



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

2021年7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。

中美通胀率走势与货币政策差异

本报告负责人：张明

摘要

2021 年第二季度，人民币兑美元汇率呈现“V”型走势，总体上升值了 1.69%。汇率变动的拐点出现在 2021 年 5 月底。这一拐点与美元指数、美国 10 年期国债收益率及中国短期资本流动变动的拐点相契合。

美元指数变化是本轮人民币兑美元汇率变动的主要原因。2021 年第二季度，美元指数呈现出先跌后升的趋势，总体略微贬值。二季度美元指数的变化，验证了我们在一季度季报中提出的美元指数反弹未必会一直持续的观点。

当前的核心问题是，短期内美国经济增速有望持续上行，核心 CPI 增速快速上升，货币政策总体上呈现收紧态势，而中国经济增速下半年将会回落，核心 CPI 增速仍处于低位，货币政策总体上呈现稳中有松态势。换言之，中美通胀率的差异将导致货币政策的差异，而货币政策的差异将会对双边利率、短期资本流动产生影响，进而影响人民币兑美元汇率走势。简言之，人民币兑美元汇率在 2021 年下半年更可能面临一定贬值压力。

在 2021 年下半年，美元指数总体上有望在 88-94 的区间内运行；考虑到目前美元指数在 92-93 附近，四季度的美元指数可能显著强于三季度。2021 年下半年，人民币兑美元汇率有望在 6.3-6.8 的区间波动；到 2021 年四季度，人民币兑美元汇率可能贬值至 6.8 附近。

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
- 中国宏观金融
- 地方区域财政
- 宏观杠杆率
- 中国财政运行
- 中国金融监管
- 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、人民币汇率变动及原因	1
二、人民币汇率未来变动分析	3
(一) 美国通货膨胀分析	4
(二) 中国通货膨胀分析	5
(三) 未来走势分析	6
三、对 2021 年下半年汇率走势的预测	7
参考文献	9

一、人民币汇率变动及原因

2021年第二季度，人民币兑美元汇率呈现出“V”型走势。2021年3月31日至6月30日，美元兑人民币由6.5713上升为6.4601，升值了1.69%；人民币兑CFETS篮子指数由96.88上升为98.00，升值了1.16%。2021年5月28日，美元兑人民币汇率中间价突破了6.40这一关口，达到6.3858，创下2018年6月以来的新高。

我们可以将2021年第二季度人民币兑美元走势划为两个阶段（见图1）：2021年3月31日至2021年6月1日，人民币兑美元汇率由6.5713升至6.3572，升值3.26%；2021年6月1日至2021年6月30日，人民币兑美元汇率由6.3572降至6.4601，贬值1.62%。

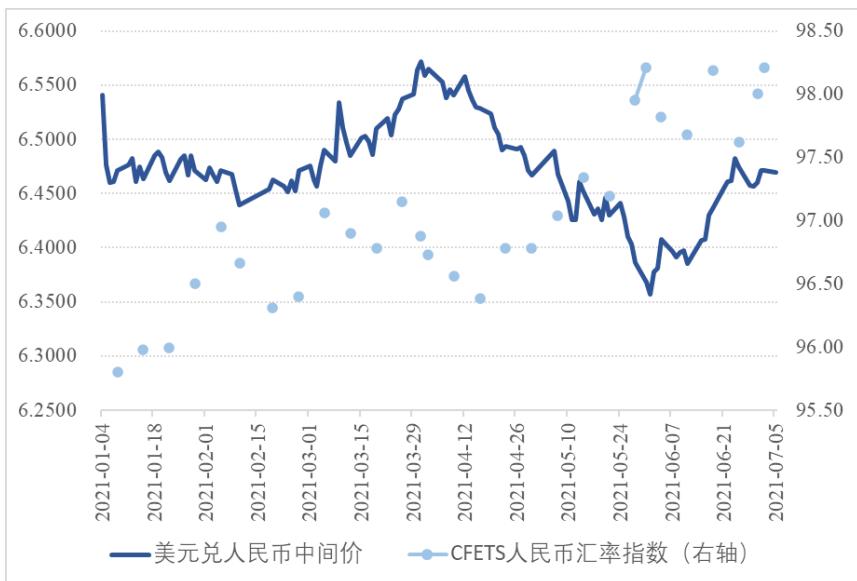


图1 2021年二季度人民币汇率走势分析

数据来源：Wind。

同期，美元指数呈现先跌后升的趋势，总体上略微贬值。2021年3月31日至6月30日，美元指数由93.1降至92.3，贬值0.88%。美元指数走势可划分为两个阶段：第一阶段是2021年3月31日至2021年5月25日，美元指数由93.1降至89.6，贬值3.77%；第二阶段是2021年5月25日至2021年6月30日，美元指数由89.6上升至92.3，升值3.05%。

