头”是中国经济政策的主要脉络，能否有效缓冲中国经济的下行压力是稳定汇率预期的最重要因素。

第一财经研究院产品系列

- 《高频看宏观》
- 《金融条件指数》
- 《首席经济学家调研》
- 《宏观专题报告》

作者：刘昕 第一财经研究院

邮箱：liuxin@yicai.com

内容目录

1. 2021 年人民币汇率走势强劲	2
1.1 人民币有效汇率呈单边升值趋势	2
1.2 人民币兑全球主要经济体货币升值	3
2. 2021 年中国国际收支平衡，外汇储备增加	6
2.1 中国进出口表现优异	6
2.2 中国实现经常账户与非储备性质金融账户双顺差	8
3. 美元兑人民币汇率与美元指数出现背离	10
4. 人民币汇率是否高估？	13
4.1 中美货币周期背离引发人民币汇率估值讨论	13
4.2 汇率市场未有显著人为干预现象	15
4.3 人民币兑美元汇率有升值预期也有贬值压力	16
5. 2022 年影响人民币汇率预期的主要因素	18
5.1 2022 年中国经济遵循“稳字当头”	18
5.2 警惕美联储超预期收紧货币政策	20

正文

2021 年，人民币汇率的强势表现引发市场关注。从人民币对一篮子货币的有效汇率指数来看，第一财经研究院人民币名义指数年内升值 8.52%；从人民币兑美元汇率来看，在美元指数 2021 年全年上涨 6.8%的基础上，人民币兑美元汇率年内上升 1.43%，形成人民币、美元同步走强的格局。

自 2015 年“8.11 汇改”之后，美元指数与美元兑人民币汇率基本保持高度趋同走势，但这一规律自 2021 年 6 月起出现了背离，在 2021 年 6 月至 12 月底期间，美元指数升幅达到 6.72%，但同期人民币兑美元汇率基本保持在较为平稳的区间并收于近年来较高点位。

目前，中美两国的货币周期已走到十字路口。美国的低失业率和高通胀已触发美联储加息的条件，根据美联储去年 12 月议息会议后的点阵图显示，今年美联储可能会加息三次至 0.75%-1% 区间。中国经济周期在 2021 年三季度见顶后开始回落，去年人民银行累计下调金融机构存款准备金率 100bp，今年年初通过 7 天逆回购利率和 1 年期 MLF 利率降息 10bp，中国开启宽松周期以应对经济下行的意图不言而喻。

在此背景下，人民币兑美元汇率是否存在高估引发市场关注。我们认为，2021 年人民币汇率的强势走势主要还是由于疫情背景下中国进出口表现出色、经常项目顺差带来的汇率升值。截至 2021 年三季度，经常项目顺差累计 1963 亿美元，通过非储备性的金融账户以及净误差与遗漏项所测算的资本外流规模仅为 500 亿美元，国际收支整体平衡，外汇储备增加。

市场数据未显示人民币汇率有人为干预的迹象，但从银行结售汇数据来看，当下人民币兑美元汇率呈现较强的顺周期性和单边升值预期，这同时意味着人民币兑美元可能存在超调的可能性。从离岸市场一年期 NDF 汇率与即期汇率的差值来看，在中美两国经济周期以及货币周期背离的背景下，人民币兑美元汇率的远期贬值压力持续存在，并且可能成为未来人民币兑美元汇率预期逆转的风险来源。

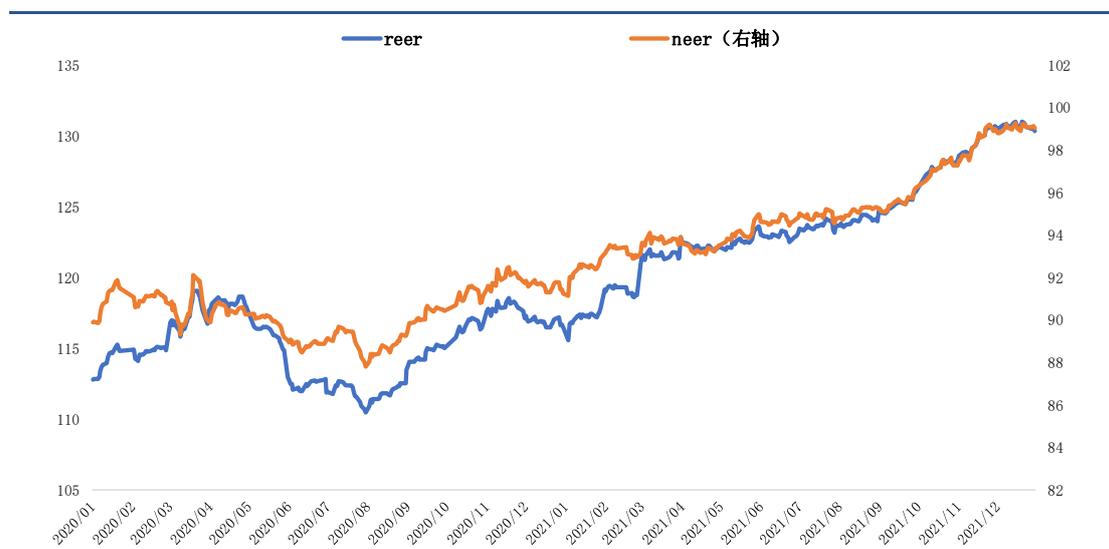
2022 年，中美经济周期都将面临下行趋势，中国应警惕美联储超预期收缩货币政策的溢出风险，中国能否有效缓冲经济下行的压力是稳定汇率预期的首要因素。

