



# 管涛：2021 年外汇市场 分析报告



意见领袖 | 管涛、刘立品



1月21日，国家外汇管理局发布了2021年12月份外汇收支数据。现结合全年数据对2021年境内外汇市场运行情况具体分析如下：

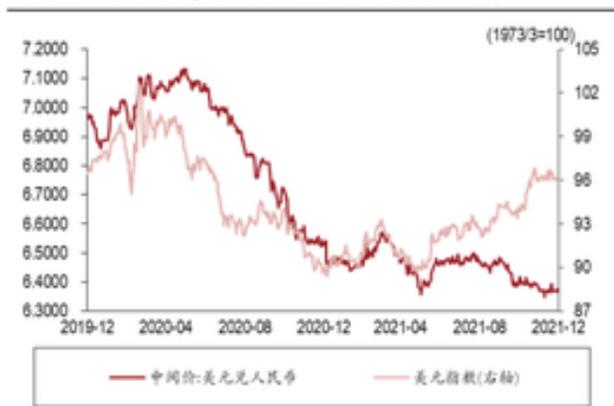
全年人民币汇率在高位小幅震荡，年均汇率中间价涨幅较大

2020年，人民币汇率跟随美元指数先贬后升，前5个月，中间价累计贬值2.2%，6至12月持续升值9.3%。不过，2021年人民币汇率单边升值态势并未持续，这符合我们在2020年12月19日发布的研报《逻辑比结论重要：关于明年货币政策与人民币汇率的猜想》中关于“人民币汇率没有那么强”的猜测（报告的另一个猜测“货币政策没有那么紧”也猜对了）。

前 8 个月，中间价跟随美元指数呈现先涨后跌再涨再跌的“W”型走势；9 至 12 月，中间价迎着美指反弹压力持续走高。全年，中间价累计上涨 2.3%，最高升至 6.3498 比 1，最低贬至 6.5713 比 1，最大振幅为 3.5%，远小于 2020 年的 9.3%，也明显低于其他主要储备货币最大振幅，表明人民币汇率在主要货币中保持了基本稳定（见图表 1、2）。

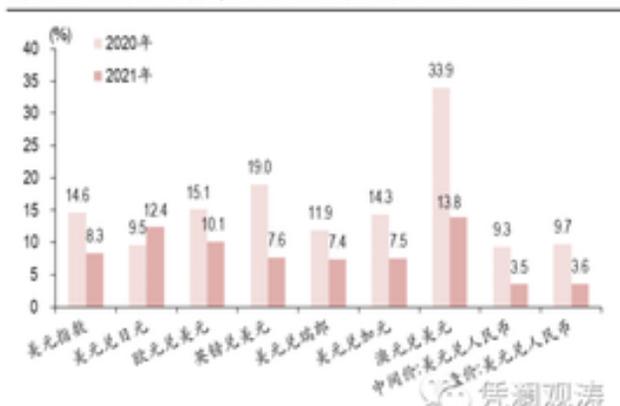
由于全年人民币汇率中间价在高位小幅震荡，中间价均值为 6.4515 比 1，较上年升值 6.9%，远超过同期人民币时点汇率的涨幅（上年为基本持平）。2021 年，中国名义 GDP 达到 114.37 万亿元人民币，折合 17.73 万亿美元，较上年增长 21%，为 2012 年以来增速最快的年份，相当于 2021 年三季度美国折年率名义 GDP 的 76%，占比较上年提高 6.1 个百分点（见图表 3）。

图表 1. 境内人民币兑美元汇率与美元指数走势



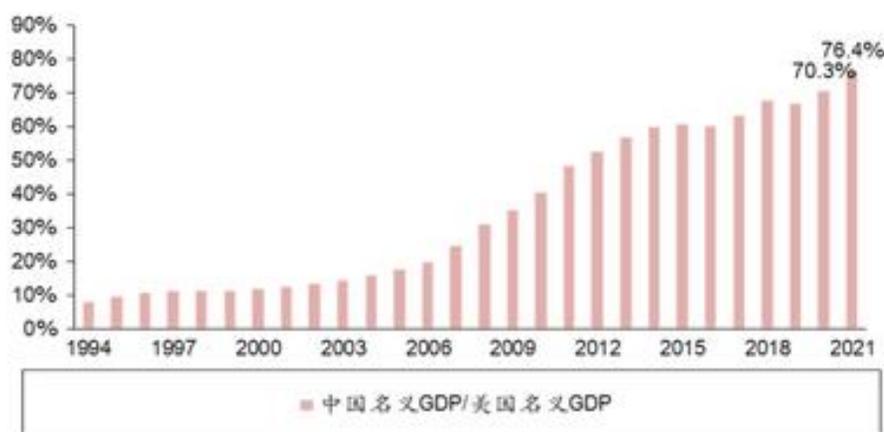
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 主要储备货币对美元汇率的最大振幅变动