2021年第二季度，美元指数走势与人民币兑美元汇率变动呈现出非常强的相关性。美元指数的拐点出现在5月25日，美元指数降至89.6。这与人民币兑

美元汇率变动拐点出现的时间基本一致。这表明，2021 年二季度人民币兑美元汇率变动的主要驱动因素是美元指数的变动。张瑜（2021）认为尽管人民币汇率波动贬值的概率更高，但贬值压力并不大；这一轮人民币应对美元指数反弹的安全空间很充足，汇率贬值对市场情绪影响会弱于以往。

2021 年第二季度，美元指数先跌后升的走势，验证了我们在第一季度季报中得出的美元指数反弹未必会一直持续的观点。我们在第一季度季报中判断的理由为，2021 年后三个季度美国 10 年期国债收益率的后续上升幅度将比较有限；同时，美国经济复苏步伐虽在加快，但美国经济复苏目前还不稳固、不均衡，劳动力市场面临较大问题，且在天量财政刺激下，美国政府新增的国债付息压力在加大。我们的预测在美元指数二季度的变动中得到了验证。

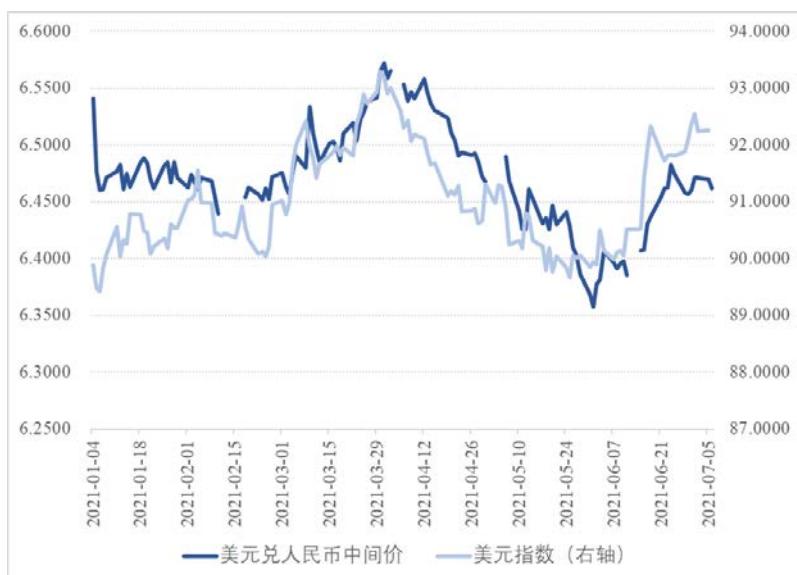


图 2 美元指数

数据来源：Wind。

2021 年第二季度，中美 10 年期国债收益率利差从 1.4834% 略微扩大至 1.6868%，主要原因是美国 10 年期国债收益率下行所致。美国 10 年期国债收益率从 2021 年 3 月 31 日的 1.74%，降至 6 月 30 日的 1.45%，降了 29 个基点，跌幅达 16.7%（见图 3）。但下行主要发生在 6 月份，同期，美元指数呈现出升值趋势。