1. 2021 年人民币汇率走势强劲

1.1 人民币有效汇率呈单边升值趋势

2021 年，第一财经研究院人民币指数呈现单边升值趋势，名义指数 NEER 由年初的 91.13 升至年末的 99.04，升幅达到 8.52%；实际指数 REER 由年初的 115.57 升至年末的 130.39，升幅达到 11.94%。

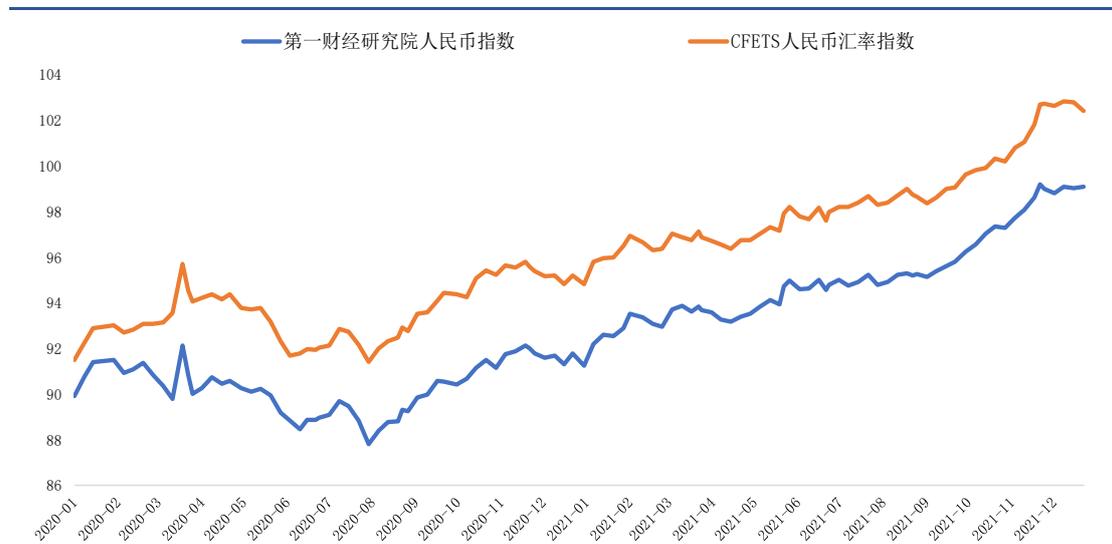
图 1：2020-2021 年第一财经研究院人民币汇率指数走势



来源：第一财经研究院

从央行公布的人民币兑一篮子货币汇率走势来看，2021 年 CFETS 人民币汇率指数由年初的 95.8 上升至年末的 102.47，升幅为 7.0%，其走势与第一财经研究院人民币名义指数基本保持一致。