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 中国名义 GDP（折美元）相当于美国名义 GDP 的比重



资料来源：万得，中银证券

凭澜观涛

注：(1) 美国 2021 年名义 GDP 为三季度折年率数据；(2) 中国名义 GDP 折美元数=中国名义 GDP/年均人民币汇率中间价。

人民币多边汇率升幅超过双边汇率，对出口的影响由财务冲击转向竞争力隐忧

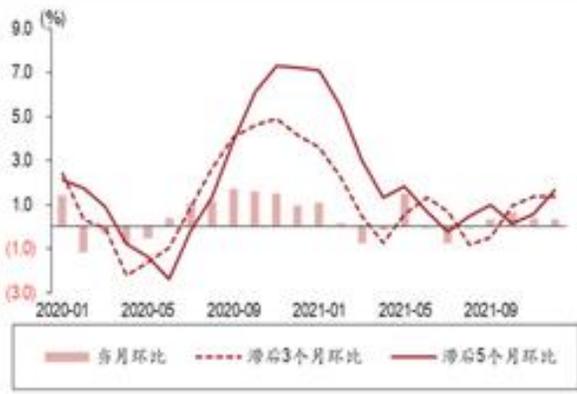
关于最优汇率选择（包括汇率制度安排和汇率政策操作）的国际共识是没有一种选择适合所有国家以及一个国家所有时期。其背后的政策逻辑就是，每种选择都是有利有弊。自 1994 年初汇率并轨以来，人民币实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。在此汇率制度下，当前人民币汇率实行的是灵活的汇率政策，央行基本退出外汇市场的常态干预，让市场在汇率形成中发挥越来越大的作用，进而让汇率浮动成为吸收内外部冲击的减震器，或者说是宏观经济稳定和国际收支平衡的自动稳定器。但是，汇率灵活面临的挑战是，市场汇率容易出现偏离经济基本面的汇率超调。

这轮人民币升值自 2020 年 6 月启动以来，前期主要是双边汇率持续走强，影响出口企业财务状况。企业出口从接单、生产、发货到收款一般

有一个时间差,期间人民币汇率变动会产生汇兑损益。到2020年11月份,滞后3个月和滞后5个月环比的收盘价均值分别上涨4.9%、7.3%,这意味着,如果出口企业在此前3至5个月内出口货物,并在11月份把取得的货款结汇,将遭受4%以上的汇兑损失。但2021年人民币兑美元汇率总体保持窄幅震荡,故人民币升值对出口企业的财务影响明显减轻,滞后3个月和滞后5个月环比的收盘价均值最大涨幅均出现在1月份,分别为3.6%、7.1%,此后涨幅明显收窄,甚至阶段性出现下跌,4至12月环比变动幅度均在2%以内(见图表4)。

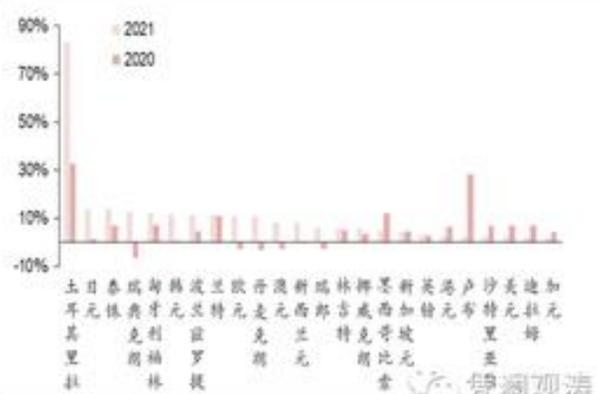
最近表现为,在美元指数走强背景下,由于其他大部分货币兑美元汇率贬值,因此人民币兑美元升值意味着人民币兑其他货币偏强,人民币多边汇率加速升值造成的出口竞争力冲击。2021年,人民币兑银行间外汇市场(即中国外汇交易中心系统,CFETS)交易的24种货币的中间价均出现升值(见图表5)。全年,CFETS人民币汇率指数累计上涨8.0%,远超过同期人民币兑美元双边汇率的涨幅;国际清算银行编制的人民币实际有效汇率指数上涨4.5%,其中四季度上涨3.3%,折年率达到13.8%,显示后期人民币多边汇率升值对企业出口竞争力影响加大(见图表6)。这或是11月18日央行首提“偏离程度与纠偏力量成正比”,并于12月9日人民币汇率创新高之际,晚间再次大幅提高金融机构外汇存款准备金率的重要原因。