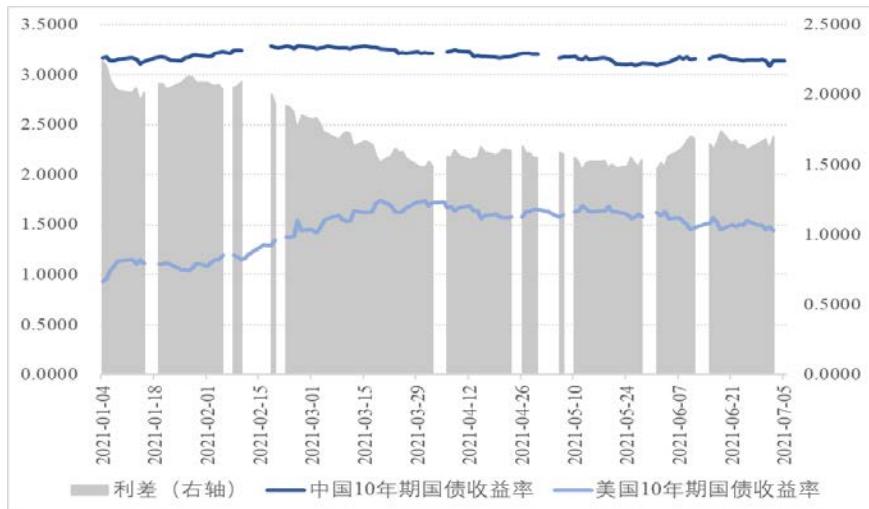


图3 中美10年期国债收益率

数据来源：Wind。

中美利差的扩大会对短期资本流动产生影响。从沪港通、深港通资金净流入来看，4、5月份，沪港通、深港通资金净流入规模较大；到了6月份，资金净流入规模明显下降。而短期资本流动会影响到人民币汇率的交易需求，从而影响到人民币汇率走势。

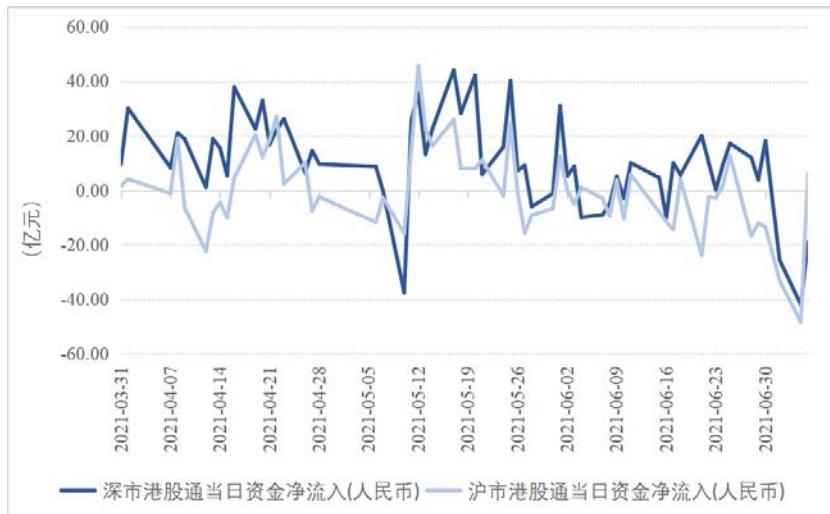


图4 短期资本流动

数据来源：Wind。

二、人民币汇率未来变动分析

对未来人民币汇率走势分析的核心逻辑在于，短期内美国经济增速有望持续上行，核心CPI增速快速上升，货币政策总体上呈现收紧态势，而中国经济增速

下半年将会回落，核心 CPI 增速仍处于低位，货币政策总体上呈现稳中有松态势。换言之，中美通胀率的差异将导致货币政策的差异，而货币政策的差异将会对双边利率、短期资本流动产生影响，进而影响人民币兑美元汇率走势。在当前形势下，需要重点关注美国与中国通货膨胀率的走势。

（一）美国通货膨胀分析

从 2021 年 4 月份起，美国通货膨胀率显著上升，未来可能继续上升。2021 年 4、5、6 月，美国季调后的 CPI 同比增速分别为 4.2%、4.9%、5.3%；季调后的核心 CPI 同比增速分别为 3.0%、3.8%、4.5%；2021 年 6 月美国季调后的核心 CPI 同比增速达到 2011 年 9 月以来的新高（见图 5）。

受经济重启、供需错配与刺激预期的影响，美国核心 CPI 同比增速短期内仍将继续上升，但市场更关注美联储议息会议。目前从美联储议息会议表态来看，委员们尽管逐渐转为鹰派，但尚未达成一致。美国财政部长耶伦表态依然鸽派。前段时间耶伦在讲话中提到，美国政府的债务存量有多少并不可怕，关键在于付息额规模是否上升；只要付息额被压制在一定水平之下，那么美国政府债务就具有可持续性。

在 2021 年 7 月 9 日，美联储最新公布的货币政策报告中提及，在通胀预期方面，近期未来通胀的上行风险增加。为避免持续的异常低或高通胀时期，联邦公开市场委员会（FOMC）货币政策框架的一个基本方面是在平均 2% 的通胀目标下保持长期通胀预期。在利率政策方面，为了继续支持经济复苏，FOMC 将联邦基金利率的目标范围保持为零，并保持了其资产购买的月度步伐。FOMC 委员会预计将适当维持联邦基金利率目前的目标范围，直到劳动力市场条件达到符合最大就业，及通货膨胀的评估持续达到 2% 的水平¹。

