

总量研究

人民币汇率见顶了吗？

——流动性洞见系列二

要点

核心观点：

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，疫情对美国及欧洲的不均衡冲击推动美元指数趋势性下行；二是，我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，我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(美元对人民币)，后期或将在 6.3-6.7 的区间内保持双向波动。

驱动因素一：短期内美元指数仍将保持相对强势，对人民币汇率形成压制

一方面，无论是从市场对美欧经济的预期来看，还是从美欧疫情恶化程度以及制造业景气度来看，美国经济基本面的表现仍然强于欧洲。另一方面，今年 4 月以来，美联储扩表速度已经开始慢于欧洲央行，随着 Taper 的落地，这一趋势有望得到加强。因而，短期内美元指数仍有较强的支撑。

同时，我们也注意到，一方面，美欧制造业景气差，以及市场对美欧经济的预期差，已经开始呈现明显收缩态势。另一方面，随着 Taper 预期完全纳入美元指数定价，以及美联储加息预期的减弱，货币宽松程度层面对美元指数的利好已基本兑现，后续若欧洲央行开启资产购买缩减，则将对美元指数形成压制。综合来看，我们认为，短期内美元指数仍将延续上行态势，对人民币汇率形成压制，但若后续美欧经济和货币环境预期发生逆转，则美元指数有望开启新一轮下行走势，进而对人民币汇率形成支撑。

驱动因素二：出口增速回落或将会压降结售汇需求，削弱对人民币汇率的支撑

向前看，一方面，欧美财政刺激补贴退潮，居民逐步消耗储蓄，财政刺激对于需求的支撑在走弱，出口增速的下行方向已经确定。另一方面，疫苗对于重症有较强的抵抗作用，随着疫苗接种持续推进，预计欧美将继续推进复工，疫情反复对于供应链的限制也在减少。出口增速趋势上大概率将会趋缓，贸易顺差的收缩将会压降结售汇需求，进而在供求层面削弱对人民币汇率的支撑。不确定性主要集中在出口增速的下行斜率，这主要取决于全球疫情的收敛速率，尤其是新毒株奥密克戎对经济的潜在影响仍具有较高的不确定性。

驱动因素三：中美货币宽松程度将会趋于收敛，进而带动人民币兑美元回落

向前看，随着 Taper 落地，美国货币环境正从强宽松转向弱宽松，而后续伴随着加息预期的逐渐发酵，美元流动性将会趋于收紧。与此同时，由于疫情扰动错位导致的中美经济周期错位，使得我国在经济复苏领先美国的同时，经济增速的边际走弱也领先于美国，这使得美国货币环境在从强宽松转向弱宽松的过程中，我国货币环境大概率会转向趋松。两者合力，便使得前期处于走阔态势的中美货币扩张速度差转为收缩，也就是说，中美货币宽松程度将会趋于收敛，进而带动人民币兑美元回落。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002
010-56513108
gaoruidong@ebsecn.com

分析师：刘文豪

执业证书编号：S0930521070004
021-52523802
liuwuh@ebsecn.com

相关研报

周期不止，宽松不息 —— 光大宏观周报 (2021-12-05)

美国货币政策外溢的三重预期差 —— 流动性洞见系列一 (2021-11-21)

理解三季度货政报告的两条主线 —— 2021 年三季度货币政策执行报告点评 (2021-11-20)

全球再平衡：能源革命、共同富裕、制造重构 —— 2022 年宏观年度策略报告 (2021-11-02)

美债交易逻辑已悄然变化 —— 美联储观察系列二 (2021-09-02)

降息宜早不宜迟 —— 货币政策前瞻系列五 (2021-08-19)

为什么我们认为四季度可能会降息？ —— 货币政策前瞻系列四 (2021-07-22)

降准箭在弦上 —— 7 月 7 日国常会降准信号点评 (2021-07-08)

美联储的抉择：加息减速，缩减加速 —— 美联储观察系列一 (2021-06-28)

美元指数还会继续向下吗？ —— 光大宏观周报 (2021-06-06)

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？ —— 货币政策前瞻系列三 (2021-05-26)

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？ —— 货币政策前瞻系列二 (2021-05-19)

通过构建月度宏观杠杆率，我们如何判断货币政策？ —— 货币政策前瞻系列一 (2021-04-22)

