



管涛：市场或者政策力量纠偏可能引发汇率调整



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

我想从三个方面给大家做一个分享。首先回顾一下 2021 年人民币汇率走势，第二部分展望一下 2022 年的人民币汇率，最后有几点结论。

首先讲 2021 年的人民币汇率走势。大家都知道 2021 年人民币汇率升值进入了第二年，这一波人民币的升值是从 2021 年的 6 月份开始。关于汇率我一直强调，逻辑比结论重要，任何时候影响汇率升贬值的因素都是同时存在的。



2020 年 3 月，人民币汇率还面临贬值的压力，但是我们当时就指出，哪些因素会支持人民币汇率升值，哪些因素会令人民币汇率承压。在当年的 5 月底，人民币汇率受到各方面因素的影响，创了 12 年来的新低，但是我们那时候就讲，从基本面来看，看不到人民币有贬值的理由，但是由于

消息面的影响，造成人民币汇率承压。所以我们在 2020 年 6 月初的时候公开发表评论说，下半年有利于人民币升值的一些基本面利好会逐步发挥作用，所以我们当时是猜到了这一轮升值的开头。但还是逻辑比结论重要，没有只涨不跌，也没有只跌不涨的货币。

2020 年下半年人民币汇率震荡升值，到年底升了将近 10%，在这种情况下 2020 年底、2021 年初的时候，大家对人民币汇率是极度的看多。当时比较激进的观点认为，人民币汇率有可能会升破 6。我们在 2020 年底和 2021 年年初的时候曾经对此发表评论。

在 2020 年底，我们发了一篇研报，当时强调逻辑比结论重要，关于 2022 年货币政策和人民币汇率的猜想，当时里面做了两个重要的判断，一个判断是货币政策没有那么紧，第二个判断人民币汇率没有那么强。现在回过头来看，当时我们都猜对了，去年的货币政策不但没有进一步收紧，反而在下半年采取了两次降准的措施，人民币汇率确实实没有大家想象的那么强。

当时有很多激进的观点认为，人民币汇率会破 6。在 2021 年年初的时候我参加一个论坛，当时有人问我，“管老师，你不要跟我说逻辑，你跟我说说人民币到底会不会升破 6？”我当时说，“万事皆有可能，我们也不能说人民币一定不能破 6，但是人民币破 6 是一个小概率事件。”

去年全年人民币对美元的双边汇率只涨了 2.3%，但是由于去年美元指数反弹了 6.7%，所以人民币对其他大部分的非美货币都有所升值，人民币

的多边汇率，中国外汇交易中心口径的人民币汇率指数涨了 8%，不论从升值的幅度还是绝对的水平来看，都是 2016 年以来的新高。

为什么人民币在去年会升值？大家都知道人民币汇率有一个定价公式，就是由上一日的收盘价和篮子货币汇率走势共同决定。上一日的收盘价反映境内的外汇市场供求，篮子货币汇率走势就隐含着一个逻辑，就是美元升值人民币贬值，美元贬值人民币升值。去年美元指数不但没有贬值反而升值了 6.7%，在这种情况下本来人民币应该对美元贬值的，但实际上人民币对美元反而升了 2.3%，虽然涨幅不大，但是由于美元指数上涨了，人民币对美元也升了，所以人民币去年成为一个比美元更强的强势货币。

为什么去年人民币升值？很重要的一个原因就是由于市场供求的关系，境内外汇市场供大于求。我们看到人民币汇率中间价去年的升值，其中上日收盘价相对于当日中间价偏强，累计贡献了人民币升值的 177%，所以去年的人民币升值主要就是因为收盘价相对中间价强贡献的。

为什么收盘价相对中间价偏强？因为去年的前 11 个月，境内外汇市场的银行近期远期还有含期权的结汇顺差 2307 亿美元，同比翻了一番。2021 年的人民币升值，不同于 2017 年，也不同于 2020 年的情形。2017 年是什么情况？大家都知道 2015 年 811 汇改以后，人民币曾有一段时间贬值，在 2016 年年底的时候，人民币跌到了 7 附近，当时大家在讨论是保汇率还是保储备。结果 2017 年人民币不但没有贬值，反而升了将近 7%，外汇储备也没有破 3 万亿，还涨了 1000 多亿美元。

那一次的人民币升值跟供求没有关系，那时候我们结售汇仍然是逆差，虽然逆差比 2015、2016 年有所下降，但是还有将近 1000 亿美元的逆差，而且基本上除了 2017 年 8 月份以外，其他的月份都是逆差。为什么人民币升值？就是因为 2017 年 5 月底的时候，我们在中间价的定价公式里头引入了一个逆周期因子。当时我们借着 2017 年美元指数回调（跌了 9.9%），我们用逆周期因子调控，对冲外汇市场的顺周期，造成了人民币升值，这完全就是因为中间价定价定出来的人民币升值。

