

总量研究中心

汇率研究系列之三

宏观专题研究报告

美国加息下，人民币汇率会怎样？

近期，在基本面和政策分化下，中美利差收窄和资本流动并未带动人民币汇率贬值，相反人民币持续强势，主要逻辑与未来演绎？本文分析，供参考。

➤ 一问：近期，外汇市场的热点话题？美元走强，人民币更强

2021年四季度以来，美元总体走强背景下，人民币兑美元汇率也持续升值，与近些年的走势规律略有不同。2015年“811汇改”以来，人民币兑美元汇率与美元指数走势吻合度非常高，但2021年四季度以来有所不同。美元指数升值的背景下，人民币兑美元汇率持续走强。以中美经济表现、政策分化、中美利差等各个角度，都无法解释美元走强、人民币更强的原因。

人民币不仅兑美元出现升值，对一揽子货币普遍出现了升值，BIS和SDR人民币指数涨幅趋同。SDR人民币汇率指数主要是由美元和欧元组成，BIS人民币汇率指数则包括部分新兴市场兑人民币的边际变化。数据显示，在去年10月初到今年1月底，BIS货币篮子的人民币汇率指数涨幅和SDR指数相当，人民币汇率走强不仅仅只针对美元，更包含对全球主要货币的升值。

➤ 二问：人民币汇率，为何如此强势？季节性、基本面和资金流三因素共振

近年，每年底结汇需求会季节性释放；疫情期间，中国出口强势提供的结汇需求，放大了此间人民币汇率的升值压力。“汇改”以来，银行代客结汇每年底会集中释放，导致近年每年底人民币汇率走强的季节性特征。疫情期间，因产业链优势，中国出口持续超预期，放大了人民币汇率季节性特征。

中美两国之间的基本面预期的边际变化，使得海外资金流对人民币资产的青睐度不减。从PMI新出口订单和库销差来看，美国经济复苏最快的时点已过，而中国“政策底”夯实、“经济底”在即，1月货币金融数据也显示，信用环境已开始回暖，人民币资产因更高的回报率而更受全球资金的青睐。

➤ 三问：人民币强势，能够持续？全年或保持相对强势，不具备持续贬值基础

2022年，疫情“退潮”年，美元指数表现或总体偏弱，人民币兑美元汇率面临的外部压力不大。汇率走势，反映经济体之间经济相对强弱变化。伴随着疫情影响的减弱，非美经济体修复弹性更大，相对而言，美元指数或已于年初见顶。大家普遍关注的人民币兑美元汇率，不具备贬值的外部基础。

进一步推演，上半年贸易顺差支持、下半年中美货币政策收敛，或导致全年人民币兑美元汇率保持相对强势。综合考虑全球疫情影响的节奏、中国出口竞争优势的维持，或致我国出口韧性至少上半年继续维持；下半年，考虑中美基本面的变化趋势，两国货币政策或由分化转向收敛，对汇率形成支撑。

风险提示：美联储货币政策收紧超预期、全球需求和供应链中断恢复不及预期

赵伟

分析师 SAC 执业编号：S1130521120002
zhaow@gjzq.com.cn

段小乐

分析师 SAC 执业编号：S1130518030001
(8621)61038260
duanxiaole@gjzq.com.cn

杨一凡

联系人
yangyifan@gjzq.com.cn

内容目录

一问：近期，外汇市场的热点话题？美元走强，人民币更强	3
二问：人民币汇率，为何如此强势？季节性、基本面和资金流三因素共振	4
三问：人民币强势，能够持续？全年或保持相对强势，不具备持续贬值基础	6