目 录

一、三重因素助推人民币汇率持续走强.....	3
二、人民币汇率大概率已进入筑顶阶段.....	7

图目录

图 1：疫情以来，美元兑人民币中间价持续下行	3
图 2：疫情以来，CFETS 人民币汇率指数持续上行.....	3
图 3：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	3
图 4：美元为 CFETS 货币篮子中权重最大的货币	4
图 5：人民币汇率指数主要跟随美元兑人民币汇率中间价波动	4
图 6：人民币汇率形成机制.....	5
图 7：美元兑人民币汇率中间价主要跟随美元指数波动	5
图 8：7 月之前，美欧经济预期收敛推动美元走弱	5
图 9：4 月前，美欧央行资产负债表增速差驱动美元指数上行	5
图 10：贸易差额对银行结售汇差额具有一定领先关系	6
图 11：结售汇顺差助推人民币汇率走高	6
图 12：为应对疫情冲击，美国降息幅度明显大于国内	6
图 13：中美长期利差更能反应汇率变动预期.....	6
图 14：疫情期间，美国货币扩张速度远远领先于中国	7
图 15：货币扩张速度差可以在一定程度上解释本轮人民币升值	7
图 16：7 月以来，美欧经济预期差已经出现翻转	8
图 17：4 月以来，美欧央行资产负债表增速差出现逆转	8
图 18：疫情视角下，美欧疫情恶化分化程度仍在走阔	8
图 19：制造业 PMI 视角下美欧经济景气差正在收缩.....	8
图 20：美国居民储蓄率和消费信心均明显下滑	9
图 21：强劲的新增非农就业推动职位空缺率回落	9
图 22：全球制造业景气度呈现出放缓态势	9
图 23：新出口订单指数仍延续下行走势	9
图 24：政策层面，美联储内部鹰派力量日渐增强	10
图 25：市场层面，联邦基金利率期货隐含利率显示，市场对美联储的加息预期依然强烈	10
图 26：预期明年 6 月前美联储至少加息一次的投资者仍占多数	10
图 27：预期明年 12 月前美联储至少加息两次的投资者仍占多数.....	10
图 28：银行间市场流动性缺口测算显示 2021 年 12 月至 2022 年 1 月仍存在降准窗口.....	11

一、三重因素助推人民币汇率持续走强

从绝对数值来看，疫情以来¹，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

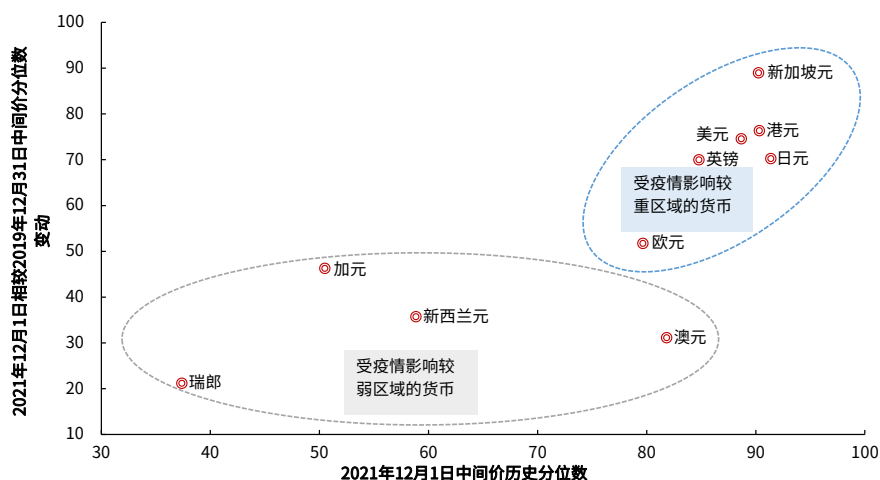


资料来源：Wind，光大证券研究所

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。

图 3：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



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据区间：2015 年 8 月 11 日至 2021 年 12 月 1 日

