



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

NIFD季报

主编:李扬

人民币汇率

张明
陈胤默

2022年2月

《NIFD季报》是国家金融与发展实验室主要的集体研究成果之一，旨在定期、系统、全面跟踪全球金融市场、人民币汇率、国内宏观经济、中国宏观金融、国家资产负债表、财政运行、金融监管、债券市场、股票市场、房地产金融、银行业运行、保险业运行、特殊资产行业运行等领域的动态，并对各领域的金融风险状况进行评估。《NIFD季报》由三个季度报告和一个年度报告构成。NIFD季度报告于各季度结束后的第二个月发布，并在实验室微信公众号和官方网站同时推出；NIFD年度报告于下一年度 2 月份发布。

警惕人民币兑美元汇率由升转贬

摘要

2021年人民币汇率呈现强势升值态势。2020年12月31日至2021年12月31日,人民币兑美元汇率中间价由6.5249上升至6.3757,总体上升值了2.3%。同期内人民币兑欧元和兑日元汇率分别升值了10.0%和12.4%。

2021年下半年,在美元指数上升的背景下,人民币兑美元汇率依然走强。这主要受三方面因素推动:一是中国出口增速继续保持强劲,带动货物贸易顺差创出阶段性新高;二是新冠疫情后中国经济复苏早于其他国家,且长期利率显著高于主要发达经济体,导致中国对短期资本流动的吸引力较强;三是中国外汇储备规模稳中有升,增强了国内外投资者对人民币汇率的信心。

2022年,考虑迭创新高的通货膨胀,美联储将会加快退出量化宽松政策,预计在2022年3月首次加息。中国货币政策仍将坚持“以我为主”,可能会呈现出稳中有松态势。中美两国货币政策分化加大,这很可能导致人民币兑美元汇率由升转贬。

2022年,10年期美国国债收益率将会重返2.0%以上,甚至可能上探至2.4-2.5%。美元指数有望在94-102的区间内高位盘整。人民币贬值压力将会有所上升,人民币兑美元汇率可能贬值至6.5-6.6附近,总体在6.4-6.6的区间波动。

本报告负责人:张明

本报告执笔人:

● 张明

中国社会科学院金融研究所副所长

国家金融与发展实验室副主任

● 陈胤默

国家金融与发展实验室国际货币体系研究中心研究员

【NIFD 季报】

全球金融市场

人民币汇率

国内宏观经济

宏观杠杆率

中国宏观金融

中国金融监管

中国财政运行

地方区域财政

房地产金融

债券市场

股票市场

银行业运行

保险业运行

特殊资产行业运行

目 录

一、2021 年人民币汇率运动的特征事实.....	1
(一) 人民币兑美元汇率.....	1
(二) 人民币兑欧元汇率.....	2
(三) 人民币兑日元汇率.....	3
二、2021 年人民币汇率走势强于预期的原因.....	3
三、2022 年人民币汇率未来变动分析.....	6
(一) 中美经济增速差异.....	6
(二) 中美通货膨胀差异.....	7
(三) 中美货币政策差异.....	9
(四) 中美长期利率变动.....	10
(五) 全球不确定性因素.....	11
四、2022 年人民币汇率走势预测.....	13
参考文献:	14

一、2021年人民币汇率运动的特征事实

(一) 人民币兑美元汇率

2021年，人民币兑美元汇率呈现出波动中升值态势（见图1）。2020年12月31日至2021年12月31日，人民币兑美元汇率中间价由6.5249上升至6.3757，总体上升值了2.3%。2021年12月9日，人民币兑美元汇率升至年内最高点6.3498，相较于2020年5月29日，人民币兑美元汇率升值了11%。

2021年，人民币兑美元汇率的运动大致可以划分为如下两个阶段：第一个阶段是2020年12月31日至2021年9月30日，人民币兑美元汇率与美元指数之间呈现显著的负相关性。在这个阶段内，当美元指数下行时，人民币兑美元汇率升值，反之亦然。第二个阶段是2021年9月30日至2021年年底，人民币兑美元汇率与美元指数呈现出双双上涨格局。2021年9月30日至2021年12月31日，美元指数由94.2638上升至95.9701，升值了1.8%；同期内，人民币兑美元中间价则由6.4854上升至6.3757，升值了1.7%。

2021年，人民币兑CFETS货币篮子指数整体上呈现出了持续上涨的趋势。2020年12月31日至2021年12月31日，人民币兑CFETS货币篮子指数由94.84上升为102.47，总体上升值了8%。2021年12月10日，人民币兑CFETS货币篮子指数高达102.86，创2015年12月以来的新高（见图1）。在2022年人民币兑美元汇率走势的第二阶段，即在美元指数走强的背景下，人民币兑美元汇率继续升值。这意味着人民币兑一篮子货币的有效汇率升值得更快。2021年9月30日至2021年12月31日，人民币兑CFETS货币篮子汇率指数由99.64上升至102.47，升值了2.8%。

