



近期人民币汇率升值 可持续吗



【财新网】(专栏作家 钟正生) 今年 10 月以来, 人民币兑美元汇率强势升值至 6.38 左右, 突破 6 月下旬以来 6.45 至 6.5 的震荡区间, 引发市场关注。将人民币汇率同美元指数的波动拆分来看, 事实上从 9 月初中美两国元首通话后, 人民币汇率便有着相对于美元指数的强劲表现; 十一假期后, 美元指数自高位回落, 进一步助推人民币汇率升值。

我们认为, 人民币汇率的本轮升值既与美元指数的短期回落走势相关, 又体现了中期视角下市场对中美关系改善的预期, 更反映了中国向好的国际收支和国际资本流动态势。

短期变化: 美元指数回落

美元指数从 10 月 13 日开始阶段性回落, 助推人民币汇率升值。按美元指数的构成拆分, 近期美元指数回落主要受欧元与英镑的升值驱动。但鉴于美国经济的“一枝独秀”、较为确定的 Taper 路线, 及大概率被通过的基建法案, 今年四季度至明年年初美元指数明显走弱的可能性不大。

英国央行加息预期增强, 短期对美元指数产生压制。近期英国央行官员多次释放鹰派信号, 央行行长贝利暗示正准备从目前 0.1% 的历史利率低点上调。目前, 金融市场隐含预期英国央行将于 11 月加息 15 个基点, 12 月份加息 25 个基点至 0.5%。若 11 月 4 日的会议上英国央行宣布加息, 或将进一步带动英镑升值。同时, 鉴于欧元区通胀压力加大, 加之欧央行的“紧货币”步伐亦或一定程度上受英国央行影响, 从而带动欧元升值, 短期对美元指数造成压制。

但我们认为，就美欧经济的相对表现、美联储 Taper 进度等而言，美元指数四季度并不具备持续走弱的基础。首先，美国经济相对欧洲而言仍保持“一枝独秀”，对美元的基本面支撑不变。其次，美联储年内正式宣布和实施 Taper 较为确定，如 11 月 FOMC 会议即宣布实施或是 Taper 落地力度超出预期，预计将对美元指数形成更强支撑。此外，美国基建法案大概率会被通过，将进一步对美元形成利好。

中期变量：中美局势演变

近期美国对华释放的一系列积极信号，引发市场对中美关系中期改善的遐想，支撑人民币汇率走强。

中美经贸冲突以来，人民币的“独立”行情（用美元兑人民币汇率指数与美元指数的差值来度量）与中美博弈密切相关，今年 9 月以来中美对话利好事件频出。9 月 10 日，中美两国元首通话，就中美关系和双方关心的有关问题进行了坦诚、深入、广泛的战略性沟通和交流。9 月 24 日，孟晚舟女士乘坐中国政府包机离开加拿大，成为中美关系短期一个重要转折点。10 月 4 日，美国贸易代表戴琪发表“美中贸易关系新方法”演讲，概述了拜登政府对华贸易政策的最新立场，提到启动有针对性的关税豁免程序。当地时间 10 月 6 日，中共中央政治局委员、中央外事工作委员会办公室主任杨洁篪同美国总统国家安全事务助理沙利文在瑞士苏黎世举行会晤。

当前的美国经济受制于通胀和供应链瓶颈问题，在此压力下，中美第二阶段经贸谈判成果可期。但同时，鉴于中美之间在科技方面的竞争白热

化，直接取消关税仍是小概率事件。由于美国目前通胀问题、供应链瓶颈对经济影响凸显，中美双方都有缓和经贸关系的诉求，中美第二阶段经贸谈判成果可期。但两国在科技领域仍存在着诸多争端，其演化前景仍具不确定性。2020 年新冠疫情对中国完成进口扩大目标产生较大拖累，今年还将进一步对航空器进口产生压制。截至今年 9 月，为期两年的中美第一阶段经贸协议扩大进口部分仅完成 60%。我们认为，拜登政府更可能以关税豁免形式下调关税，而不是取消关税，所以中期来看这种向好的预期仍然存在变数。

长期支撑：国际收支顺差

长期来看，中国经常账户连年顺差，国际资本流动形势向好，新冠疫情“压力测试”下更凸显了中国经济的稳定性和较强的出口竞争力，支撑着人民币汇率的长期中枢。

从经常账户来看，中国出口在基数抬升后仍有不断超出市场一致预期的出色表现，贸易顺差高位攀升。今年 9 月中国以美元计价的出口同比 28.1%，进口同比从 33.1%下滑到 17.6%；贸易顺差也从 583.3 亿美元提高到 667.6 亿美元。2021 年以来，受新冠病毒变异影响，欧美发达国家的供应链恢复不及预期；东南亚国家供应链进一步受损；其它欠发达国家受制于疫苗普及程度不足，供应链恢复缓慢。于是，中国制造业的供应链优势得到持续体现。同时，美联储无限量 QE 的时长超预期、财政刺激力度高且趋于进一步加码，使得其作为疫情后全球需求的边际提供者，保持了

较强的动能。因此，中国出口在基数抬升后，仍在外需盘子、市场占有率、价格因素等方面保持了向好态势，持续超出市场预期，成为中国经济的重要支撑力量。

从国际资本流动来看，中国证券投资项下的资金流入平稳增加，为人民币汇率的平稳提供了扎实支撑。尤其是，去年 3 月美元“融资荒”和今年春节后美债利率急速上行时期，就是两次很好的“压力测试”。期间其他新兴经济体遭受到较大的资本回流冲击，但外资进入中国资本市场的规模依然平稳增加。资本项目的流入增加主要有两方面原因：

一方面，新冠疫情检验了中国制造业产业链的安全性和稳定性，进一步吸引外资在中国的布局。在疫情蔓延导致各国生产链条中断的背景下，中国具备完善的产业体系和便利的基础设施，产业链的安全性和稳定性得到检验。这吸引了外资企业将更多生产环节布局在中国，以减少中间产品跨境流动次数，降低各国疫情封锁和物流延误导致的生产链条中断风险，并充分利用中国产业集群的协调效应和规模经济优势，提质增效。

另一方面，2018 年以来中国金融领域深化对外开放，为跨境资本流入

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_28185