图 2：2020-2021 年第一财经研究院人民币指数与 CFETS 人民币指数走势

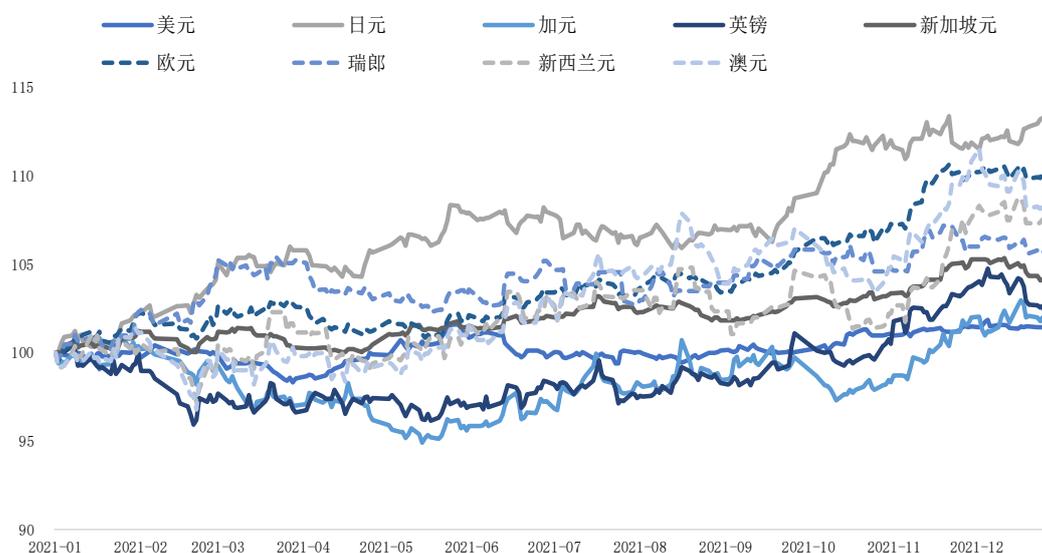


来源：Wind、第一财经研究院

1.2 人民币兑全球主要经济体货币升值

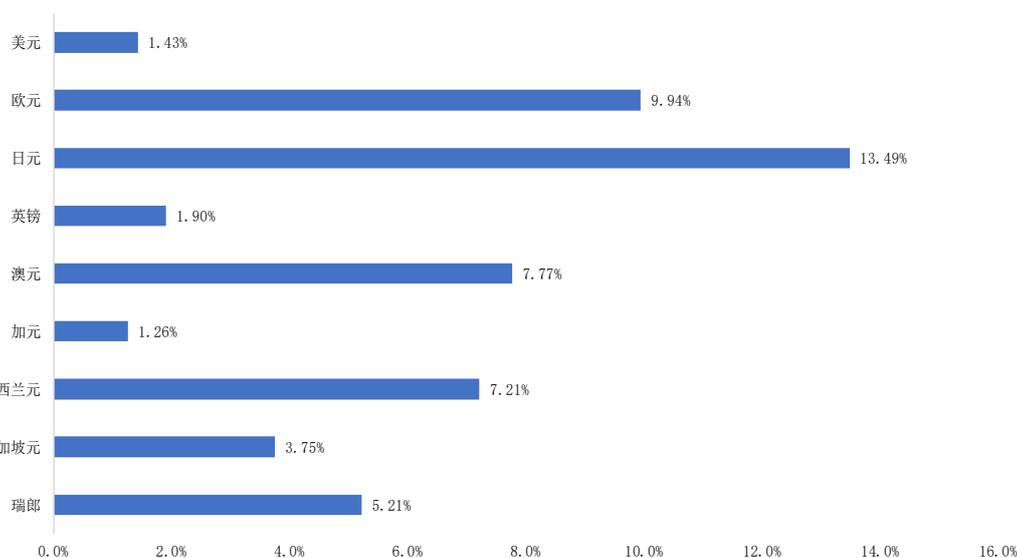
从发达国家货币来看，2021年人民币几乎兑主要发达国家货币均呈升值趋势。其中，人民币兑日元、欧元、澳元的升值幅度最高，分别达到13.49%、9.94%和7.77%；人民币兑美元、加元和英镑汇率相对保持平稳，年内升值幅度分别为1.43%和1.26%和1.9%。