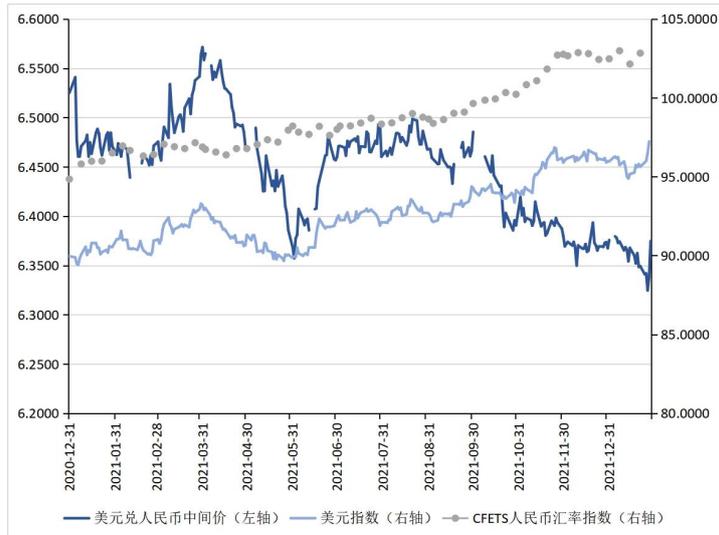


图1 人民币兑美元汇率走势

数据来源：Wind。

（二）人民币兑欧元汇率

2021年，人民币兑欧元汇率走势表现出在波动中升值的态势（见图2）。2020年12月31日至2021年12月31日，人民币兑欧元汇率中间价由8.0250上升至7.2197，总体上升值了10%。

人民币兑欧元汇率走势大致可以划分为如下二个阶段：第一个阶段是2020年12月31日至2021年11月26日，在这个阶段内，人民币兑欧元汇率表现出在波动中升值的态势，总体上升值了10.7%；第二个阶段是2021年11月26日至2021年年底，在这个阶段内，人民币兑欧元汇率在7.1至7.2的区间内小幅波动。

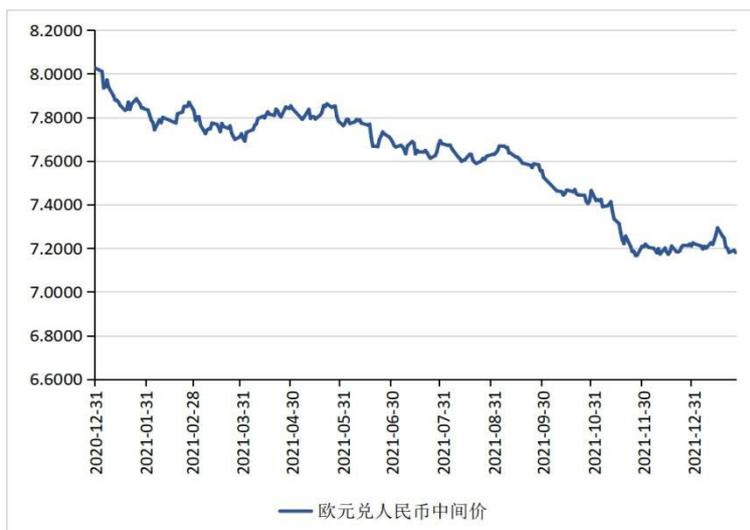


图2 人民币兑欧元汇率走势

数据来源：Wind。

（三）人民币兑日元汇率

2021年，人民币兑日元汇率走势呈现出在波动中升值的态势（见图3）。2020年12月31日至2021年12月31日，人民币兑日元汇率中间价由6.3236上升至5.5415，年内总体升值了12.4%。

2021年，人民币兑日元汇率的运动大致可以划分为如下三个阶段：第一个阶段是2020年12月31日至2021年6月4日，在这个阶段内，人民币兑日元汇率表现出升值的趋势，总体上升值了8.1%；第二个阶段是2021年6月4日至2021年9月22日，在这个阶段内，人民币兑日元汇率呈现出小幅波动特征，人民币兑日元汇率在5.8至5.9的区间内小幅波动；第三个阶段是2021年9月22日至2021年年底，在这个阶段内，人民币兑日元汇率转为快速升值趋势，该阶段总体涨幅为6.4%。