魏尚进（2021）认为美国的通货膨胀持续加速，5 月的消费者价格与去年同期相比上涨 5%，对此需要保持警惕的不仅仅是美国的中央银行。全球政策制定者尤其是许多金融脆弱的经济体的政府也应做好准备，迎接美国利率上升快于并早于多数预测的风险。CF40 研究部（2021）分析认为，推动美国通胀走高的持续性因素在不断积累，未来一到两年内美国通胀或加速上升，并促使美联储提前

¹ 资料来源：美联储官网。https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/mpr_default.htm

加息；2021下半年美国通胀对中国的影响相对有限、可控，是观察美国通胀形势的窗口期。



图 5 美国通货膨胀情况

数据来源：Wind。

（二）中国通货膨胀分析

中国 CPI 增速温和上行，PPI 增速未来三个月见顶回落（见图 6）。2021 年 1 月至 6 月，CPI 同比增速由-0.3%上升至 1.1%。目前，压低 CPI 同比增速的主要原因是猪肉价格下行，同期内猪肉价格同比增速由-3.9%下降至-36.5%。考虑到猪肉价格降幅已经接近历史性低值，2021 年下半年猪肉价格有望触底反弹，从而推动 CPI 增速继续走高。2021 年 CPI 增速将会呈现持续上升态势，全年涨幅约为 1.5% 左右。

2021 年 1 月至 6 月，PPI 同比增速由 0.3% 飙升至 8.8%。从 PPI 分项指标来看，生产资料价格上涨是 PPI 飙升的主要原因。而在生产资料价格中，上涨最快的主要是石油工业、冶金工业、煤炭及炼焦工业与化学工业。这意味着，PPI 上升的主要推动力是大宗商品价格上涨。考虑到目前大宗商品价格已经显著高于疫情前水平，但经济增长态势却显著弱于疫情前，大宗商品价格走势将由之前的单边反弹转为宽幅双向波动。PPI 同比增速有望在未来 3 个月见顶，随后显著回落。全年涨幅约在 6% 上下。



图 6 中国通货膨胀

数据来源：Wind。

(三) 未来走势分析

从 2021 年下半年走势来看，美国 CPI 与核心 CPI 增速仍将上行，但美国 10 年期国债收益率上行空间较为有限。尽管今年下半年美联储货币政策收缩，特别是缩减量宽规模的可能性在上升，但最近市场预期紧缩会晚一点，所以美国 10 年期国债收益率有一个明显回撤，2021 年 7 月 8 日降至 1.30%。

美国 10 年期国债收益率走势判断，需取决于对疫情性质的判断。看新冠疫情究竟是能够推动世界经济走出长期性停滞的催化剂，还仅仅是一个小扰动。如果我们认为疫情只是小扰动的话，那么美国 10 年期国债收益率上升的空间就比较有限。目前来看，新冠疫情更像是一个小扰动，而非催化剂。笔者认为，在 2021 年内，美国 10 年期国债收益率仍会上升，但超过 2.0% 的概率已经不大了。

就中国通货膨胀未来走势而言，高瑞东（2021）预计 CPI 保持温和上涨，2021 年下半年走势前低后高；预计 PPI 环比上涨动能延续收敛，随着低基数效应消退，2021 年下半年将逐步进入下行通道。樊磊和方诗超（2021）预计 2021 年下半年 PPI 同比可能从当前高位震荡有所回落；CPI 涨幅也有限，可能在二季度末见顶，随后保持震荡。而笔者认为，尽管迄今为止 PPI 还比较高，但 6 月份 CPI 和 PPI 同比增速和 5 月份相比，都略有回调；而且根据我们的预测，PPI 增

速未来即使再度上升，在7、8月份见顶的可能性也比较大。此后，PPI增速会明显回落。

总体来看，中国通货膨胀仍在可控区间，没必要因此收紧货币政策。这也是为什么央行宣布于2021年7月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）的一个原因。管清友（2021）认为2021年6月CPI与PPI双降，表明通胀压力有所缓解，预留了政策放松的空间，进一步加大市场宽松的预期，并认为不太会再现全面宽松，国常会也一再重申不搞“大水漫灌”，总体较为克制。谢亚轩和高明（2021）提出，社融增速下行趋势将在下半年趋于平稳；但大宗商品供需缺口仍未根本解决，商品价格和PPI虽然见顶，但三季度仍将保持一定高度；美联储退出宽松的预期虽然有不确定性，但总体趋向上升。这些因素都指向中、美两国国债收益率下行空间有限。同时考虑到美国与中国经济运行差异逐渐缩小，预计中美利差仍将趋于缩小。

