



NIFD

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

NIFD季报

主编:李扬

人民币汇率

张 明

陈胤默

2021 年 5 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。

美元反弹的逻辑与可持续性

摘要

2021 年第 1 季度，人民币兑美元汇率呈现出先升后贬的趋势，人民币兑美元汇率贬值了 0.7%。人民币兑 CFETS 篮子指数升值了 2.2%。

美元指数再度走强是 2021 年第 1 季度全球外汇市场的焦点。美元指数走强的原因在于，在大规模接种疫苗的背景下，2021 年美国的经济仍将领跑发达经济体。

在美国产出缺口已经缩小的前提下，拜登政府再度推出了 1.9 万亿美元的财政刺激计划和约 2 万亿美元的基建和经济复苏计划，由此引发市场对美国通货膨胀预期抬头。通胀预期上升带动美国 10 年期国债收益率上升，继而带动美元指数走强。美元指数走强引发了新兴市场国家货币兑美元汇率贬值，部分新兴市场国家出现市场动荡与资本外流。为避免资本外流引发外债危机以及货币贬值推高通货膨胀，巴西、土耳其和俄罗斯等新兴市场国家被迫加息。

美元指数的未来走势主要取决于如下两方面：一是通货膨胀预期与美国 10 年期国债收益率走势；二是全球经济政策的不确定性。美元指数在短期内可能会小幅上行，但上升幅度有限，美元指数预计在 89-95 之间波动。2021 年人民币兑美元汇率可能继续双边波动格局，可能围绕 6.4-6.8 区间上下波动，中枢水平在 6.5-6.6 左右。人民币兑 CFETS 货币篮指数可能在 95-99 区间内波动。

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

中国社会科学院世界经济与政治研究所博士后

【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

对外部门资产负债表

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、2021 年第 1 季度人民币汇率走势.....	1
二、美元指数为何再度走强?	4
(一) 2021 年第 1 季度美元指数再度走强	4
(二) 美元指数走强背后的逻辑.....	5
(三) 美元走强的影响	7
(四) 美元指数未来的运行趋势.....	7
三、对汇率走势的预测	8
参考文献.....	10

一、2021 年第 1 季度人民币汇率走势

2021 年第 1 季度，人民币兑美元汇率呈现出先升后贬的趋势。2020 年 12 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日，人民币兑美元汇率中间价由 6.5249 贬至 6.5713，总体贬值 0.7%。人民币兑美元汇率继 2021 年初持续的单边升值趋势后，在 2 月 10 日出现了回调，并在 3 月 9 日，人民币兑美元中间价下降至 6.5338，突破了 6.5 的心理关口。2021 年第 1 季度人民币兑美元走势大致可以划分为如下两个阶段（见图 1）：第一个阶段是 2020 年 12 月 31 日至 2021 年 2 月 10 日，人民币兑美元汇率呈现升值趋势，累计升值 1.3%；第二个阶段是 2021 年 2 月 10 日至 2021 年 3 月 31 日，人民币兑美元汇率中间价由 6.4391 贬至 6.5713，贬值幅度为 2.1%。