图表4. 人民币汇率收盘价均值变动情况



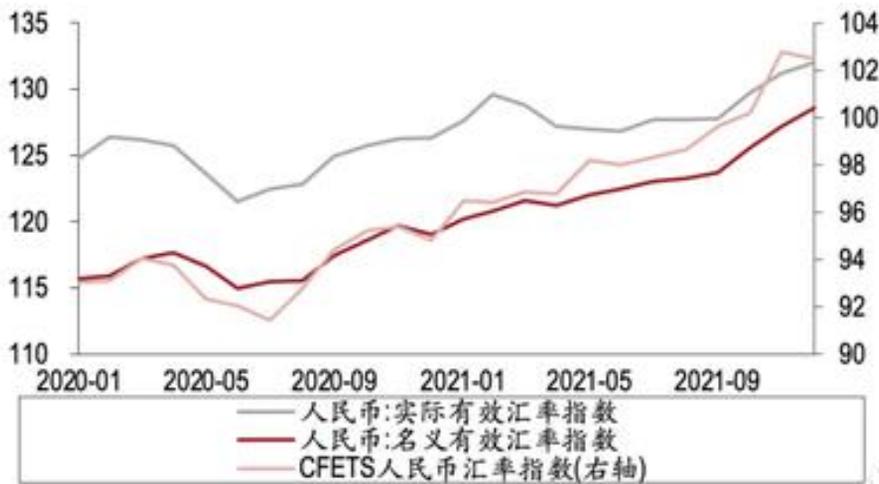
资料来源：万得，中银证券

图表5. 人民币对24种货币中间价变动情况



资料来源：中国人民银行，万得，中银证券

图表6. 人民币有效汇率指数与CFETS人民币汇率指数



资料来源：BIS，中国货币网，万得，中银证券

美元强、人民币更强，主要反映市场供求驱动

根据人民币汇率中间价报价公式(中间价=上日收盘价+隔夜篮子货币汇率走势)，短期人民币汇率走势由市场供求和国际金融市场变化共同决定。

2021年，由于美联储紧缩预期加强，ICE美元指数止跌反弹，累计上涨6.7%，但人民币汇率不跌反涨，尤其是四季度人民币汇率和美元指数出现大幅背离(见图表1)，这主要反映了市场供求状况。全年，中间价累计上涨0.1492元，收盘价相对中间价偏强累计贡献了177%。其中，1月、

5月、10至12月，市场供求对人民币汇率的影响尤为明显，贡献率均超过50%（见图表7）。

全年，银行即远期（含期权）结售汇顺差总计2742亿美元，同比增加590亿美元，除了8月份为小幅逆差之外，其他月份均为顺差。这不同于2020年的情形。当年，境内外汇供求也出现大规模盈余，但中间价累计上涨0.4513元，收盘价相对中间价偏弱累计为负贡献30%（见图表7、8）。这说明，人民币汇率由市场决定不等于由供求关系决定，后者只是影响人民币汇率的因素之一。

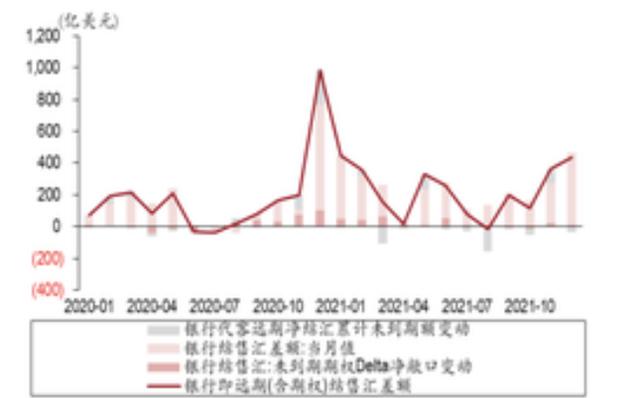
分项来看，2021年银行即期结售汇顺差2676亿美元，为2014年以来新高，同比增加1089亿美元（银行代客结售汇顺差3074亿美元，同比增加1633亿美元），贡献了银行结售汇总顺差增加额的184%；银行代客远期净结汇未到期额累计减少178亿美元，未到期期权Delta敞口净结汇余额增加244亿美元，两项合计，外汇衍生品交易增加外汇供给66亿美元，上年增加外汇供给564亿美元，对银行结售汇总顺差增加为负贡献84%（见图表8）。

图表 7. 市场供求对人民币汇率的影响



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 境内客户市场外汇供求状况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

注：银行即远期（含期权）结售汇差额=银行结售汇差额+远期净结汇累计未到期顺环比变动+未到期期权Delta净敞口环比变动。

受益于出口高增长景气，贸易大顺差的刚需驱动是境内外汇供大于求的主因

2021 年，进出口总额突破 6 万亿美元，其中出口同比增长 30%，贸易顺差 6764 亿美元，同比增长 29%，创历史新高。受此影响，尽管可比口径的货物贸易涉外收付顺差仅有 3395 亿美元，较海关进出口顺差少了 3369 亿美元，其中出口少收汇贡献了 72%，但因为海关进出口顺差足够大，同期银行代客货物贸易结售汇顺差 3365 亿美元，同比增长 40%，增加 968 亿美元（见图表 9）。

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\\_36781](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36781)