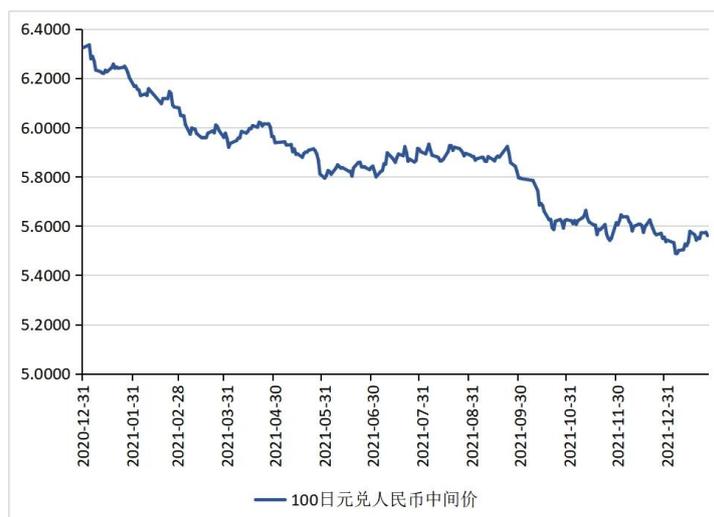


图3 人民币兑日元汇率走势

数据来源：Wind。

二、2021年人民币汇率走势强于预期的原因

笔者在2021年三季度人民币汇率分析报告《警惕中美增长差反转的潜在负面影响》一文中，基于中美经济增速差异、中美通货膨胀差异、中美货币政策差异、中美长期利率变动四个维度，分析2021年四季度人民币汇率走势。笔者预测，受中美经济增长差反转影响，预计到2021年四季度末，美元指数可能呈现温和走强的趋势，总体上在93-95的区间内运行；人民币兑美元汇率可能贬值至

6.5-6.6 附近，总体在 6.4-6.7 的区间波动。

从现实情况来看，美元指数的走势基本符合笔者预期。美元指数从 2021 年 10 月 1 日的 94.0747 上涨至 2021 年 12 月 31 日的 95.9701。2021 年四季度，美元指数显著上升的最重要原因，是在史无前例的扩张性政策刺激下，近期美国国内通货膨胀率迭创新高，美联储不得不开始货币政策正常化。货币政策正常化无疑会导致美国短长期利率上行，从而推动美元指数上升。

当美元指数上行时，人民币兑美元汇率通常会贬值。但人民币兑美元汇率走势并未按照笔者推演的逻辑发展。2021 年四季度，在美元指数上行的背景下，人民币兑美元汇率仍保持升值状态。笔者认为，这背后有如下三方面原因。

原因之一：在 2021 年下半年，中国出口增速继续保持强劲，带动货物贸易顺差创出阶段性新高，而贸易顺差推动了人民币汇率走强（见图 4）。2021 年 8 月至 10 月，按美元计价的中国出口月度同比增速连续 3 个月超过 25%，这 3 个月的货物贸易顺差不断攀升，分别为 584、668 与 845 亿美元。845 亿美元甚至创下了有史以来中国月度货物贸易顺差的新高。事实上，2021 年上半年，由于基期效应，中国出口就已经出现超高速增长。原本市场预期，2021 年下半年出口增速会显著回落，但受全球疫情再度加剧，尤其是东南亚地区疫情显著加剧的影响，中国出口的不可或缺性再度增强，从而推动出口增速持续保持强劲。据 WTO 统计，2021 年，中国出口在全球出口中的份额大幅提升，比例高达 16.7%。2021 年，中国年度出口高达 3.36 万亿美元，远超过美德两国出口份额之和（约为 3.24 万亿美元）。2021 年，中国高景气的对外部门、稳健的国际收支格局，为银行间市场积累了充裕的美元流动性，外汇市场人民币需求旺盛，较强的结汇需求主导了人民币汇率的强势走势（魏伟和郭子睿，2022）。

