

宏观深度报告

人民币汇率还会“升升不息”么？

证券分析师

钟正生 投资咨询资格编号
S1060520090001
ZHONGZHENGSHENG934@pingan.com.cn

研究助理

张璐 一般证券从业资格编号
S1060120100009
ZHANGLU150@pingan.com.cn



平安观点：

- 2022年以来，“美元强、人民币更强”不断演绎。本篇报告探究近期人民币汇率“逆势”升值的原因，并对2022年人民币汇率的走向做进一步前瞻。我们认为，2022年人民币汇率强势的基础依然存在，但升值动能面临减弱，随着出口增长可能逐步放缓，或在贬值方向释放更大弹性。
- 一、当前人民币汇率强势的基础已开始发生边际变化。包括：季节性结售汇高峰已过；海外疫情出现好转迹象；中美货币政策分化，中美利差明显缩窄；人民币并未出现升值预期的“羊群效应”。
- 二、但2022年初以来人民币汇率却在“逆势”升值。这主要得益于三方面因素的支撑：一是，可结汇资金持续大幅增长，成为支持人民币汇率升值的最关键因素；二是，地缘政治冲突升级情况下，人民币表现出一定的避险性质。近期人民币国际化取得积极进展，也有助于提高人民币资产的吸引力。三是，欧央行、英国央行“转鹰”，一定程度上抑制了美元指数上行，美元层面未对人民币汇率产生太强的贬值压力。
- 三、从政策倾向来看：“发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能”的政策定位来看，人民币汇率或需在贬值方向上释放更大弹性。在2022年中国经济下行压力加大，人民币适度贬值有利于配合货币政策加强对实体经济的支持；在中国与海外货币政策周期错位、中美利差显著收窄的情况下，人民币在贬值方向释放弹性有利于缓解跨境资本快速进出造成的市场波动。当然，这并不意味着央行要在外汇市场上进行常态化干预，而只意味着政策面对人民币汇率适度贬值的容忍度可能在增加。
- 四、从经济基本面来看：强势出口对人民币汇率的支撑减弱也许并不遥远。其一，2021年四季度以来美国加速补库存，意味着后续美国需求的外溢效应将趋于减弱。其二，2021年下半年以来，中国出口市场占有率的提升主要来自于美墨加、欧洲、东南亚地区市场份额的下降（目前欧洲和东南亚地区出口主要受到变异病毒影响）。后续随着疫情好转，中国出口市场占有率就将面临回落压力。
- 五、从美元指数来看：2022年美元指数或许不会大幅走强，从而不会给人民币汇率带来太大的贬值压力。首先，2022年美国在全球“一枝独秀”的程度面临减弱，美元指数大幅走强的基础或将不再。其次，历史上，美联储紧缩后，美元指数在多数情况下都是震荡走弱的。2022年初以来市场对美联储加息已经计入得较充分，待加息正式开启（叠加缩表操作）后，势必对美国产生紧缩效果，美元指数上行动能更可能面临减弱。当然，在地缘政治冲突仍在演化的情况下，美元避险属性彰显，仍可能阶段性推高美元指数。

正文目录

一、	2022 年以来“美元强、人民币更强”进一步演绎	4
二、	2022 年以来人民币汇率缘何逆势走强?	8
三、	人民币汇率的“自动稳定器”效应有待进一步提升.....	10
四、	2022 年人民币升值动能或将面临减弱	11
五、	但美元指数牵制人民币汇率的风险并不高	13

