

2022 年第一季度中美汇率分析

——中美汇率研究报告

报告导读

随后一季度，我国出口优势可能减弱，但全球供应链恢复可能推迟，我们有可能继续延续此前的贸易顺差优势，一季度人民币有小幅贬值预期，但幅度有限。美联储 3 月开始加息的概率较大，从美国历史加息周期看，加息期间美元指数大多数时间上行。美元指数在正式加息开始之前通常会进入一段上行区间。美元指数通常在正式加息开始时处于较高水平，美元指数在加息开始之后或将出现短暂下跌。

| | |
|-------|--------------------|
| 分析师： | 王卉 |
| 中央编号： | BLN172 |
| 联系电话： | 852-2180 6499 |
| 邮箱： | faywang@cnzsqh. hk |

相关报告

投资要点

□ 短期内人民币中枢小幅走弱，但幅度有限

随后一季度，出口优势可能减弱，但全球供应链恢复可能推迟，我们有可能继续延续此前的贸易顺差优势，因此一季度人民币有小幅贬值预期，但幅度有限。跨境资本的流向也会影响人民币汇率。资本流向与中美利差有关，而中美利差则与中美货币政策分化有关。美国紧货币，中国宽货币，中美货币政策分化，中美利差收窄预期将对人民币汇率带来短期贬值压力。虽然中美利差收窄将抑制海外投资者增持人民币资产的动机，但出于多元化配置的考虑，海外投资者对人民币资产存在结构性的增持需求。近年来，人民币的国际地位和资产吸引力显著增强，进而对人民币汇率形成支撑。总体看，短期内人民币中枢小幅走弱，但幅度有限。

□ 美元指数小幅走强，但加息后可能出现下跌

美联储 3 月加息预期强烈，美元加息前通常进入上行，加息后出现下跌；美国 1 月零售销售超预期反弹，1 月美国零售销售环比变化为 3.8%，远超市场预期，短期经济数据仍然强劲对美元有所支撑；2022 年一些发达经济体也将启动加息，如果欧央行今年开始调整购债速度而美联储开始首次加息，中长期看美欧利差有可能会收窄，后续美欧利差对美元的支撑有可能减弱。美联储 3 月开始加息的概率较大，从美国历史加息周期看，加息期间美元指数大多数时间上行。美元指数在正式加息开始之前通常会进入一段上行区间。美元指数通常在正式加息开始时处于较高水平，美元指数在加息开始之后或将出现短暂下跌。

风险提示

疫情不确定性影响全球供应链；美联储加息进程不及预期；其余发达经济体加息进程不及预期。

正文目录

| | |
|---|----|
| 1. 2021 年人民币汇率回顾..... | 4 |
| 2. 2022 年一季度人民币汇率分析：短期内人民币中枢小幅走弱，但幅度有限..... | 5 |
| 2.1. 出口优势有走弱预期，但全球供应链恢复可能推迟..... | 5 |
| 2.2. 中美政策分化引发中美利差收窄预期将对人民币汇率形成短期贬值压力，但影响有限..... | 6 |
| 2.3. 中美关系对人民币市场有所影响..... | 7 |
| 3. 人民币汇率结论..... | 8 |
| 4. 2021 年美元指数回顾..... | 8 |
| 5. 2022 年一季度美元指数分析：小幅走强，但加息后可能出现下跌..... | 9 |
| 5.1. 美联储 3 月加息预期强烈，美元加息前通常进入上行，加息后出现下跌..... | 9 |
| 5.2. 短期经济数据仍然强劲对美元有所支撑..... | 10 |
| 5.3. 市场可能开始定价其他央行紧缩的可能性..... | 10 |
| 6. 美元指数结论..... | 11 |

| | |
|----------------------------------|----|
| 图表 1: 美元兑人民币汇率持续升值..... | 4 |
| 图表 2: 人民币汇率指数持续升值..... | 4 |
| 图表 3: 我国出口保持高速增长..... | 5 |
| 图表 4: 近几年出口增长较为明显..... | 5 |
| 图表 5: 服务贸易逆差缩窄, 商品贸易顺差扩大..... | 6 |
| 图表 6: 海外资本加速流入..... | 6 |
| 图表 7: 外商直接投资再上台阶..... | 7 |
| 图表 8: 中美利差与人民币汇率..... | 7 |
| 图表 9: 美元指数..... | 8 |
| 图表 10: 美元加息前通常进入上行, 加息后出现下跌..... | 9 |
| 图表 11: 美国零售数据环比超预期..... | 10 |
| 图表 12: 美国失业数据持续走低..... | 10 |
| 图表 13: 美欧利差与美元指数..... | 10 |