¹ 全文中的“疫情以来”均表示 2020 年 6 月以来。

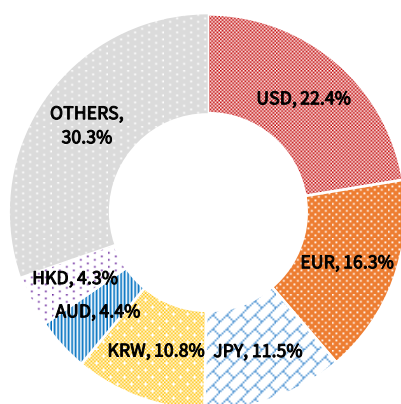
那我们不禁要问，是什么因素主导了疫情以来人民币汇率的持续走强，这种强劲走势又会持续到什么时候？首先，针对第一个问题，我们认为三重因素叠加主导了疫情以来人民币汇率的持续走强。

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。

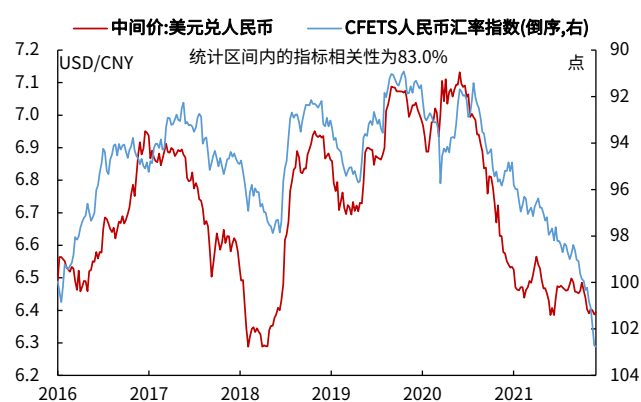
图 4：美元为 CFETS 货币篮子中权重最大的货币



资料来源：外汇交易中心，光大证券研究所整理

数据截至 2021 年 12 月 6 日

图 5：人民币汇率指数主要跟随美元兑人民币汇率中间价波动



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月 30 日

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手。

图 6：人民币汇率形成机制



资料来源：外汇交易中心，光大证券研究所整理

图 7：美元兑人民币汇率中间价主要跟随美元指数波动

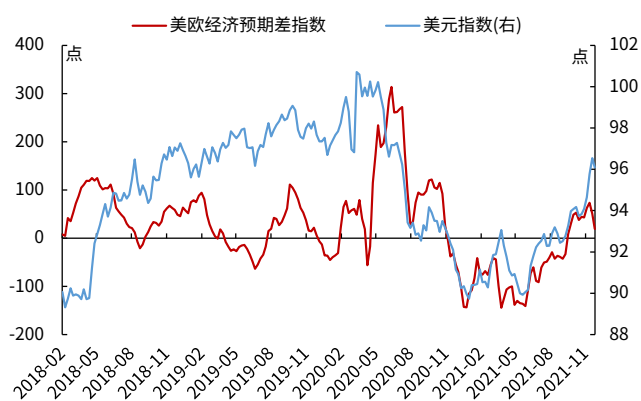


资料来源：Wind，光大证券研究所
数据截至 2021 年 12 月 1 日
数据说明：图中数据为对美元兑人民币中间价和美元指数以 2019 年 12 月 31 日为 100 进行定基处理后的数据

美元指数走弱则主要源于两个方面的因素：一是，疫情对美国的影响程度强于欧洲，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，我们将在后面的人民币汇率展望中再予以重点展开。

在《美元指数还会继续向下吗？》中，我们曾提到过，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。（详见 2021 年 6 月 6 日发布的《美元指数还会继续向下吗？》）