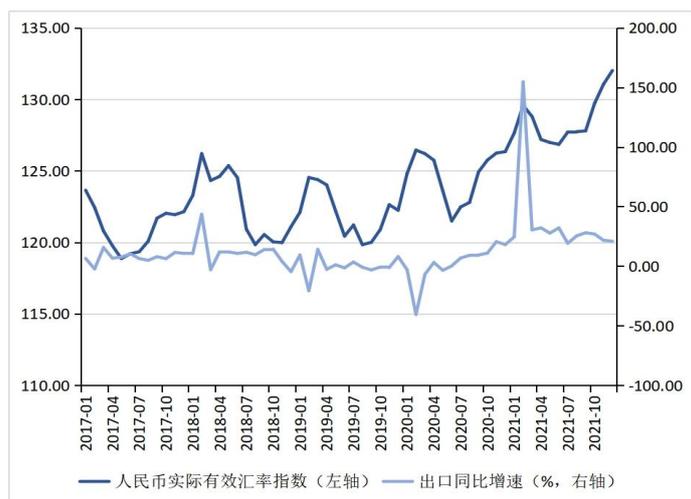


图4 人民币实际有效汇率指数与中国出口同比增速

数据来源：Wind。

原因之二：由于新冠疫情后中国经济的复苏早于其他国家，且中国长期利率显著高于主要发达经济体，导致中国对短期资本流动的吸引力较强。货物贸易顺差加上跨境资本流入，使得总体上中国面临跨境资本净流入。例如，2021年7月至9月的银行代客结售汇顺差分别为129、181与268亿美元，3个月累计578亿美元，显著高于2020年同期的107亿美元以及2019年同期的-132亿美元。在2021年12月，银行代客结售汇顺差更是高达516亿美元（见图5）。跨境资本净流入意味着国内外汇市场上美元供过于求，这也会推动人民币兑美元汇率的升值。

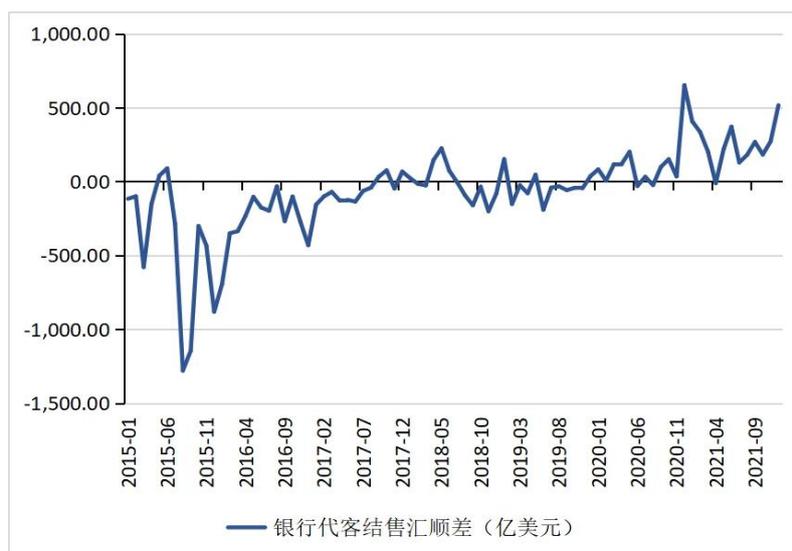


图5 银行代客结售汇顺差

数据来源：Wind。

原因之三：中国外汇储备规模稳中有升，增强了国内外投资者对人民币汇率的信心。2017年至2020年，中国外汇储备的月度平均规模分别为3.07、3.11、3.10、3.13万亿美元（见图6）。2021年1月至10月，中国外汇储备的月度平均规模达到3.21万亿美元，显著高于之前数年的平均水平。尤其值得一提的是，由于2021年年初至今美元指数总体走强，这会对中国外汇储备形成负向估值效应。在这一背景下，2021年12月中国外汇储备规模高达3.25万亿美元，这是自2016年1月以来的新高，这说明外汇储备的流量增长可能更快。



图6 中国外汇储备规模

数据来源：Wind。

三、2022年人民币汇率未来变动分析

判断下一阶段人民币汇率走势需对比中美经济基本面和中美货币政策走向，并考虑全球不确定性因素的扰动。下文将从中美经济增速差异、中美通货膨胀差异、中美货币政策差异、中美长期利率变动、全球不确定性因素等五个方面，分别进行分析。

（一）中美经济增速差异

2021年美国GDP增速为5.7%，中国GDP增速为8.1%。余永定（2022）指出，如果扣除基数效应，中国2021年的经济是运行在低于2019年6%的水平。2022年1月，IMF最新一期《世界经济展望》将美国2022年GDP增速从5.2%下调至4%，这主要是考虑到美国国会通过“重建美好未来”法案一揽子财政措施的可能性下降，当局更早退出非常规宽松货币政策，以及经济面临持续的供给

扰动。同时，IMF 考虑中国房地产部门持续收缩，且私人消费的复苏弱于预期，将中国 2022 年的 GDP 增速从 5.6% 下调至 4.8%¹。

2021 年，美国季度 GDP 同比增速分别为 0.5%、12.2%、4.9% 和 5.5%。中国季度 GDP 同比增速分别为 18.3%、7.9%、4.9% 和 4.0%。对比而言，在二季度，美国季度 GDP 同比增速已超过中国；在三季度，美国 GDP 增速和中国 GDP 增速基本持平；在四季度，美国 GDP 增速好于中国 GDP 增速（见图 7）。