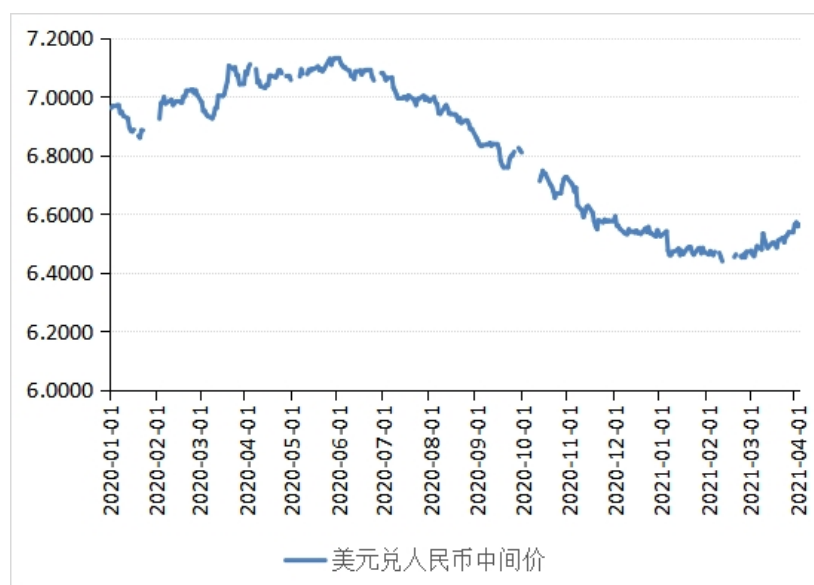


图 1 人民币兑美元汇率走势

数据来源：Wind。

2021 年第 1 季度，人民币兑欧元汇率表现出升值趋势。2020 年 12 月 31 日至 2021 年 3 月 31 日，人民币兑欧元汇率中间价由 8.0250 升至 7.7028，升值 4.0%。人民币兑欧元汇率走势大致可以划分为如下三个阶段（见图 2）：第一个阶段是 2020 年 12 月 31 日至 2021 年 2 月 10 日，人民币兑欧元汇率表现出在波动中升值的趋势，升值 2.8%；第二个阶段是 2021 年 2 月 10 日至 2021 年 2 月 25 日，人民币兑欧元汇率出现小幅下跌趋势，贬值 0.6%；第三个阶段是 2021 年 2 月 25 日至 2021 年 3 月 31 日，人民币兑欧元汇率出现小幅升值趋势，升值 1.9%。

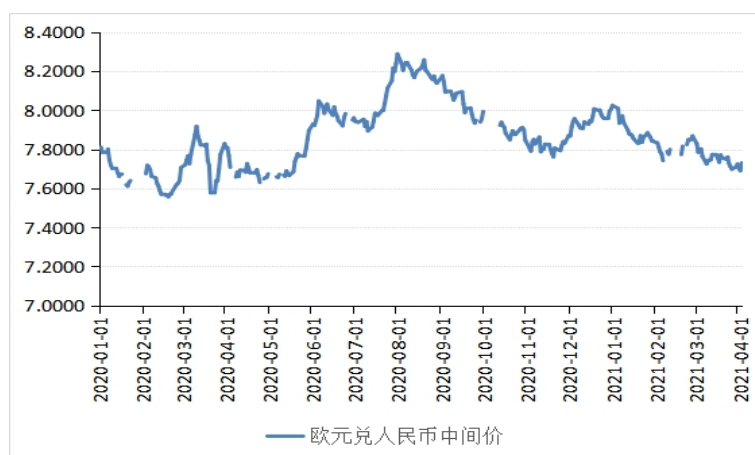


图2 人民币兑欧元汇率走势

数据表来源：Wind。

2021年第1季度，人民币兑日元汇率走势呈现单边升值趋势。2020年12月31日至2021年3月31日，人民币兑日元汇率中间价由6.3236升至5.9554，升值5.8%（见图3）。相较于2020年3月10日的高点，人民币兑日元汇率中间价升值11.9%。

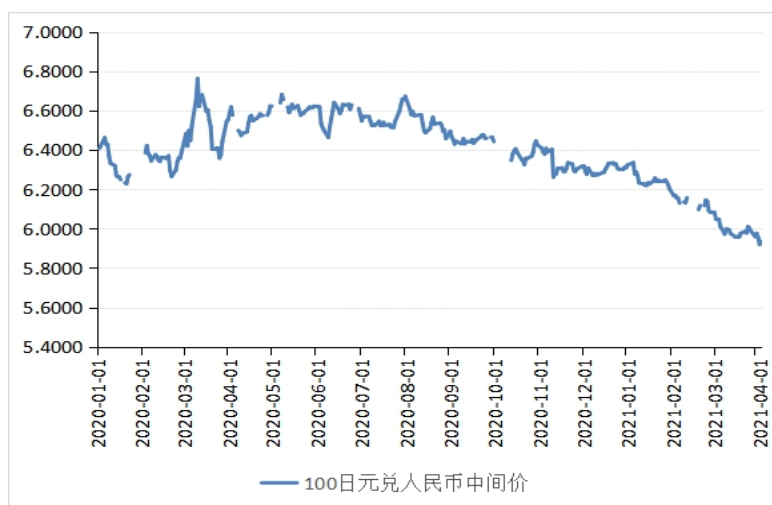


图3 人民币兑日元汇率走势

数据来源：Wind。

2021年第1季度，人民币兑英镑汇率走势呈现贬值趋势。2020年12月31日至2021年3月31日，人民币兑英镑汇率中间价由8.8903降至9.0313，贬值1.6%。人民币兑英镑汇率走势大致可以划分为如下两个阶段（见图4）：第一个阶段是2020年12月31日至2021年2月25日，人民币兑英镑汇率表现出了贬值的趋势，贬值2.7%；第二个阶段是2021年2月25日至2021年3月31日，人民币兑英镑汇率出现小幅升值趋势，升值1.0%。