1. 2021 年人民币汇率回顾

美元兑人民币汇率是一个相对汇率，主要受到美元和人民币的相对强弱影响。2020 年 1 月至 2022 年 2 月的美元对人民币汇率行情大致可以分为三个阶段：第一阶段是 2020 年 1 月至 2020 年 5 月，美元兑人民币汇率从 6.96 震荡上行至 7.16，表明在此期间人民币相对美元出现了小幅的贬值，贬值幅度为 2.9%。第二阶段是 2020 年 6 月至 2021 年 1 月，期间美元兑人民币汇率从 7.16 下行至 6.46，表明 2020 年下半年人民币相对美元出现了较大幅的升值，升值幅度为 9.8%。第三阶段为 2021 年 2 月至 2022 年 2 月，期间美元兑人民币汇率从 6.46 继续震荡下行至 6.32，表明 2021 年美元兑人民币汇率出现低位震荡走势，并最终小幅升值 2.2%。

CFETS 人民币汇率指数是参考一篮子货币计算的有效汇率，相对以往主要关注美元兑人民币的相对汇率来说，关注一篮子货币的人民币汇率指数更加有利于保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。2020 年 1 月至 2022 年 2 月人民币汇率指数大致可以分为两个阶段。第一阶段为 2020 年 1 月至 2020 年 7 月，人民币汇率指数出现了宽幅的震荡，从 1 月 91.5 上涨至 3 月 95.7 并最终在 7 月跌回 91.4 的水平。第二阶段为 2020 年 8 月至 2022 年 2 月，人民币汇率指数从 91.4 持续上行至 103.01，涨幅接近 12.7%。

图表 1：美元兑人民币汇率持续升值



资料来源：Wind，浙商国际

图表 2：人民币汇率指数持续升值



资料来源：Wind，浙商国际

2. 2022年一季度人民币汇率分析：短期内人民币中枢小幅走弱，但幅度有限

2.1. 出口优势有走弱预期，但全球供应链恢复可能推迟

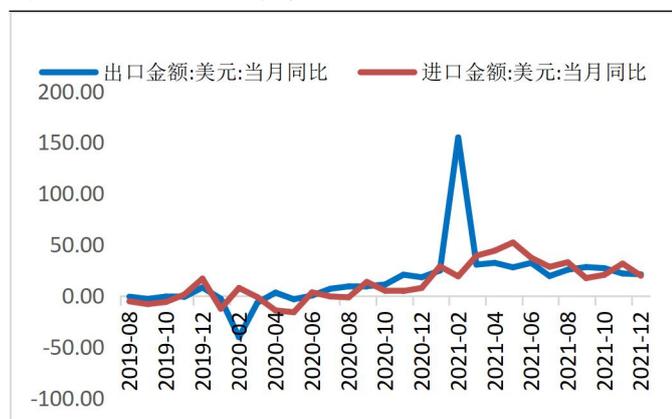
2021年人民币走强的原因之一是强劲的出口以及结售汇需求的增加。美国宽松的财政政策叠加超宽松货币政策，使得美国需求旺盛。但由于海外疫情严峻，全球供应链未恢复，美欧等经济体出现“用工荒”，同时东南亚等国家受疫情影响，停工停产，这些东南亚国家出口受到影响。与此同时，由于我国疫情控制较好，供应链受疫情影响较小，因此我国出口自2020年6月以来一直保持高速增长，贸易顺差扩大。从数据上来看，2020年-2021年中国商品贸易顺差提升，而服务贸易逆差明显缩小。出口扩大带动出口企业的结汇需求增加，进而改变境内外汇市场的供求关系，人民币需求增加，人民币走强。