图表目录

图表 1	2022 开年以来，人民币汇率强势状态进一步扩大.....	4
图表 2	中美博弈对人民币汇率具有显著的拐点性影响.....	5
图表 3	2021 年我国国际收支水平与 2017 年接近.....	5
图表 4	新冠疫情后美国在全球进口中的占比明显提升.....	6
图表 5	2022 开年以来，“美元强、人民币更强”的状态进一步演绎.....	6
图表 6	春节前结售汇因素对人民币汇率存在支持.....	7
图表 7	2022 年以来海外疫情冲高回落.....	7
图表 8	2022 年初以来中美利差明显收窄.....	7
图表 9	2022 年以来人民币升值预期并不强烈，甚至在贬值方向的预期有所强化.....	8
图表 10	外汇存款增长是推动人民币走强的重要因素.....	8
图表 11	截至 2022 年 1 月外汇流入仍在持续.....	8
图表 12	近期人民币汇率与 VIX 指数出现一定负相关性.....	9
图表 13	2021 年 12 月以来人民币支付占比大幅提升.....	9
图表 14	欧央行每月资产购买规模开始下降.....	10
图表 15	英央行已停止资产购买并连续加息.....	10
图表 16	疫情后净出口对我国经济增长的拉动作用明显增强.....	10
图表 17	疫情以来我国国际收支状况大幅改善.....	11
图表 18	2021 年四季度，美国贸易库存总额加速蹿升，零售商库存销售比低位反弹.....	12
图表 19	新冠疫情以来全球出口市场格局变化经历了几个阶段.....	12
图表 20	2022 年 2 月全球日新增确诊病例有效下降.....	13
图表 21	东南亚地区本轮疫情仍较严重.....	13
图表 22	美国与全球经济增速差距重新扩大，意味着美元指数的上行动能或将不再.....	13
图表 23	美联储开始紧缩后，多数情况下美元指数反而震荡走弱.....	14
图表 24	当前市场对美联储加息的预期明显走在了美联储之前.....	15

2022 年开年以来，海外市场震荡不断：一方面，2 月 10 日公布的美国 1 月 CPI 同比再次“爆表”达到 7.5%，触发美联储加息预期迅速升温，10 年期美债收益率一度上破 2.0%，中美 10 年期国债利差由 2021 年末的 126BP 降至 2 月 10 日只有 70BP。另一方面，2 月 24 日俄罗斯总统普京下令在乌克兰发动特别军事行动，引爆地缘政治风险，美元指数迅速蹿升，截至 3 月 2 日达到 97.7。然而，不管是中美利差的迅速收窄，还是美元指数的蹿升，对人民币汇率造成的影响都是平缓且短暂的。美元兑人民币汇率除了 1 月 27 日在 FOMC 议息会议后显著贬值 0.67% 至 6.36 外，在 2022 年 1 月和 2 月都走出了升值趋势，3 月 2 日美元兑人民币汇率升至 6.31，创 2018 年 4 月 25 日以来新高；CFETS 人民币汇率指数也在卢布骤贬的助力下升至 104 以上，再创 2015 年 11 月推出该指数以来的新高。

图表1 2022 开年以来，人民币汇率强势状态进一步扩大



资料来源：Wind, 平安证券研究所

本篇报告探究近期人民币汇率“逆势”升值的原因，并对 2022 年人民币汇率的走向做进一步前瞻。我们认为，2022 年人民币汇率强势的基础依然存在，体现为 2020 年以来积累的外汇流入仍在继续发挥作用、在当前地缘政治风险爆发情形下表现出一定避险性质，但人民币升值的动能或面临减弱，随着出口增长的逐步放缓，可能在贬值方向释放更大弹性。

一、2022 年以来“美元强、人民币更强”进一步演绎

2021 年 9 月以来，外汇市场就出现了“美元强、人民币更强”的局面。2021 年 9 月至 12 月，美元指数从 92.50 走强至 95.97，美元兑人民币汇率却由 2021 年 9 月初的 6.4652 走低至 2021 年末的 6.37，表明人民币比美元走得更强。CFETS 人民币指数在此期间从 93.38 大幅上涨至 102.47，创下 2015 年 12 月该指数推出以来的最高水平。

这种局面的出现：一是，美国通胀问题日趋严峻，美国对自中国进口商品加征的大额关税可谓起到推波助澜地作用，在此背景下，美国有削减对华进口关税的内生诉求，这是中美经贸关系取得积极进展的一个“潜台词”。2021 年 9 月 10 日习近平主席同拜登总统通电话，11 月 16 日两国领导人举行视频会晤带动了人民币，期间带动人民币汇率两波大幅升值。