图表目录

图表 1：美元指数和美元兑人民币分化	3
图表 2：CFETS 人民币汇率指数上涨	3
图表 3：中美利差和汇率走势背离	3
图表 4：BCI 指数和汇率走势背离	3
图表 5：SDR 货币篮子主要由发达经济体货币构成	4
图表 6：BIS 货币篮子权重存在部分新兴市场货币	4
图表 7：SDR 和 BIS 货币篮子从疫情后走势趋同	4
图表 8：SDR 和 BIS 人民币汇率指数涨幅相近	4
图表 9：人民币结算业务较为旺盛	5
图表 10：银行代客结汇顺差带动人民币升值	5
图表 11：外汇存贷款之差和人民币兑美元呈正比	5
图表 12：12 月结售汇需求季节性上行	5
图表 13：美国供需库存之差收敛	6
图表 14：1 月底我国票据利率回升或指向信用回暖	6
图表 15：离岸市场对人民币升值预期仍然较强	6
图表 16：一年期 NDF 向下意味着人民币升值预期升温	6
图表 17：美联储 8 次加息周期中，美元上涨 4 次	7
图表 18：美元指数与美德利差相关性较高	7
图表 19：美联储 3 月加息概率超过 50%	7
图表 20：加息预期上行，美元指数不升反跌	7
图表 21：贸易顺差有望对人民币形成支撑	8
图表 22：贸易顺差与结售汇顺差差值扩大	8
图表 23：中美经济面之差收窄	8
图表 24：中美货币政策分化在下半年将逐渐收敛	8

近期，在基本面和政策分化下，中美利差收窄和资本流动并未带动人民币汇率贬值，相反人民币持续强势，主要逻辑与未来演绎？本文分析，供参考。

一问：近期，外汇市场的热点话题？美元走强，人民币更强

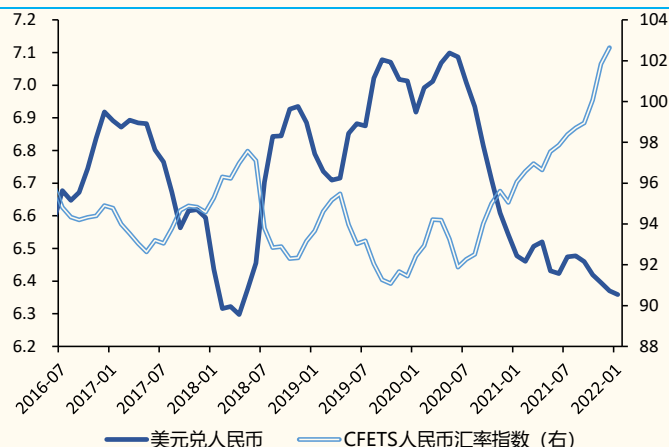
2021 年四季度以来，美元总体走强背景下，人民币兑美元汇率也持续升值，与近些年的走势规律略有不同。自“8.11 汇改”以来，人民币兑美元汇率与美元指数走势吻合度非常高。但 2021 年四季度以来有所不同，美元指数升值的背景下，人民币兑美元汇率持续走强。在去年 10 月初至今年 1 月底，美元指数涨幅为 3.31%，而美元兑人民币贬值 1.33%，说明虽然美元指数在加息预期下走强，但是人民币走势更强，同期 CFETS 人民币汇率指数上涨 3.59%。