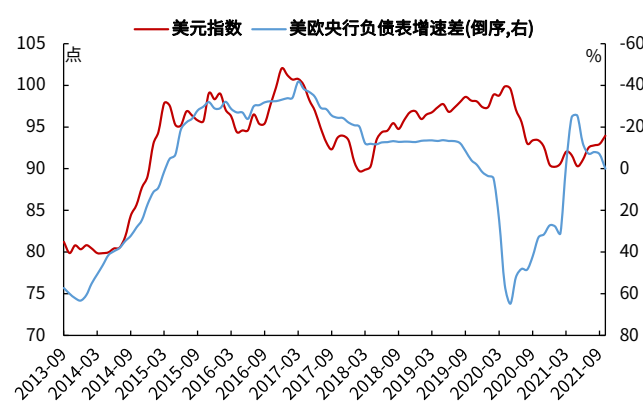
图 8：7 月之前，美欧经济预期收敛推动美元走弱



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月 3 日

图 9：4 月前，美欧央行资产负债表增速差驱动美元指数上行



资料来源：Wind，光大证券研究所

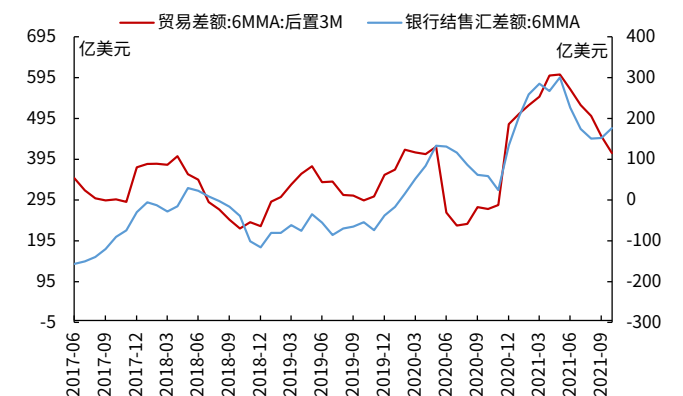
数据区间：2013 年 7 月至 2021 年 10 月

数据说明：美欧央行资产负债表增速差的计算方式为，首先选取每月最后一周的资产总值作为当月资产值，然后利用美国央行资产负债表资产当月值的同比增速减去欧洲央行的同比增速。

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，引起该国货币升值。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。

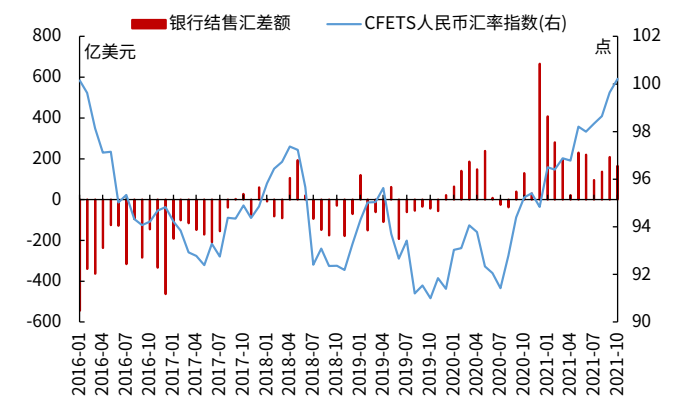
图 10：贸易差额对银行结售汇差额具有一定领先关系



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

图 11：结售汇顺差助推人民币汇率走高



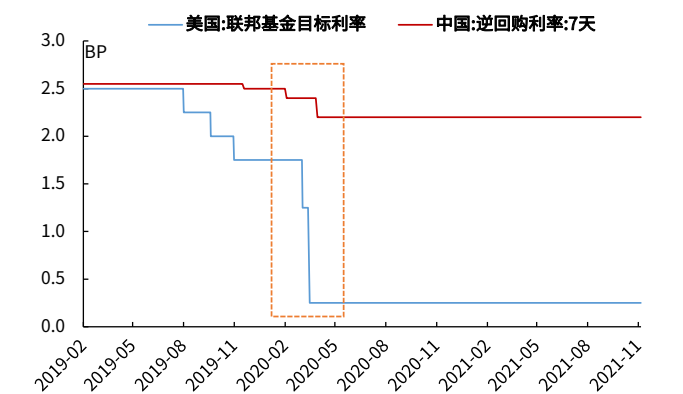
资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

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，我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。