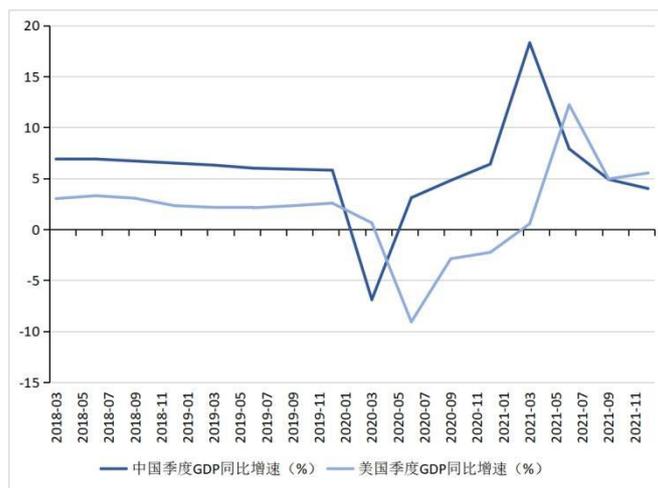


图 7 中美季度 GDP 同比增速

数据来源：Wind。

（二）中美通货膨胀差异

2021 年，美国通货膨胀率持续走高（见图 8）。2021 年 1 月至 2021 年 12 月，美国 CPI 由 1.4% 快速上升至 7%，这是美国自 1982 年 7 月以来的最高通胀水平。同期内，核心 CPI 当月同比增速从 1.4% 上升至 5.5%。美国通货膨胀率快速攀升的原因有三：一是由于美国的宏观政策刺激偏向于需求面（例如财政大规模向中低收入家庭发钱），导致美国国内需求面的复苏显著快于供给面。二是全球疫情大暴发导致大宗商品供应与远程运输能力显著下降，推升了全球大宗商品价格。三是在美国经济增速已经显著复苏的前提下，美国政府的财政货币政策化明显滞后。随着美国通货膨胀率迭创新高，美联储不得不开始货币政策正常化。

¹ 资料来源：《2022 年 1 月世界经济预测》，国际货币基金组织公众号，2022 年 1 月 25 日。

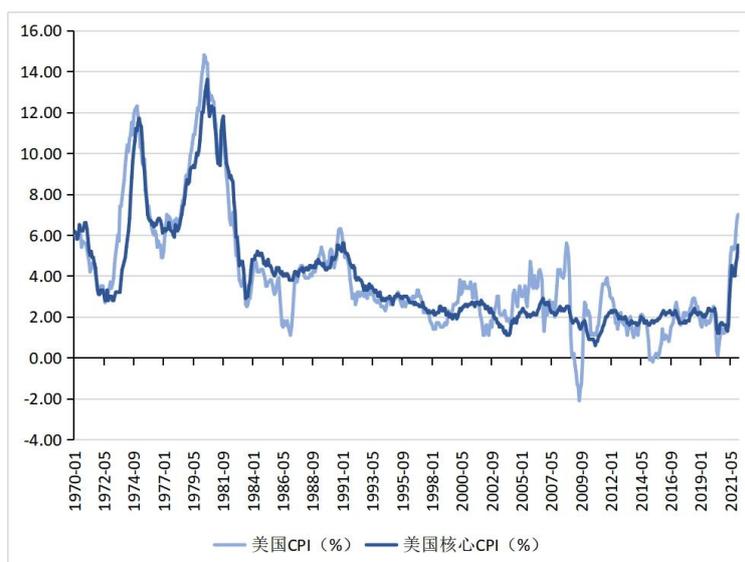


图8 美国CPI和核心CPI

数据来源：Wind。

2021年，中国通货膨胀率整体可控，CPI增速仍处于低位（见图9）。2021年1月至2021年12月，中国CPI同比增速从-0.3%上升至1.5%。中国CPI走势基本符合笔者在2021年三季度人民币汇率分析报告中的预期。

2021年，中国PPI走势触顶回落，但回落速度不及笔者预期。2021年1月至2021年12月，中国PPI同比增速从0.3%飙升至10.3%。在2021年10月，中国CPI与PPI同比增速分别上涨至1.5%与13.5%，两者之间的缺口达到历史性峰值。导致中国PPI同比增速飙升的主要原因是全球大宗商品价格的上涨。目前，不少品种的大宗商品价格已经创下历史新高。全球大宗商品价格上涨给大宗商品进口国造成了显著的输入性通货膨胀压力。2021年，国内大宗商品价格总指数、能源类价格指数、钢铁类价格指数与农产品价格指数都创出历史新高。2021年10月中国进口价格指数同比增速高达17.0%。

笔者认为，2022年大宗商品价格再创新高的概率，会显著低于高位回落的概率。尤其是那些金融资本深度炒作的大宗商品品种，在2022年的价格将面临较高的波动性。为此，未来一段时间的物价走势将会呈现出中国CPI同比增速温和回升、PPI同比增速回落的格局。