图表 1：美元指数和美元兑人民币分化



来源：Wind，国金证券研究所

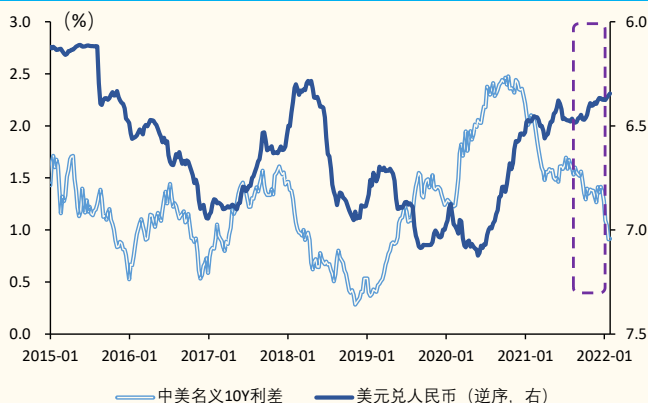
图表 2：CFETS 人民币汇率指数上涨



来源：Wind，国金证券研究所

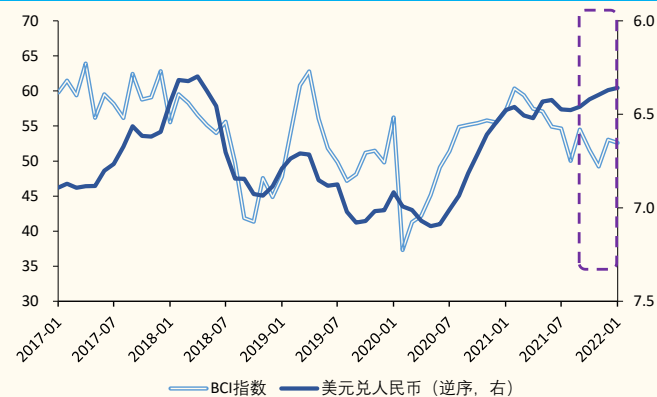
以中美经济表现、政策分化、中美利差等各个角度，都无法解释美元走强、人民币更强的原因。在开放经济条件下，资本的自由流动和货币的可自由兑换使得国内外利率的变化能够传递到外汇市场，进而影响到汇率的变动，所以呈现和汇率同步移动，但是去年年底以来，中美利差的表现却和人民币兑美元呈现反向趋势。与此同时，代表中国企业经营状况的 BCI 指数也一路下行，或意味着基本面对人民币汇率的支撑度也有所减弱。

图表 3：中美利差和汇率走势背离



来源：Wind，国金证券研究所

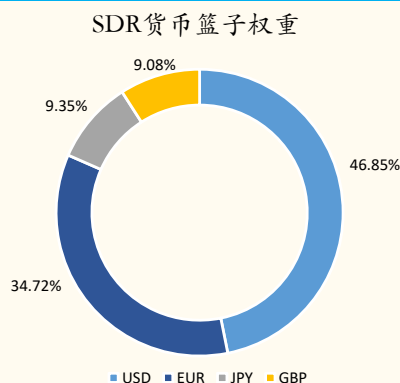
图表 4：BCI 指数和汇率走势背离



来源：Wind，国金证券研究所

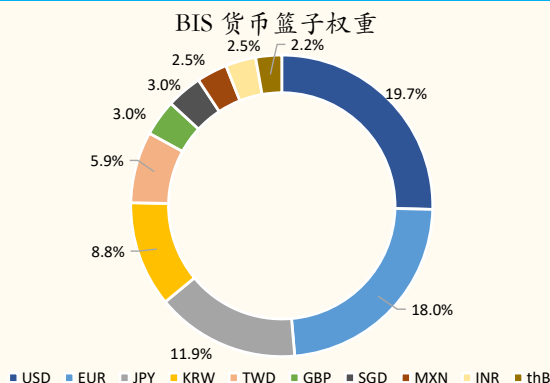
人民币不仅兑美元出现升值，对一揽子货币普遍出现了升值，BIS 和 SDR 人民币指数涨幅趋同。从 BIS 和 SDR 的货币篮子权重来看，SDR 人民币汇率指数主要是由美元和欧元组成，代表着发达国家货币兑人民币的走势，BIS 人民币汇率指数则包括着韩元、台币、墨西哥比索等部分新兴市场兑人民币的边际变化。在去年 10 月初至今年 1 月底，BIS 指数涨幅和 SDR 指数涨幅相当，表明了人民币汇率的走强不仅仅只针对美元，更包含对全球主要货币的升值。