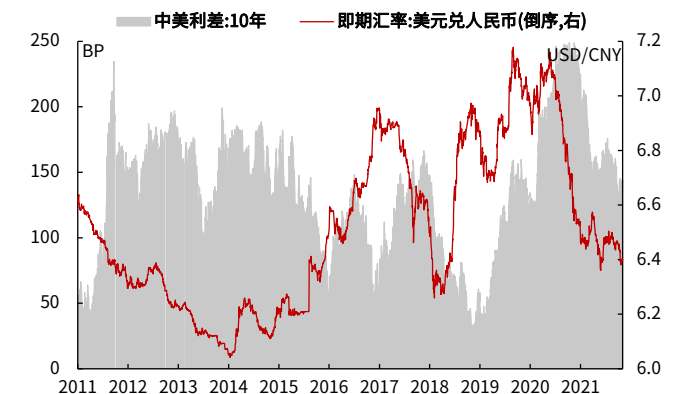
图 12：为应对疫情冲击，美国降息幅度明显大于国内



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月 30 日

图 13：中美长期利差更能反应汇率变动预期

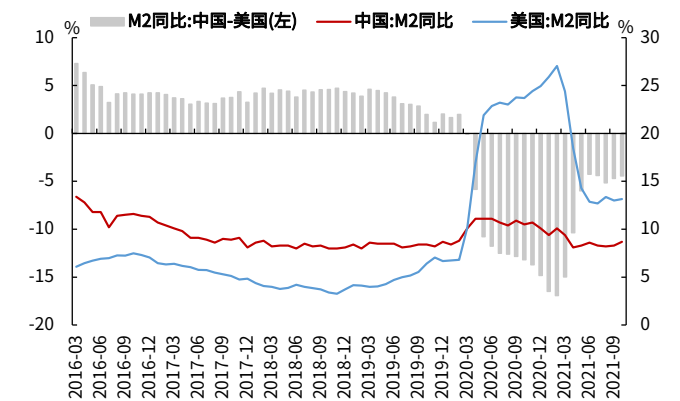


资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月 30 日

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。

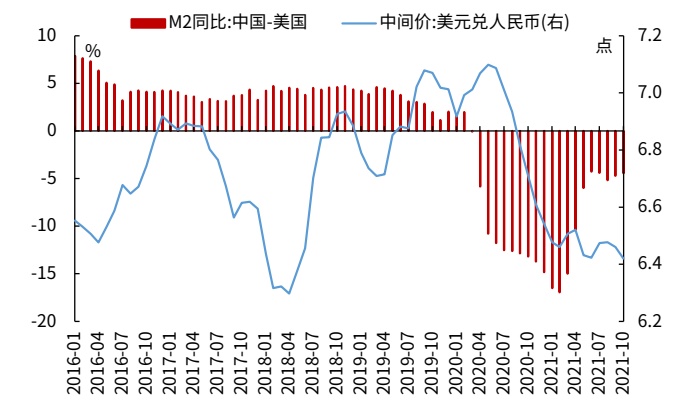
图 14：疫情期间，美国货币扩张速度远远领先于中国



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

图 15：货币扩张速度差可以在一定程度上解释本轮人民币升值



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

二、人民币汇率大概率已进入筑顶阶段

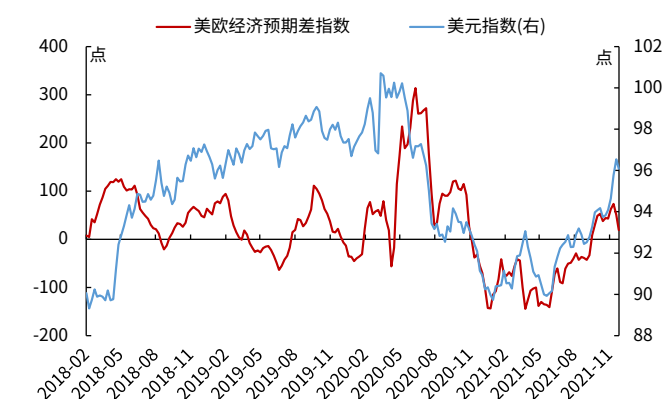
展望来看，前期推动人民币汇率上行的三重因素已经开始呈现出分化迹象。因而，人民币汇率进一步上行的概率已经不高，但短期内大幅下行的概率同样不高。我们预计已进入筑顶阶段的人民币汇率，后期或将在 6.3-6.7 的区间内保持双向波动。具体来看，

一则，短期内美元指数仍将保持相对强势，对人民币汇率形成压制。一方面，无论是从市场对美欧经济的预期来看，还是从美欧疫情恶化程度以及制造业景气度来看，美国经济基本面的表现仍然强于欧洲。另一方面，今年 4 月以来，美联储扩表速度已经开始慢于欧洲央行，随着 Taper 的落地，这一趋势有望得到加强。因而，短期内美元指数仍有较强的支撑。