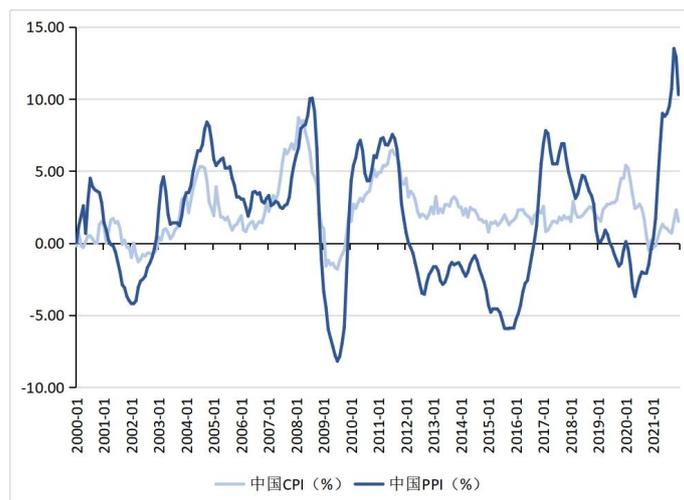


图9 中国CPI和PPI

数据来源: Wind。

(三) 中美货币政策差异

美联储开始退出量化宽松政策。新冠疫情暴发后,美国政府实施了史无前例、极其宽松的财政货币政策。在财政政策方面,2020年,联邦政府财政赤字占GDP比率达到14.9%,显著高于次贷危机暴发后2009年的9.8%。2020年,联邦政府债务占GDP比率上升了24.3个百分点,达到132.5%。在货币政策方面,除再次实行零利率外,美联储还实施了规模巨大的量化宽松政策。在不到两年时间内,美联储资产负债表的总规模翻了一倍以上,从4万亿美元逼近9万亿美元。在宽松政策刺激下,美国通货膨胀形势显著恶化。尽管通胀率在2021年上半年就开始显著上升,但美联储认为这仅是暂时性扰动,随着生产的复苏以及供给需求缺口的消失,通胀率自然会下行。然而,通胀率在2021年下半年的持续快速上升所引发的各方面压力,还是导致美联储不得不在2021年11月初做出政策修正,宣布开始缩减量化宽松规模。罗志恒和方堃(2022)指出,美联储加息抗通胀,不仅是经济诉求,还有政治压力;通胀问题困扰拜登政府,民意支持率创新低,拜登政府将积极支持美联储加息抗击通胀。从2021年11月起,美联储在每个月缩减购债150亿美元,这意味着美联储在2022年6月末停止量化宽松。2022年1月,美联储又宣布将会加快缩减购债速度,在2022年3月完成Taper,基本明确开启加息。张瑜和殷雯卿(2022)指出就当前美联储关注的通胀与就业缺口来看,2022年具备加息3次的条件。

美联储退出量化宽松货币政策的真实速度将给 2022 年全球经济带来不确定性。从历史上来看，每当美联储进入货币政策紧缩的周期后，新兴市场与发展中国家都会面临短期资本大量外流、本币汇率面临贬值压力、国内风险资产价格下跌、本国经济增速放缓的不利冲击。在严重的情形下，甚至可能引发货币危机、债务危机、金融危机甚至经济危机。如果美联储收紧货币政策的速度超出市场预期，那么新兴市场与发展中国家面临的外部负面冲击将会更加猛烈。以史为镜，在 2022 年与 2023 年，美联储新一轮货币政策正常化可能让部分新兴市场经济体遭遇严重负面冲击。而对那些经常账户持续逆差、举借了大量外债、严重依赖资本流入的国家而言，冲击将尤其严重。

对中国经济而言，2021 年中国经济增速前高后低，货币政策基于 2021 年上、下半年经济形势变化，强化了跨周期调节（孙国峰，2022）。2022 年 7 月和 12 月，中国央行实施两次全面降准各 0.5 个百分点。考虑到中国当前整体通胀形势可控，物价并非货币政策加快正常化的理由。2022 年，中国央行将坚持稳字当头、稳中求进，切实担负起稳定宏观经济的责任，主动推出有利于经济稳定的货币政策（孙国峰，2022）。考虑到 2022 年中国经济 GDP 增速还有较大下行压力，中国货币政策可能会呈现出稳中有松态势。