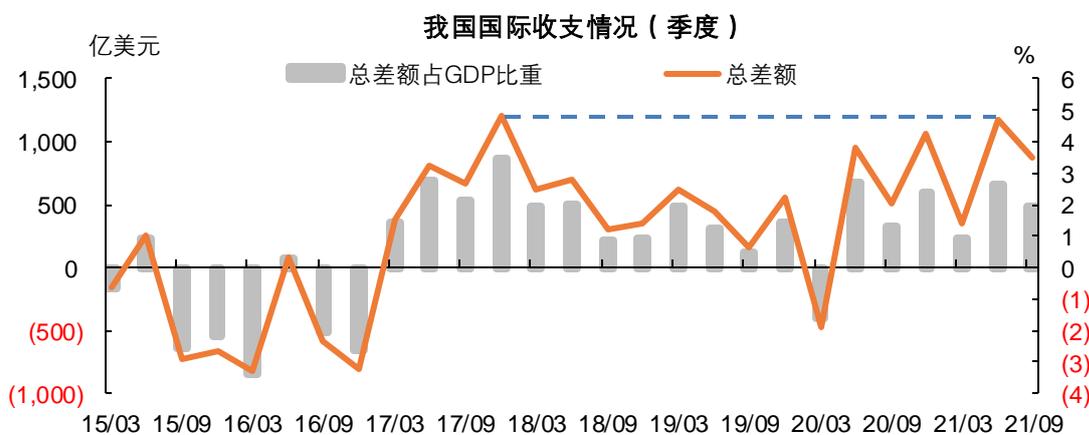
图表2 中美博弈对人民币汇率具有显著的拐点性影响



资料来源:wind, 平安证券研究所

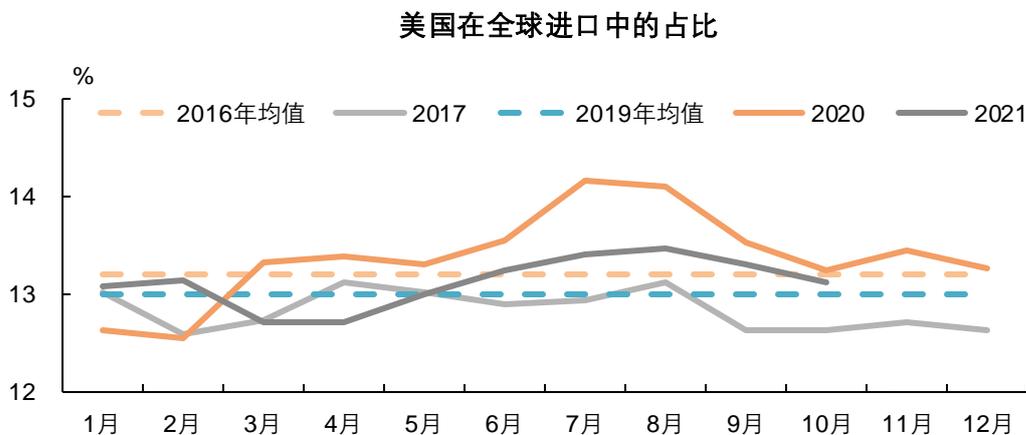
二是，美国经济在全球“一枝独秀”奠定了美元强势基础，同时美国成为全球出口增长的引擎，拉动中国出口、从而中国国际收支顺差大幅增长，驱动人民币升值。此前这两者鲜少同时出现：2017年，中国同样面临出口快速增长、国际收支顺差大幅攀升的局面，但当年强人民币却伴随着弱美元（也是2015年汇改以来的正常组合），2017年美元指数贬值9.9%，同期美元兑人民币汇率下跌6.4%。这是因为，当全球经济向好时，外需向好——中国出口改善——支持人民币升值，但同时美国经济“一枝独秀”的程度通常下降，从而通常伴随着弱美元。2017年美国在全球进口中的占比从上年的月均13.2%下降至12.8%，就表明当年中国出口是受到全球经济整体向好的支持。2021年情况特殊，美国经济不仅在全球“一枝独秀”，而且由于国内供应链受损，其对全球、特别是供应链恢复最好的中国出口产生了有力拉动。2020年和2021年美国在全球进口中的占比分别月均为13.4%和13.1%，均高于新冠疫情前2019年的13%，就表明美国对全球出口增长的引擎性作用。正是在此情况下，强美元与强人民币同时出现。