图表 5：SDR 货币篮子主要由发达经济体货币构成



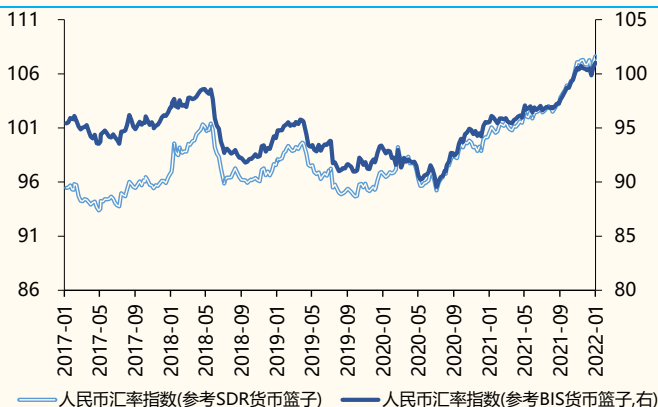
来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：BIS 货币篮子权重存在部分新兴市场货币



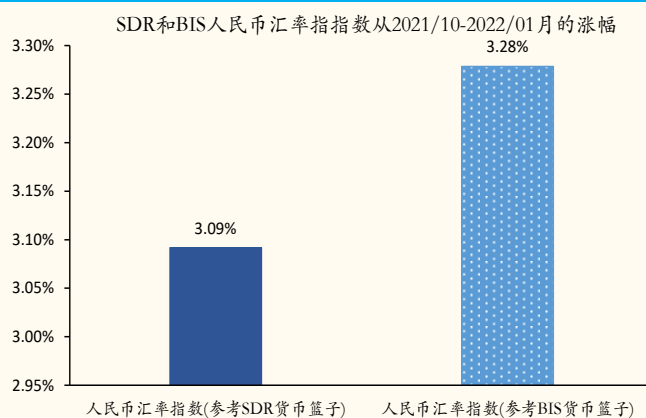
来源：Wind，国金证券研究所

图表 7：SDR 和 BIS 货币篮子从疫情后走势趋同



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：SDR 和 BIS 人民币汇率指数涨幅相近

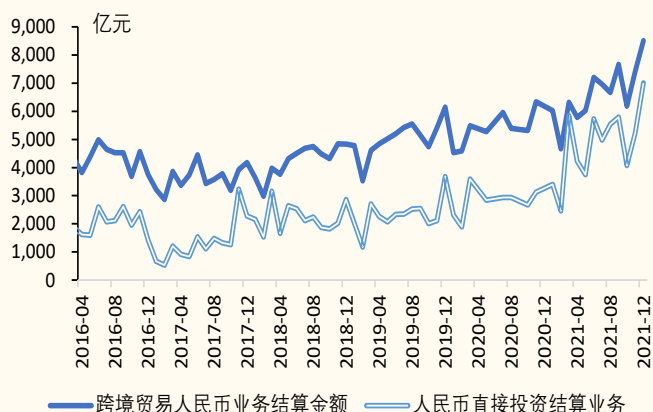


来源：Wind，国金证券研究所

二问：人民币汇率，为何如此强势？季节性、基本面和资金流三因素共振

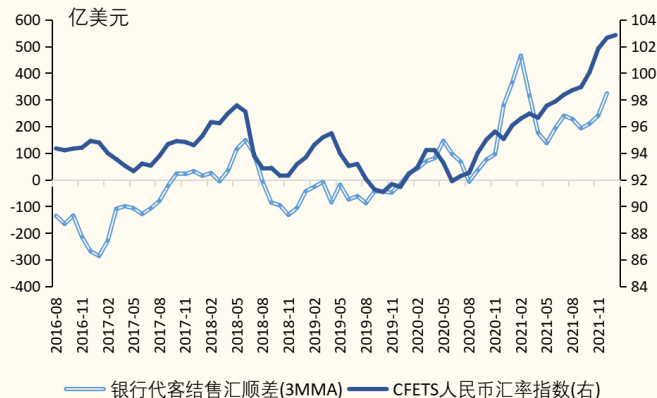
近年，每年底结汇需求会季节性释放；疫情期间，中国出口强势提供的结汇需求，放大了此间人民币汇率的升值压力。一方面，从“汇改”以来，银行代客结汇每年底会集中释放，导致近年每年底人民币汇率走强的季节性特征。另一方面疫情期间，中国较全球的生产恢复速度较快，出口的“替代”效应和产业链的竞争优势，带动中国出口持续超预期，放大了人民币汇率季节性特征。