随后一季度，支撑人民币汇率走强的出口优势可能减弱。从需求端看，随着美联储逐步加息，以及一些发达经济体纷纷转鹰，总需求逐渐减弱，因此以美国为主的海外进口需求将出现收缩。从供给端看，全球供应链或逐渐恢复，总供给增加将对我国出口形成一定压力。与我们存在贸易竞争关系的东南亚国家如果生产逐渐恢复，将会分流一部分我国出口订单。

但我们有可能继续延续此前的贸易顺差优势。海外疫情的不确定性将推迟全球供应链的恢复。同时，东南亚国家的疫情治理及复苏进程仍然面临较大困难，对我国出口份额的影响有限。因此对人民币汇率仍有支撑。

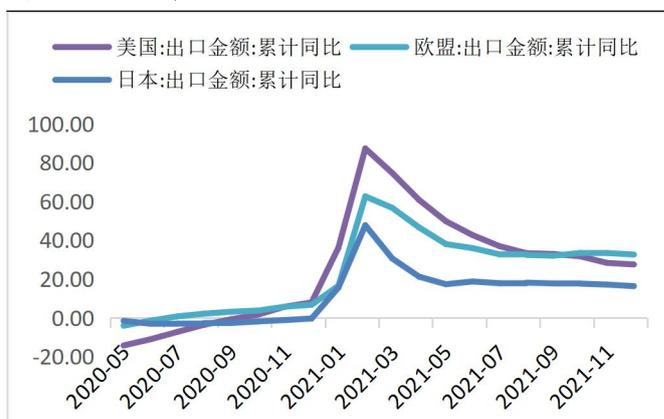
虽然随后一季度，出口优势可能减弱，但我们有可能继续延续此前的贸易顺差优势，因此未来一季度人民币可能小幅贬值，但幅度有限。