（四）中美长期利率变动

美联储退出量化宽松政策可能导致美债收益率上升、美元指数仍可能高位盘整。在新冠疫情暴发后，10 年期美国国债收益率一度下降至 0.5% 左右的历史性低点。截至 2021 年 12 月下旬，该指标已经反弹至 1.5%。在 2013 年美联储上一次 Taper 期间，10 年期美国国债收益率曾经由 1.5% 左右反弹至 3% 以上，之后再度回落。随着美联储在 2015 年至 2018 年不断加息，10 年期美国国债收益率再度反弹至 3.0% 以上。笔者认为，在 2022 年，美联储退出量化宽松将使 10 年期美国国债收益率重返 2.0% 以上，甚至可能上探至 2.4-2.5%。这意味着美国债券市场将面临一定的下行压力。新冠疫情暴发后，美元指数先是摸高至 103，随后下跌至 90 附近，之后在 2021 年下半年反弹至目前的 96-97 左右。笔者认为，2022 年，考虑到美联储的货币政策正常化，美元指数有望在 94-102 的区间内高位盘整。

与美债收益率上行形成鲜明对比的是，10 年期中国国债收益率在 2021 年呈

现波动中下降的趋势（见图 10）。2021 年 1 月 4 日至 2021 年 12 月 31 日，10 年期中国国债收益率从 3.1713% 下降至 2.8352%，下降了 33 个基点。同期中美 10 年期国债收益率利差从 2.2413% 收窄至 1.3152%。伴随着中国央行在 2021 年 12 月以来的加息节奏，10 年期中国国债收益率在 2022 年 1 月 25 日更是一度降至 2.6938%。中美利差缩小会影响到短期跨境资本流动，进而影响人民币汇率交易需求，从而影响到人民币汇率走势。短期来看，中国会面临一定的资本外流的压力。

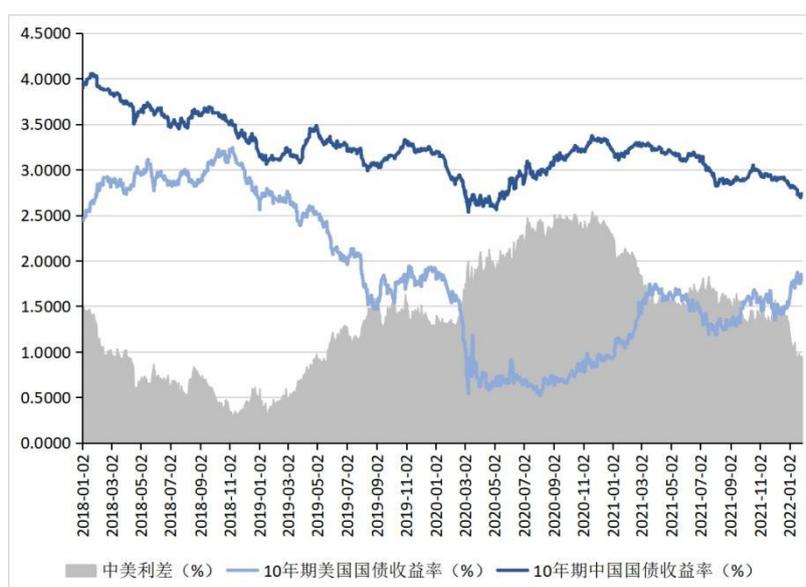


图 10 中美利差

数据来源：Wind。

（五）全球不确定性因素

除了美国货币政策转向将给全球经济带来不确定性之外，2022 年全球经济增长还将受到两大不确定性因素的扰动，这将增加人民币汇率未来变动的不确定性。

不确定性之一，新冠疫情的持续时间与强度再度超出预期。在 2021 年年初，随着全球范围内有效疫苗的推出，市场普遍认为，到 2021 年下半年，疫情将会得到全面控制。但没有想到的是，在 2021 年，新冠病毒的变种德尔塔（Delta）再次肆虐全球，导致全球疫情防控形势重新变得严重。2021 年底，在南非发现了新冠病毒的最新变种 Omicron。WHO 数据显示，截至 2022 年 1 月初，Omicron 已经蔓延至少 128 个国家。相关研究表明，与之前的毒株相比，Omicron 更会躲

避抗体，对现有疫苗具有更强的抗药性。从目前来看，2022年新冠疫情的全球演进形势并不乐观，对疫苗注射进度滞后的发展中国家（尤其是非洲国家）而言更是如此。如果新冠疫情继续肆虐，那么2022年的全球经济增速就可能不及预期。

不确定性之二，全球地缘政治风险上升。2021年，新冠疫情危机持续的背景下，全球地缘政治风险在加剧。从地缘政治风险指数来看，2021年7月至12月，全球地缘政治风险指数从59.16快速上升至99.99（见图11）。2021年，中美摩擦、哈萨克斯坦内乱、美军撤离阿富汗等都增加了全球地缘政治风险。2022年需要特别关注俄乌冲突和中美摩擦的演变。就俄乌冲突而言，若俄乌冲突在2022年升级，不仅会破坏地区安全局势，还将波及全球能源供给和能源转型，并对中东欧、中亚国家外交政策带来连锁反应（中国社会科学院世界经济与政治研究所，2022）。就中美摩擦而言，拜登政府在2021年延续了特朗普政府的对华政策，把中国视作美国最大的挑战者和竞争者，逐步采取扩大对华高科技制裁等措施压制中国（高剑波等，2022）。美国对外关系委员会副主席香农·奥尼尔（Shannon K. O'Neil）指出，地缘政治和政府行动主义是影响下一阶段全球化的主要因素，而不是贸易、投资或病毒传播，中美政治紧张局势的恶化还将持续²。