2020 年人民币也升了，这一波升值是从 2020 年下半年开始。有一个很重要的原因就是美元贬值，2020 年美元先强后弱，先涨后跌，全年美元跌了 6.7%。在这种情况下我们收盘价相对中间价总体是偏弱的，它对人民币升值是负贡献 30%。尽管 2020 年我们也有 2000 多亿的结售汇的顺差，但是没有在收盘价相对中间价的偏离方向有所表现，所以 2020 年的人民币升值，主要是因为美元贬值带来的人民币升值。但是 2021 年情况不一样，2021 年的人民币升值是美元升值，人民币继续升值，反映了供求的影响。

2020 年我们讨论人民币汇率可能没有大家想的那么强，当时我们有一个非常重要的逻辑，就是汇率是两种货币的比价关系，所以研判人民币汇率走势，不仅要看中国会发生什么，还要看境外，特别是美国会发生什么。因为在 2020 年下半年，人民币汇率为什么会升值，很重要的原因就是因为在 2020 年下半年的时候，疫情防控好，经济复苏快，美元走势弱、中美利差大，

这些因素对人民币汇率形成了利好共振，造成人民币升值。当时有很多人认为，这些利好在 2021 年会继续利多人民币。我们说在 2021 年这些情况及境内、境外情况都会发生一些动态的发展演变，对人民币汇率会产生不同方向的影响。当时我们提出 2021 年人民币汇率可能面临七个方面的不确定性：疫情控制、经济复苏、出口前景、中美利差、美元指数、金融风险、大国关系等等。这些东西在 2021 年有可能会影响人民币汇率走势。

研判人民币汇率逻辑比结论更重要，所以，尽管我们猜对了人民币没有像大家想象的涨得那么多，但是为什么猜对了，我们得知其然知其所以然。我们来复盘刚才讲的七个方面的不确定性，在 2021 年是怎样的发展演变。

首先看疫情防控。我们在 2020 年底的时候就讲，疫情防控的领先优势是支持 2020 年下半年人民币升值的一个重要利好，但是到 2021 年，其他国家可能会逐渐通过接种疫苗达到群体免疫效果，中国的疫情防控的领先优势可能会消失，甚至由于我们人口基数大，疫苗接种的供给比较有限，有可能会出现免疫落差。

现在看到的实际情况是什么样的？到 2021 年年底，中国接种的疫苗总数名列世界前茅，而且中国完全接种疫苗的人口比例达到了 80%以上，已经达到了理论上群体免疫的水平，而且在 2021 年，中国推行的疫苗接种和疫情防控并举的政策，事后动态清零，中国的疫情防控继续保持了全

球领先的优势。这是人民币的利好。

但是另外一方面，任何政策都是有利有弊的，疫情防控的高标准严要求，也抑制了国内经济社会活动的正常化，所以从这个意义上讲，去年疫情防控的因素，对人民币汇率不能说利多，也不能说利空，应该是影响偏中性，既有利也有弊。从疫情防控的效果来讲，确确实实支持了经济社会活动的正常运转，但是也付出了一定的代价，这是疫情防控。

第二个因素是经济复苏。2020年全球经济衰退，中国实现了2.3%的增长，是主要经济体中少数正增长的经济体。很多人讲，2021年中国经济复苏会到7%、8%的水平，我们仍然会有经济复苏的领先优势。按照现在已经公布的数据，中国经济2021年达到了8.1%的增长，但是我们当时就讲，美国经济也开始反弹，也能达到5%、6%，所以我们这种复苏的领先优势，可能对人民币的利好就不是那么明显了。

这个时候我们可以看到一个很有意思的现象，从去年下半年以来，中国经济增速回落，市场关注点从经济复苏转向经济增速回落，这种回落的态势是否还是维持在合理的运行区间以内。实际上，去年7月份以来，政府就多次强调要做好宏观政策的跨周期调节，保持经济运行在合理区间。所以，下半年开始，稳增长的任务开始逐步显现。

市场开始预期中国稳增长的政策会进一步发力，财政货币政策会更加偏向宽松，从这个意义上讲，应该是利空人民币。但是有一个很有意思的现象就是，2021年10月18号，当中国公布了三季度报，我们当季的

经济同比增速 4.9%，跌破了 5%到 6%的区间，市场对这个结果是有预期的。但没想到这个数据公布以后，从 12 月 19 号开始，人民币又止跌回升。有点像我们在股票市场上经常遇到的，利空出尽便是利好。

而且我们还注意到，去年三季度中国经济回落，在全球范围内来看，并不是一个孤立的现象，很多经济体包括美国，比如美国第二季度的经济环比折年率是 6.7%，但是到了三季度环比折年率只有 2.3%，也是回落了。在这种情况下，虽然总体上中国经济复苏的领先优势收敛了，对人民币是偏空的，但是从具体的时点来看，当利空兑现以后，对人民币汇率的压力反而减小了。

第三个因素出口前景。当时我们采信了市场的主流观点，认为随着疫苗的接种，全球的经济逐步开放，中国有可能会面临出口订单流失的风险。一旦出口市场份额出现下降，就有可能导致市场重新看空做空人民币。前一阵人民币涨了很多，现在出口市场回落，份额回落，那意味着人民币汇率高估了，可能会重新成为一个做空的理由。

然而，不仅仅是我们看错了，应该说市场大部分的人都低估了 2021

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_37265