图表 9：人民币结算业务较为旺盛



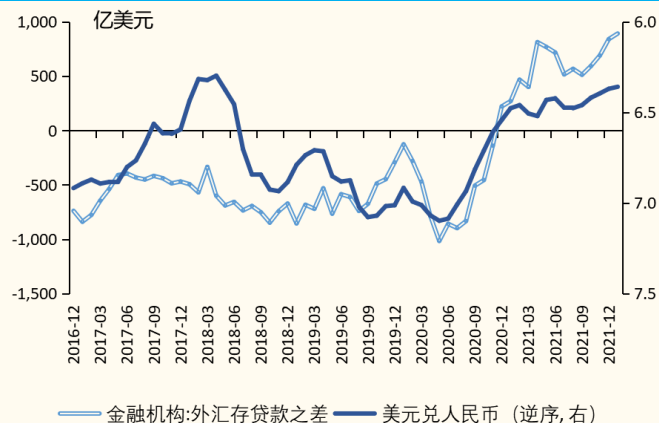
来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：银行代客结汇顺差带动人民币升值



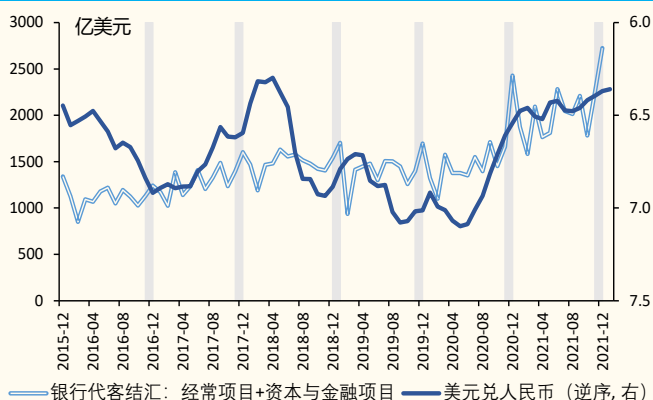
来源：Wind，国金证券研究所

图表 11：外汇存贷款之差和人民币兑美元呈正比



来源：Wind，国金证券研究所

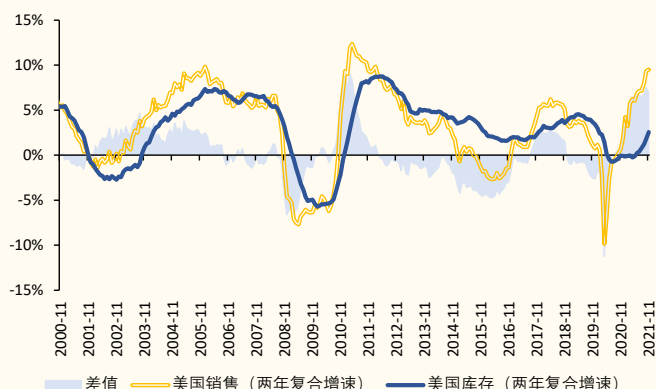
图表 12：12 月结售汇需求季节性上行



来源：Wind，国金证券研究所

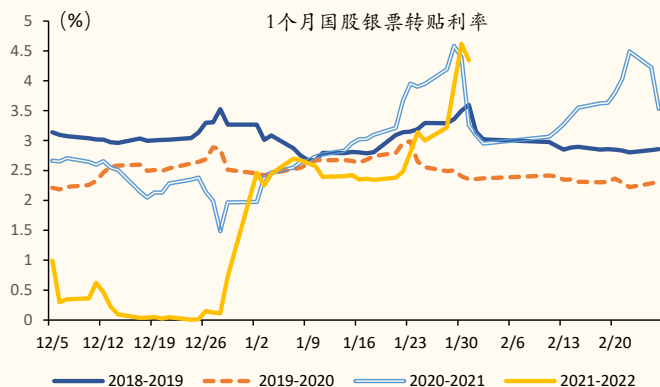
美国经济见顶、中国经济见底，基本面支撑人民币指数。从美国经济来看，一方面 1 月 ISM 制造业 PMI 中的新订单为 57.9，从高位回落；另一方面美国 11 月销售总额的两年复合增速涨幅已经弱于库存总额，两者之差较前值收敛，或意味着美国经济复苏最快的时间已过。