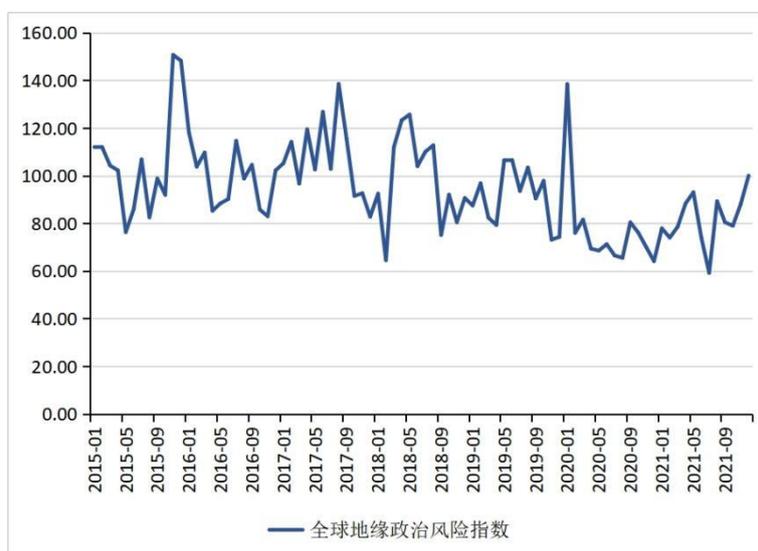


图 11 全球地缘政治风险指数

数据来源：<http://www.policyuncertainty.com/gpr.html>。

² 资料来源：《约瑟夫·奈等 12 名顶级专家：新冠疫情一年复盘，“后疫情时代”何去何从？》，国政学人公众账号，2021 年 1 月 9 日。
<https://foreignpolicy.com/2021/01/02/2021-coronavirus-predictions-global-thinkers-after-vaccine/>

四、2022 年人民币汇率走势预测

展望未来，2022 年，美联储退出量化宽松货币政策将使得 10 年期美国国债收益率重返 2.0% 以上，甚至可能上探至 2.4-2.5%。这意味着美国债券市场将面临一定的下行压力。随着美联储货币政策正常化的推进，美元指数仍有一定的温和上升空间。笔者认为，2022 年美元指数有望在 94-102 的区间内高位盘整。

考虑到目前人民币兑 CFETS 货币篮子指数已经处于自 2015 年 12 月以来的新高，预计下一阶段人民币有效汇率继续升值的空间较为有限。如果在美联储持续收紧货币政策的外部环境下，为了提振国内经济增长与防控系统性金融风险，中国货币政策出现边际放松的话，那么人民币兑美元汇率有望温和回落。笔者预计，2022 年，人民币兑美元汇率可能贬值至 6.5-6.6 附近，总体在 6.4-6.6 的区间波动。

参考文献：

1. 高剑波、丁钰珮、贺鑫、何兆阳、侯鑫、胡启月、刘彬、孙潇慧、王芳蕾、张伟、王蒙：《2022 全球十大冲突或危机及发展趋势展望》，《文化纵横》，2022 年。
2. 罗志恒、方堃：《再起波澜，美联储 1 月议息会议点评》，粤开证券，2022 年 1 月 27 日。
3. 孙国峰：《货币政策回顾与展望》，《中国金融》，2022 年第 3 期。
4. 魏伟、郭子睿：《2022 年外汇市场展望人民币篇：双向波动，回归中性》，平安证券，2022 年 1 月 6 日。
5. 余永定：《关于 2022 年宏观经济的十四点看法》，中国金融四十人论坛，2022 年 1 月 25 日。
6. 张瑜、殷雯卿：《美联储“大姿态”尽显，年内加息有何支撑与掣肘？——1 月 FOMC 会议点评》，华创证券，2022 年 1 月 27 日。
7. 中国社会科学院世界经济与政治研究所、中国社会科学院国家全球战略智库：《2022 年全球十大潜在风险》，《光明日报》，2022 年 1 月 14 日 12 版。

版权公告：**【NIFD 季报】**为国家金融与发展实验室版权所有，未经版权所有人许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登，如有违反，版权所有人保留法律追责权利。报告仅反映原文作者的观点，不代表版权所有人或所属机构的观点。

制作单位：国家金融与发展实验室。