但与此同时，我们也注意到，一方面，美欧制造业景气差，以及市场对美欧经济的预期差，已经开始呈现明显收缩态势。另一方面，随着 Taper 预期完全纳入美元指数定价，以及美联储加息预期的减弱，货币宽松程度层面对美元指数的利好已基本兑现，后续若欧洲央行开启资产购买缩减，则将对美元指数形成压制。

综合来看，我们认为，短期内美元指数仍将延续上行态势，对人民币汇率形成压制，但若后续美欧经济和货币环境预期发生逆转，则美元指数有望开启新一轮下行走势，进而对人民币汇率形成支撑。

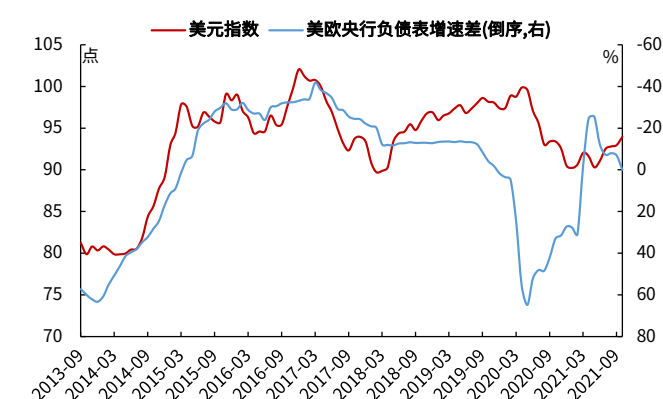
图 16: 7 月以来, 美欧经济预期差已经出现翻转



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 12 月 3 日

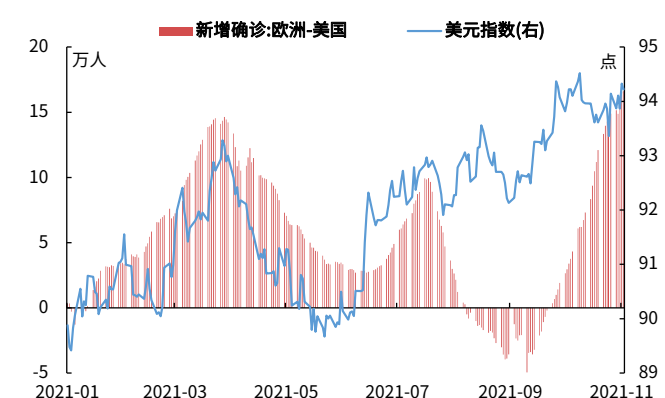
图 17: 4 月以来, 美联储资产负债表增速差出现逆转



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据区间: 2013 年 7 月至 2021 年 10 月

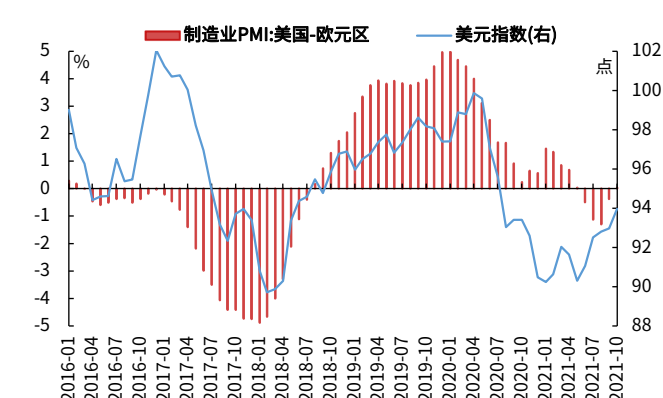
图 18: 疫情视角下, 美欧疫情恶化分化程度仍在走阔



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 11 月 30 日

图 19: 制造业 PMI 视角下美欧经济景气差正在收缩



资料来源: Wind, 光大证券研究所

数据截至 2021 年 10 月

二则, 向前看, 出口增速趋势上大概率将会趋缓, 贸易顺差的收缩将会压降结售汇需求, 进而在供求层面削弱对人民币汇率的支撑, 不确定性主要集中在出口增速的下行斜率。

一方面, 欧美财政刺激补贴退潮, 居民逐步消耗储蓄, 财政刺激对于需求的支撑在走弱, 出口增速的下行方向已经确定。疫情以来, 欧美财政刺激政策通过向居民发放直接补贴和大流行失业补贴, 扩充居民的资产负债表, 支撑居民消费能力。

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_30630