图表3 2021年我国国际收支水平与2017年接近



资料来源: Wind,平安证券研究所

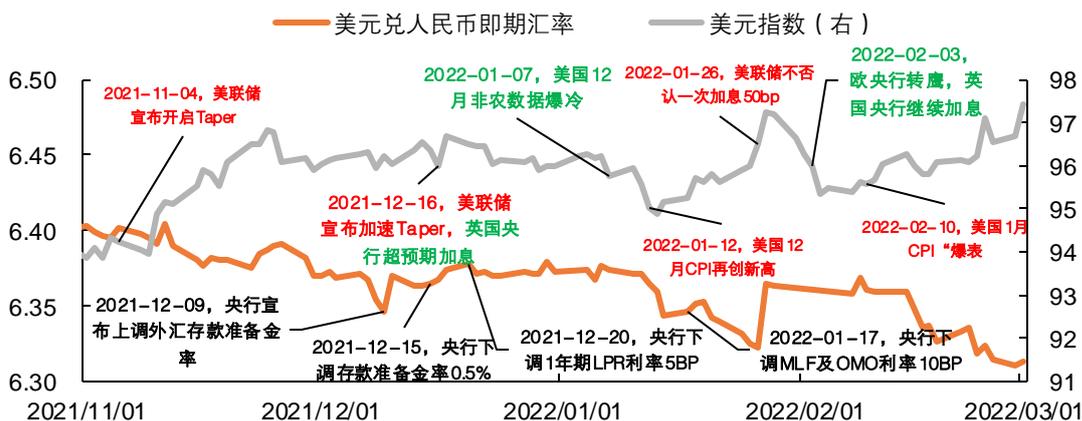
图表4 新冠疫情后美国在全球进口中的占比明显提升



资料来源: Wind,平安证券研究所

2022年初以来,中美货币政策出现根本性分化,但“美元强、人民币更强”的状态还在进一步演绎。进入2022年,随着美国2021年12月通胀数据高达7%,美联储加息预期开始迅速走高,驱动1月美联储议息会议上鲍威尔对2022年一次加息50bp、在加息同时大幅缩表等未予否认,从而带动美元指数走升至97以上。而同时,中国货币宽松政策不断落地,2021年12月15日央行全面降准0.5个百分点,12月20日LPR报价下调5bp,2022年1月17日央行下调OMO及MLF利率10bp。在中美货币政策如此走向分化的情况下,人民币汇率仍在继续走强:1月26日美元兑人民币汇率一度升至6.32,创下2018年4月25日以来新高;2月24日美元兑人民币汇率一度升至6.31,再创新高。

图表5 2022开年以来,“美元强、人民币更强”的状态进一步演绎

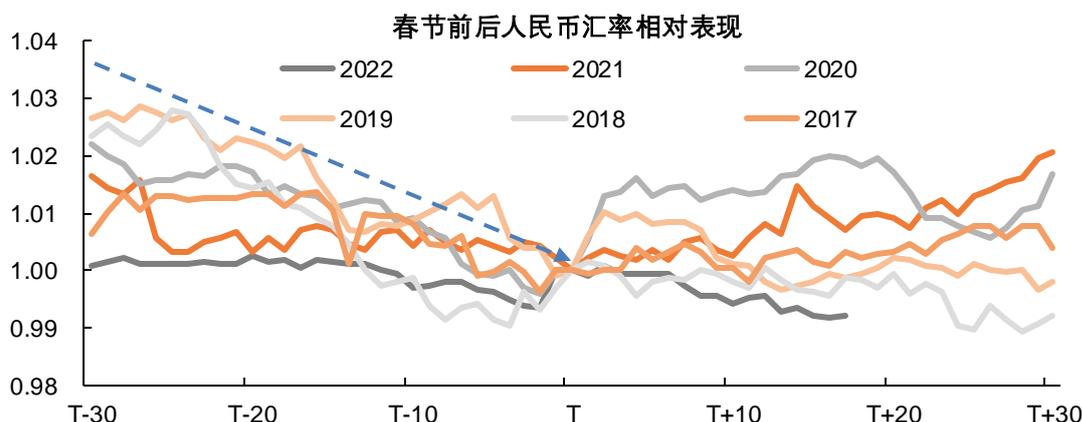


资料来源: Wind,平安证券研究所

之所以这段时期的人民币汇率看起来是在“逆势”升值,是因为2022年初以来人民币汇率强势的基础已经开始发生边际变化。一是,春节后季节性结售汇高峰已过。这一点从历史上春节前后的人民币汇率走势即有所展现。2017年以来,人民币汇率通常在春节前趋于升值,而在春节后有所回调。二是,海外新冠疫情出现好转迹象。全球新增确诊病例数由1月中旬的接近400万人/天,已减半至目前约200万人/天,且仍未有下行放缓迹象;三是,中美货币政策分化情况下,中美利差明显