图表 3：我国出口保持高速增长

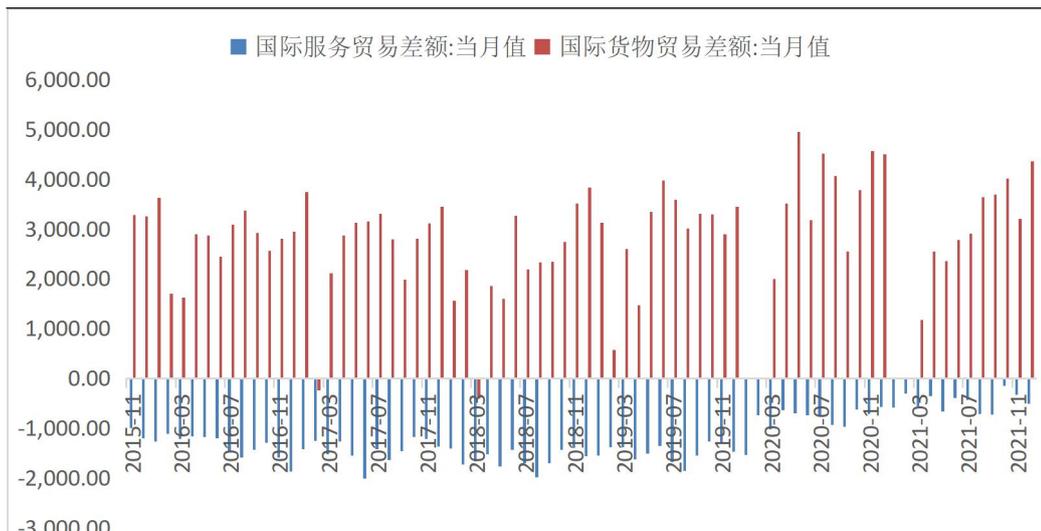


资料来源：Wind，浙商国际

图表 4：近几年出口增长较为明显



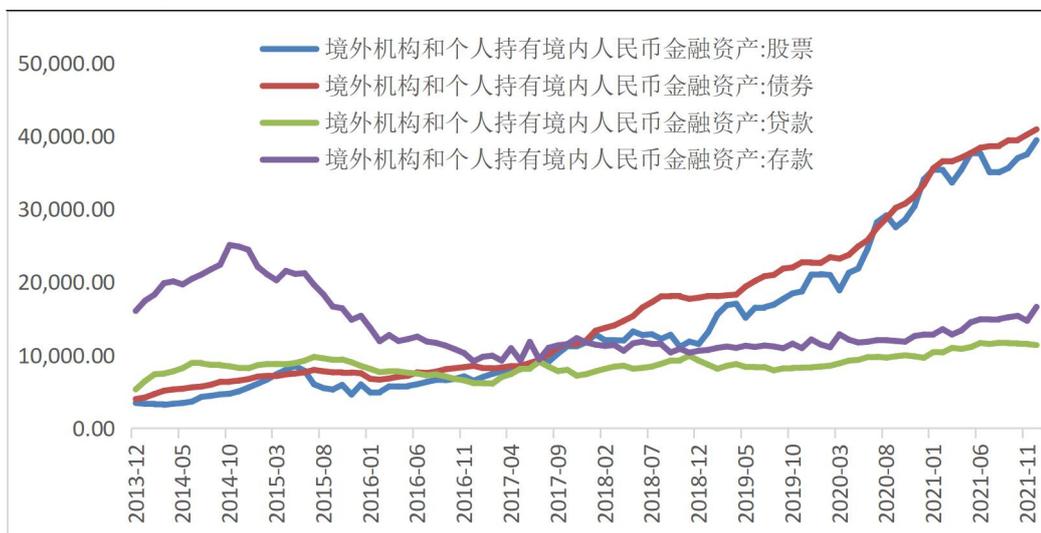
资料来源：Wind，浙商国际

图表 5: 服务贸易逆差缩窄, 商品贸易顺差扩大


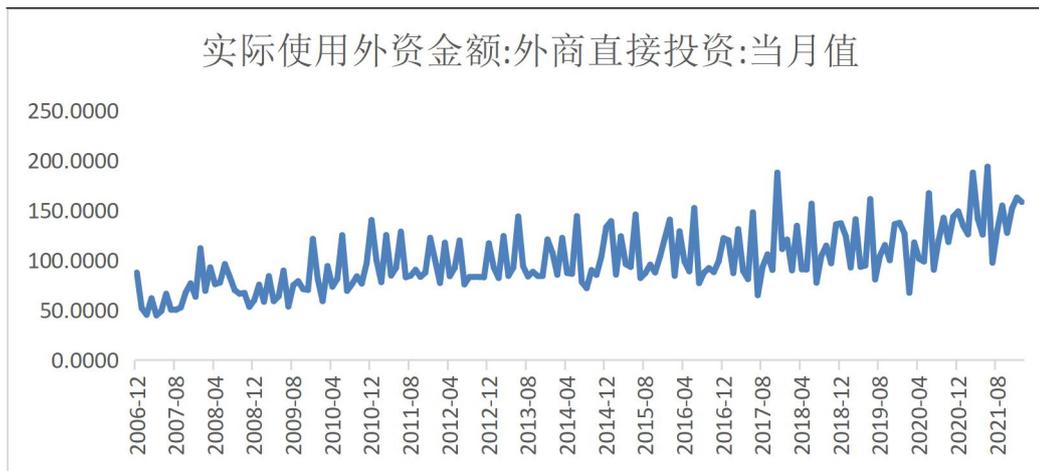
资料来源: Wind, 浙商国际

2.2. 中美政策分化引发中美利差收窄预期将对人民币汇率形成短期贬值压力, 但影响有限

外资流入增加也是 2021 年人民币走强的原因之一。由于疫情后海外政局普遍受到疫情反复的冲击, 经济环境普遍下滑, 而国内经济持续复苏, 海外资本转而更加青睐国内资产。数据上来看, 在实体经济领域, 外商直接投资在 2010 年至 2019 年基本维持稳定, 而 2020 年-2021 年可以看到明显上升了一个台阶。在金融资产领域, 外资持续流入国内股市和债市, 在 2020 年-2021 年保持高速增长, 当前已分别超过 3.9 万亿和 4 万亿元。

图表 6: 海外资本加速流入


资料来源: Wind, 浙商国际

图表 7：外商直接投资再上台阶


资料来源：Wind，浙商国际

因此跨境资本的流向也会影响人民币汇率。资本流向与中美利差有关，而中美利差则与中美货币政策分化有关。

2022 年美联储收紧货币政策，在加速 Taper 的同时，将会开启新一轮加息周期。相反，今年国内则是宽松的货币政策。美国紧货币，中国宽货币，中美货币政策分化，中美利差收窄预期将对人民币汇率带来短期贬值压力。