图 3：2021 年人民币兑主要发达经济体货币汇率（2021 年 1 月 5 日=100）



来源：Wind、第一财经研究院

图 4：2021 年人民币兑主要发达经济体货币的汇率变化幅度（%）



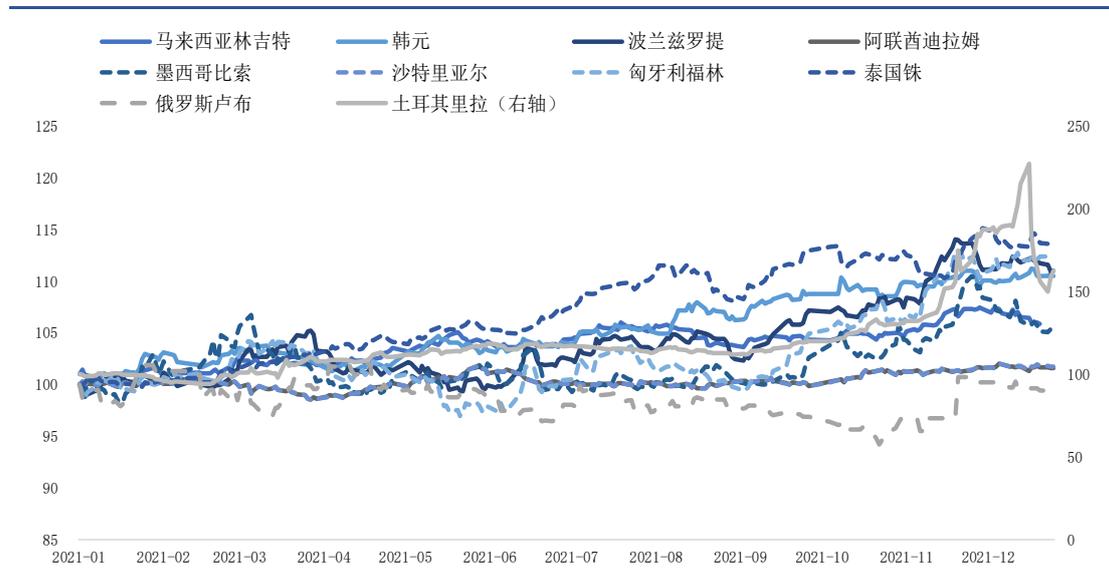
来源：Wind、第一财经研究院

从新兴市场经济体货币来看，2021 年人民币同样兑多数新兴市场国家货币升值。其中，人民币兑土耳其里拉的年内升值幅度最高，达到 69.45%。土耳其里拉贬值有其特殊性，在土耳其国内通货膨胀高企的同时，土耳其总统埃尔多安拒绝通过加息来抑制通胀，反而频繁干预土耳其央行的货币政策，寄希望于降息来增加投资、出口和就业，并在 20 个月内相继罢免 3 位央行行长，最后触发土耳其里拉货币危机。

除土耳其里拉之外，人民币兑泰国铢、匈牙利福林、波兰兹罗提和韩元的升值幅度最高，分别为 14.64%、12.19%、11.97%和 11.19%。

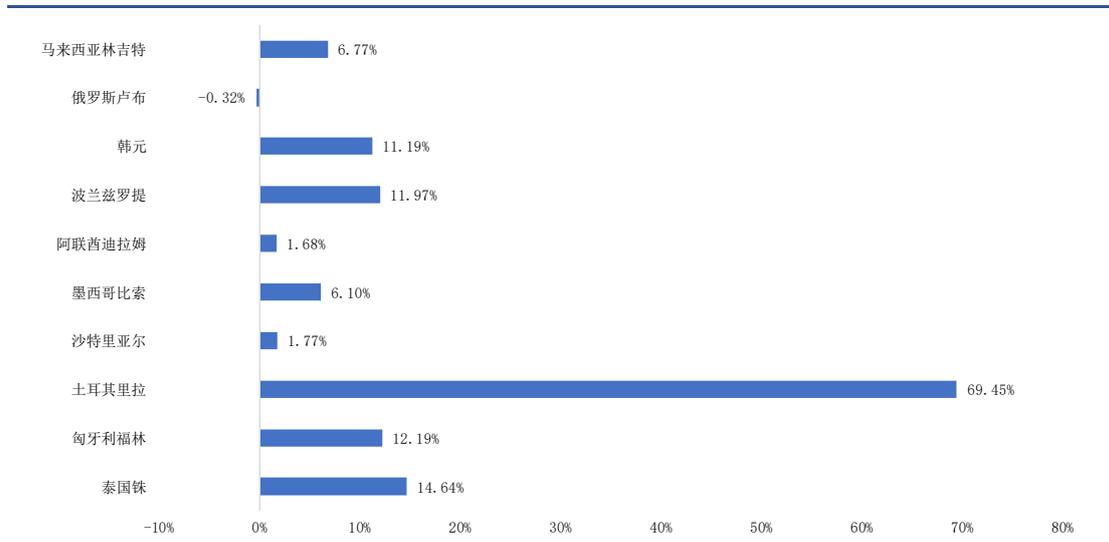
2021 年人民币兑石油出口国货币汇率相对保持平稳，主要体现在人民币兑俄罗斯卢布小幅贬值 0.32%，兑阿联酋迪拉姆和沙特里亚尔小幅升值 1.68%和 1.77%。2021 年石油价格升势迅猛，布伦特原油价格由年初的 51.54 美元/桶上升至年末的 79.42 美元/桶，升幅达到 54%，这导致主要石油出口国经济基本面有所改善，并带动货币走强。

图 5:2021 年人民币兑主要新兴市场经济体货币汇率(2021 年 1 月 5 日=100)



来源: Wind、第一财经研究院

图6：2021年人民币兑主要新兴市场货币的汇率变化幅度（%）



来源：Wind、第一财经研究院

2. 2021年中国国际收支平衡，外汇储备增加

2.1 中国进出口表现优异

2021年，全球依然笼罩在新冠病毒的阴影之下，年中出现的德尔塔（delta）病毒变种以及年末出现的奥密克戎（omicron）病毒变种使得全球感染新冠病毒的每日新增病例屡创新高。截至2022年1月21日，全球每日新增新冠病毒感染病例高达388万人次，就目前数据来看，虽然奥密克戎传播速度快导致每日新增感染人数不断上升，但随着全球疫苗接种率的提高，每日因新冠病毒导致的死亡人数并未有显著上升趋势，病毒变种对于后续感染率和死亡率的影响仍有待观察。

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_36789