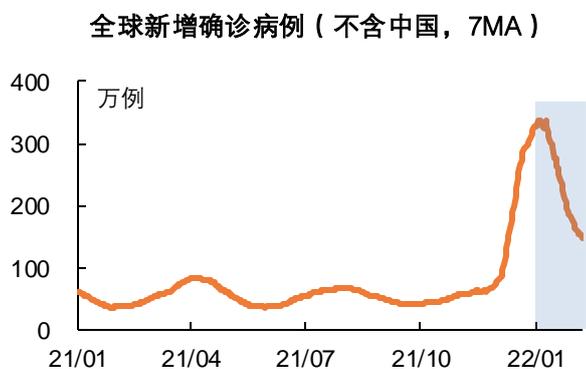
缩窄。中美 10 年期国债利差由 2021 年末的 126BP 最低降至 2 月 10 日只有 70BP，跨境资本流出压力有所增加。四是，人民币并未出现升值预期的“羊群效应”。采用经中美利差调整的美元兑人民币一年期 NDF（无本金交割远期外汇交易）刻画市场对人民币升值的预期¹，显示 2021 年人民币升值预期不断缓释，2022 年以来人民币升值预期并不强烈，甚至在贬值方向上的预期有所强化。

图表6 春节前结售汇因素对人民币汇率存在支持



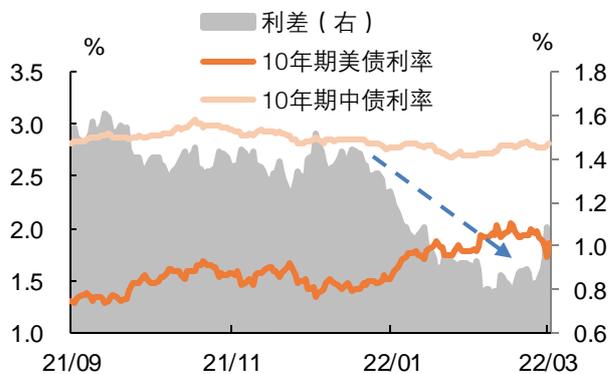
资料来源: Wind,平安证券研究所; 注: 春节前一个工作日标准化为 1, 向下表示升值

图表7 2022 年以来海外疫情冲高回落



资料来源: Wind,平安证券研究所

图表8 2022 年初以来中美利差明显收窄



资料来源: Wind,平安证券研究所

¹ NDF（人民币无本金交割远期）常用于衡量海外市场对人民币升值或贬值的预期。同时，USDCNY NDF 合约价格也与中美利差有关。假设某日 USDCNY 一年期 NDF 汇率为 X，中、美一年期国债利率分别为 Y%、Z%，则可推算出其隐含的当前汇率为 $X \cdot (1+Z\%) / (1+Y\%)$ ，隐含的当前汇率与即期汇率之差便是隐含的升贬值预期。

图表9 2022年以来人民币升值预期并不强烈，甚至在贬值方向的预期有所强化



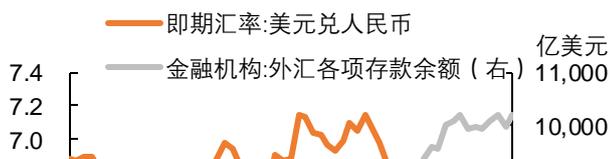
资料来源: Wind,平安证券研究所

二、2022年以来人民币汇率缘何逆势走强？

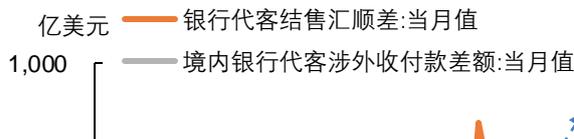
如前所述，2022年初以来人民币汇率强势的基础已经开始发生边际变化，本应指向人民币汇率走弱，至少不应走强得如此凌厉。我们认为，2022年以来人民币汇率的“逆势”升值主要得益于三方面因素的支持：

一是，可结汇资金持续大幅增长，成为支持人民币汇率升值的关键因素。尽管春节前季节性结汇高峰已过，但2020年以来积累的外汇流入仍在继续发挥作用。新冠疫情以来，高额贸易顺差为外贸企业带来了大量的外汇收入，金融机构外汇存款由2020年3月的7654亿美元，迅速增长至2021年6月的1.02万亿美元，并在此后持续处于1万亿美元左右的历史高位。截至2022年1月，尽管银行代客结售汇顺差从高位有所回落，但银行代客涉外收付款差额还在进一步走高，表明基于外贸等刚需的外汇流入仍在持续。

图表10 外汇存款增长是推动人民币走强的重要因素



图表11 截至2022年1月外汇流入仍在持续



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_39049



云报告
https://www.yunbaogao.cn