而中国“政策底”夯实、“经济底”在即，1 个月的国股银票转贴利率在年初回升，表明信贷环境趋于回暖，中美两国之间的基本面预期的边际变化使得人民币走势维持强势。

图表 13：美国供需库存之差收敛



来源: Wind, 国金证券研究所

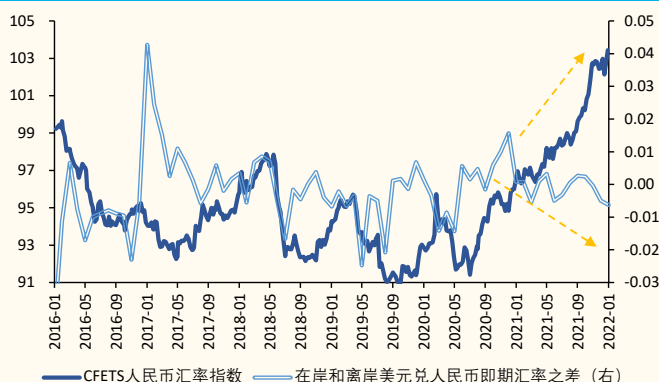
图表 14：1 月底我国票据利率回升或指向信用回暖



来源: Wind, 国金证券研究所

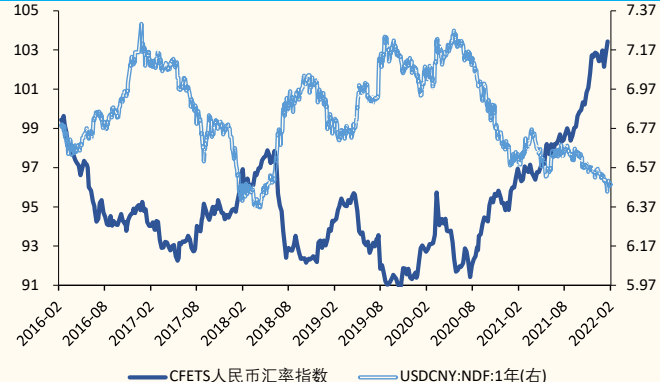
与此相对应的是，海外资金流对人民币资产的青睐度不减。近期全球风险资产价格在地缘政治和美联储加息预期扰动下有所下挫，但是从远期利率来看，人民币升值预期的依然较强，一方面从在岸和离岸美元兑人民币汇率之差来看，依然处于下行趋势，说明市场对于人民币汇率走势的多头依然大于空头。另一方面 NDF 因其离岸特点较强，市场化程度比较高，所以一年期的美元兑人民币 NDF 回落，说明从情绪端来看，海外资金对人民币资产的青睐仍存。

