



人民币汇率见顶了吗

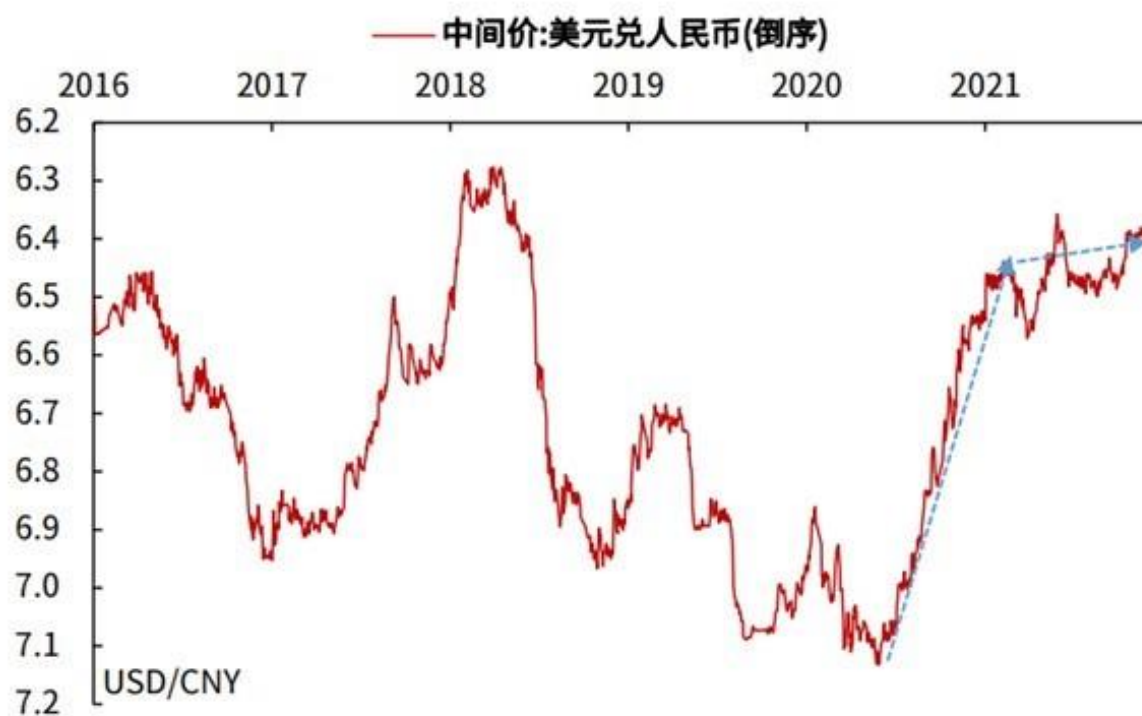


【财新网】(专栏作家 高瑞东) 疫情以来, 助推人民币汇率强劲上行的力量主要来源于三个方面, 一是, 疫情对美国和欧洲的不均衡冲击推动美元指数趋势性下行; 二是, 中国持续强劲的出口增速推动了贸易顺差的扩张, 进而带动银行结售汇差额走阔; 三是, 疫情影响下, 美国货币宽松程度强于国内, 导致中美利差走阔至历史高位以及美元流动性过于充裕。

向前看, 前期推动人民币汇率上行的三重因素已经开始呈现出分化迹象, 美元指数呈现出企稳反弹态势, 中国出口增速大概率将延续趋势性下行, 中美货币宽松程度将趋于收敛。因而, 人民币汇率进一步上行的概率已经不高, 但短期内大幅下行的概率同样不高。我们预计已进入筑顶阶段的人民币汇率(美元兑人民币), 后期或将在 6.3-6.7 的区间内保持双向波动。

从绝对数值来看, 疫情以来, 人民币汇率持续上行。可以看到, 自 2020 年年中以来, 随着国内疫情逐渐好转, 全球疫情持续扩散, 人民币汇率持续走强。美元兑人民币中间价由 2020 年 5 月 29 日的 7.1316, 持续震荡下行至 2021 年 12 月 1 日 6.3693, 日渐接近“811 汇改”后的历史低位。CFETS 人民币汇率指数也从 2020 年 6 月 5 日的 91.69 点, 一路上行至 2021 年 11 月 30 日的 102.76 点, 历史罕见地突破了 100 点的重要防线。

图 1：疫情以来，美元兑人民币中间价持续下行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月 1 日

图 2：疫情以来，CFETS 人民币汇率指数持续上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月 30 日

从相对位置看，疫情以来，人民币相对主要货币均有明显升值，且汇率水平升至历史高位。我们以“811 汇改”后人民币兑主要货币的中间价为观测集，通过分析当前（2021 年 12 月 1 日）及其相对疫情前（2019 年 12 月 31 日），中间价的历史分位数变动，可以发现：目前人民币兑主要发达区域货币的中间价多已接近历史极值状态；并且人民币兑主要发达区域货币的中间价多有大幅上行。