中美利差变化会加大汇率波动，但国内经济基本面和企业信心对外汇市场的影响更具决定性。人民币汇率的基本面仍具有韧性，今后依旧会有大量境外资金为配置中国资产而流入人民币市场。虽然中美利差收窄将抑制海外投资者增持人民币资产的动机，但出于多元化配置的考虑，海外投资者对人民币资产存在结构性的增持需求。近年来，人民币的国际地位和资产吸引力显著增强，进而对人民币汇率形成支撑。

图表 8：中美利差与人民币汇率


资料来源：Wind，浙商国际

2.3. 中美关系对人民币市场有所影响

中美关系对人民币市场有所影响。2022 年 11 月美国中期选举将至，拜登目前支持率下降，在此情况下，美国中期选举前民主党为了转移内部矛盾，仍有可能将“矛头”再次对准中国，人民币汇率可能受到短期影响。

3. 人民币汇率结论

随后一季度，出口优势可能减弱，但全球供应链恢复可能推迟，我们有可能继续延续此前的贸易顺差优势，因此一季度人民币有小幅贬值预期，但幅度有限。

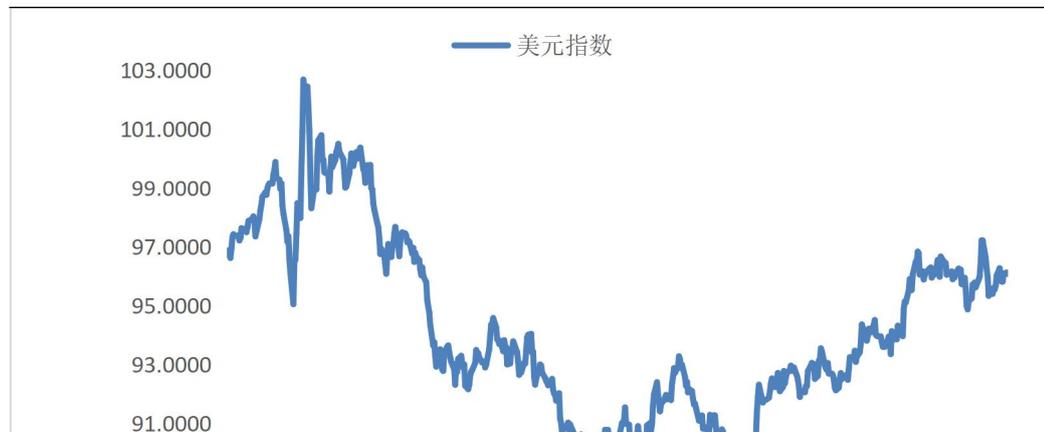
跨境资本的流向也会影响人民币汇率。资本流向与中美利差有关，而中美利差则与中美货币政策分化有关。美国紧货币，中国宽货币，中美货币政策分化，中美利差收窄预期将对人民币汇率带来短期贬值压力。虽然中美利差收窄将抑制海外投资者增持人民币资产的动机，但出于多元化配置的考虑，海外投资者对人民币资产存在结构性的增持需求。近年来，人民币的国际地位和资产吸引力显著增强，进而对人民币汇率形成支撑。

总体看，短期内人民币中枢小幅走弱，但幅度有限。

4. 2021 年美元指数回顾

美元指数是综合反映美元在国际外汇市场的汇率情况的指标，用来衡量美元对一揽子货币的汇率变化程度。2020 年 1 月至 2022 年 2 月美元指数行情大致可以分为三个阶段。第一阶段 2020 年 1 月至 3 月，为海外疫情冲击之前的阶段。这一阶段中美元指数出现非常大的波动，最低达到 95，最高超过 102 的水平。第二阶段为 2020 年 4 月至 2021 年 1 月，美元指数从 100.6 持续震荡下行至 89.4 的水平，下行幅度接近 11.1%。第三阶段为 2021 年 2 月至 2022 年 2 月，美元指数获得底部支撑，从 89.4 震荡上行至目前 96 水平附近，整体上行幅度接近 7.4%。

图表 9：美元指数



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_38950