图表 15：离岸市场对人民币升值预期仍然较强



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 16：一年期 NDF 向下意味着人民币升值预期升温



来源: Wind, 国金证券研究所

三问：人民币强势，能够持续？全年或保持相对强势，不具备持续贬值基础

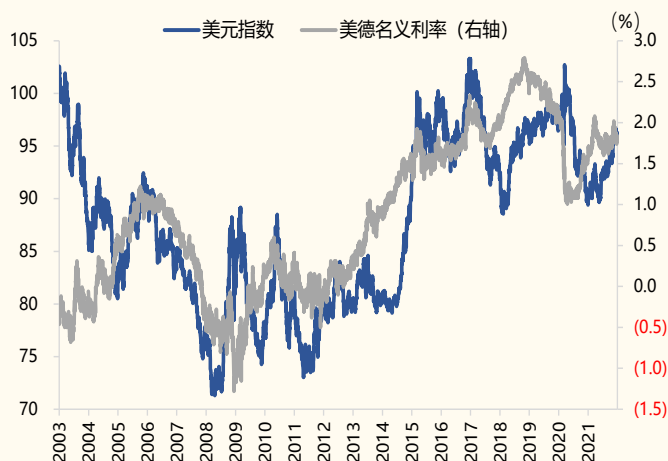
2022 年，疫情“退潮”年，美元指数表现或总体偏弱，人民币兑美元汇率面临的外部压力不大。在全球通胀高企，以及发达经济体货币收缩背景下，大部分国家的国债收益率均出现一定程度的上升。但是汇率走势，更多反映经济体之间经济相对强弱变化。伴随着疫情影响的减弱，非美经济体修复弹性更大，相对而言，美元指数或已于年初见顶。大家普遍关注的人民币兑美元汇率，不具备贬值的外部基础。（详见《美元见顶在即，加息不改趋势》）。

图表 17：美联储 8 次加息周期中，美元上涨 4 次



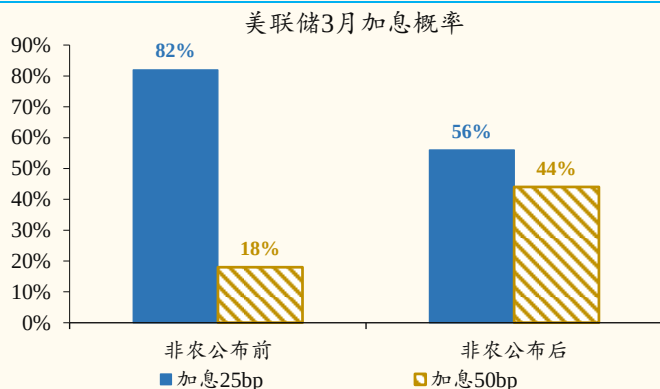
来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：美元指数与美德利差相关性较高



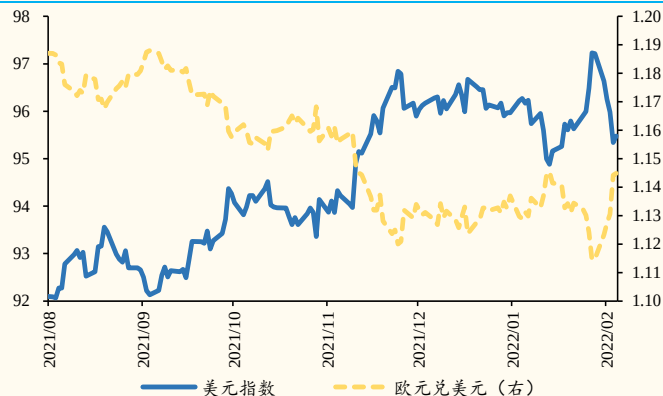
来源：Wind，国金证券研究所

图表 19：美联储 3 月加息概率超过 50%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 20：加息预期上行，美元指数不升反跌



来源：Wind，国金证券研究所

上半年，贸易顺差仍对人民币汇率形成支撑。首先，全球疫情影响的节奏、中国出口竞争优势的维持，意味着上半年尽管我国出口增速可能逐步回落，但进口的相对疲软以及出口的韧性仍对贸易顺差形成支撑。其次，2021 年积累的大量结汇需求的延迟释放，仍从贸易端对人民币形成支撑。从数据上看，近期贸易差额与商品贸易项下的结售汇差额数值创出阶段性新高，意味着外贸企业积

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_37759