笔者认为，虽然这次央行的降准导致中国10年期国债收益率下行，但考虑到中美10年期国债收益率双双下行，中美利差总体上还是保持在较宽水平上。因此，短期内不会对跨境短期资本流出或者人民币兑美元汇率产生实质性负面影响。

从中期来看，美国货币政策总体倾向于收缩，中国货币政策总体上倾向于稳中略松，货币政策差异将给人民币兑美元汇率造成影响。从经济增速来看，今年中国经济增速有望达到8.3%，但季度增速呈现出鲜明的前高后低。相比之下，根据美联储的预测，今年美国经济增速有望达到7.0%。考虑到今年大规模财政刺激政策的实施，美国经济季度增速可能呈现出前低后高的特征。这就意味着，在2021年下半年，美国经济增速可能超过中国经济增速，这一现象是很多年以来市场没有见到的。中美增长差反转，在2021年下半年可能成为国际金融市场的主流叙事，从而导致中国出现短期资本外流、人民币兑美元贬值的局面。

三、对2021年下半年汇率走势的预测

就人民币兑美元汇率短期预测来看，市场分析人士对人民币汇率未来走势和分析稍不同。北大国民经济研究中心（2021）分析认为，预计2021年7月份随着中国经济稳定恢复，经济基本面将继续为人民币走势提供支撑，但由于美联储引导加息预期，叠加国际环境仍将延续紧张趋势，美元指数预计震荡上涨，从而

压低人民币汇率。预计 2021 年 7 月人民币汇率震荡下跌，在 6.45-6.55 区间双向宽幅波动。魏伟和郭子睿（2021）认为，短期来看，美联储仍将保持宽松态势，美国就业市场仍相对疲弱，疫情对就业市场恢复仍存在较大不确定情况；同时，拜登基建计划的实施需要保持宽松流动性，这都决定了短期美债收益率和美元指数都缺乏大幅上行动力，人民币的贬值压力也较为有限。程强等（2021）认为短期人民币走强仍是由市场因素所决定，近期美元指数的相对偏弱表现、中美贸易谈判负责人首次通话所释放的良好信号、中国经济稳步复苏的经济基本面等均对人民币形成了较好支撑。而在 8 月前后，预计美联储将开始逐步释放政策正常化的路线图预期，从而带动美元阶段性走强，人民币汇率在年末预计将回至 6.5 左右。

笔者认为，在 2021 年下半年，美元指数总体上有望在 88-94 的区间内运行。考虑到目前美元指数在 92-93 附近，已经处于波动区间的上沿，再加上今年美国经济增速将会前低后高，因此，未来美元指数可能走出前低后高的态势。第四季度的美元指数可能显著强于第三季度。2021 年下半年，人民币兑美元汇率有望在 6.3-6.8 的区间波动；到 2021 年第四季度，人民币兑美元汇率可能贬值至 6.8 附近。

参考文献

- [1] 北大国民经济研究中心. “美联储引导加息预期，人民币汇率震荡下跌” [EB/OL], 北大国民经济研究中心宏观研究报告, 2021.7.4.
- [2] CF40 研究部, “刚刚！美国 6 月通胀再创新高，未来走势如何？中国怎样应对？” [EB/OL], 中国金融四十人论坛, 2021.7.13.
- [3] 程强、崔嵘、吴宇晨, “人民币升至三年新高，企业利润稳步增长” [EB/OL], 中信证券, 2021.6.25.
- [4] 樊磊、方诗超, “2021 年下半年宏观经济展望：汇率弹性，金融周期与联储货币政策正常化” [EB/OL], 国海证券, 2021.7.9.
- [5] 高瑞东, “2021 年 6 月价格数据点评：通胀压力减缓，PPI 进入下行通道” [EB/OL], 光大证券, 2021.7.9.
- [6] 管清友, “PPI 年内首次回落，通胀拐点已现？” [EB/OL], 清友会公众号, 2021.7.9.
- [7] 魏尚进. “应对美国通胀上升引发的全球风险” [J], 复旦金融评论, 2021.7.7.
- [8] 魏伟、郭子睿. “全面透视美国就业市场的变化” [EB/OL], 平安证券研究报告, 2021.6.26.
- [9] 谢亚轩、高明.“上半年大类资产复盘”[EB/OL], 招商证券研究报告, 2021.7.7.
- [10] 张瑜、殷雯卿.“从汇率的四个事实理解央行官方表态” [EB/OL], 华创证券研究报告, 2021.5.28.

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。