那我们不禁要问，是什么因素主导了疫情以来人民币汇率的持续走强，这种强劲走势又会持续到什么时候？

首先，针对第一个问题，我们认为三重因素叠加主导了疫情以来人民

币汇率的持续走强。

一则，美元持续走弱是人民币持续走强的最主要推手。若我们以外汇交易中心每周公布的 CFETS 人民币汇率指数，来表征人民币汇率相对主要货币的强弱。根据前面的分析，CFETS 人民币汇率指数已经从 2020 年 6 月 5 日的 91.69 点，一路上行至 2021 年 11 月 30 日的 102.76 点，历史罕见地突破了 100 点的重要阻力点位。

CFETS 人民币汇率指数参考的 CFETS 货币篮子，具体包括中国外汇交易中心挂牌的各人民币对外汇交易币种，样本货币权重采用考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得。考虑到在 CFETS 货币篮子所包含的 24 种货币中，美元的权重高达 22.4%，此外，多边汇率也以中美双边汇率为基础根据三角套汇套算而来，所以，目前对人民币汇率影响最大的仍然是美元。

对此，我们以 2016 年以来的美元兑人民币中间价和 CFETS 人民币汇率指数，来对前面的逻辑推演进行数据检验。可以看到，2016 年以来，两者走势的相关性高达 -83%（图中为美元兑人民币中间价与 CFETS 人民币汇率指数倒序的相关性，因而为 83%）。也就是说，“811 汇改”以来，CFETS 人民币汇率指数基本跟随美元兑人民币中间价进行波动。

美元指数是美元兑人民币中间价的定价锚。通过对美元兑人民币中间价的分析，我们可看到，美元兑人民币中间价虽然同时取决于美元和人民币的强弱，但美元的强弱起到主导性作用。从美元指数和美元兑人民币中间价的走势，可以看到，美元指数对美元兑人民币中间价走势的解释度可

以达到 75.5%。因而，疫情以来，美元指数的走弱主导了美元兑人民币中间价的走弱，而美元兑人民币中间价的走弱又主导了 CFETS 人民币汇率指数的走强。也就是说，疫情以来，美元持续走弱是人民币持续走强的重要推力。

美元指数走弱则主要源于两个方面的因素：一是，疫情对美国经济的冲击程度强于欧洲，使得市场对美国经济的预期弱于欧洲；二是美国的货币宽松程度强于欧洲。不过这两方面的因素自今年 6 月以来有所翻转。

美元指数的强弱不仅仅取决于美国自身的经济基本面及货币环境，美元指数衡量的是美元相对一揽子货币的相对强弱，在很大程度上反映了美元相对欧洲货币的强弱，即美国经济基本面及货币环境相对欧洲的强弱。

二则，疫情以来，持续强劲的出口增速推动了贸易顺差的扩张，进而带动银行结售汇差额走阔，进一步增强了人民币汇率的强劲态势。同时，这也是 6 月以来，美元指数走强后人民币汇率的重要支撑。

一般来讲，国际收支是影响外汇供求的基础，外汇供求是决定人民币即期汇率的重要因素。国际收支顺差，说明该国出口或资本流入大于进口或资本输出，国际市场对该国货币的需求量大于该国货币的供应量，引起该国货币币值上升。反之，币值下降。可以看到，2015 年 8 月“811 汇改”以来，国际收支以及出口增速与人民币即期汇率总体呈现同向变动的趋势。

三则，疫情影响下，美国货币宽松程度强于国内，也在一定程度上推

动了人民币升值。

首先，面对疫情冲击，中国将政策利率下调了 30BP，而美国则直接将政策利率下调了 150BP，从而将中美利差直接推升到了 2011 年以来的最高水平，进而从资本流动链条推动了人民币汇率升值。另外，原则上，短期利差的变动应该能更好地反映汇率变动预期，它们的期限应更准确地与汇率周期相匹配。但实际上，只要短期利率仍受到货币当局的控制，它们就不能准确预测汇率的变动。因而，实践中汇率变动预期主要是通过长期利率反映的。

其次，疫情期间，美国 M2 同比增速最高达到 27.0%，国内 M2 同比增速最高仅为 11.1%，期间中美 M2 同比增速差（中国 M2 同比增速-美国 M2 同比增速）一度触及-16.9%，也就是说，美国货币供应量增速明显快于国内，货币供应量的大幅上行，也在一定程度上造成了全球美元流动性过于充裕，进而造成美元兑人民币贬值。

展望来看，前期推动人民币汇率上行的三重因素已经开始呈现出分化迹象。因而，人民币汇率进一步上行的概率已经不高，但短期内大幅下行

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_31041