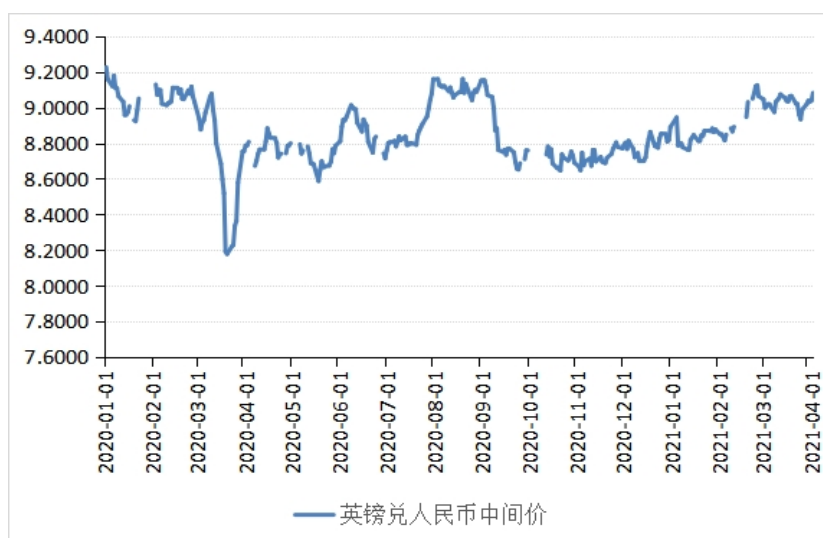


图4 人民币兑英镑汇率走势

数据来源：Wind。

2021年第1季度，人民币兑CFETS货币篮汇率指数呈现升值趋势。2020年12月31日至2021年3月31日，人民币兑CFETS货币篮汇率指数由94.84上升至96.88，升值2.2%。人民币兑CFETS货币篮汇率指数走势大致可以划分为如下两个阶段（见图5）：第一阶段，2021年初至2021年2月5日，人民币兑CFETS货币篮汇率指数从95.80上升至96.95；第二阶段，人民币兑CFETS货币篮汇率指数在2021年2月19日回落至96.31后开始回弹，在2021年3月31日为96.88。

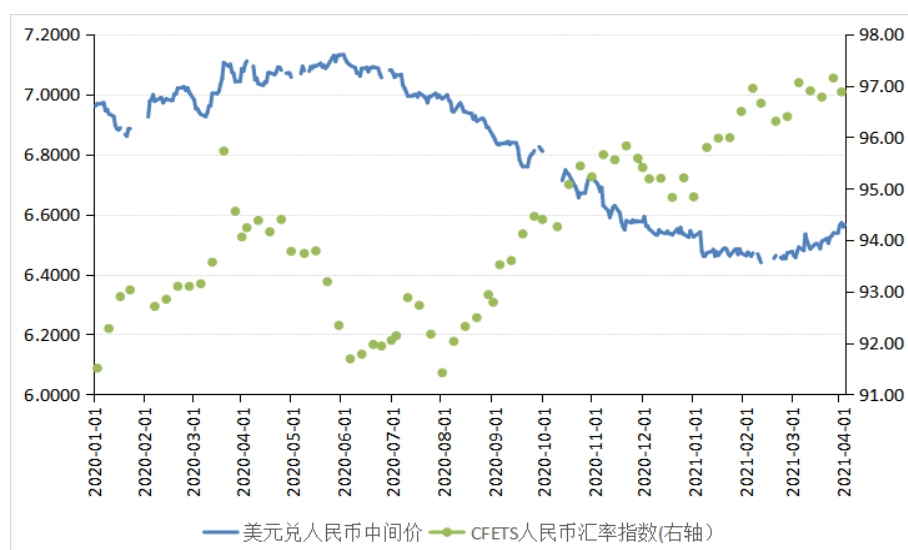


图5 人民币兑美元汇率与人民币兑CFETS货币篮汇率指数

数据来源：Wind。

二、美元指数为何再度走强？

（一）2021 年第 1 季度美元指数再度走强

美元指数再度走强是 2021 年第 1 季度全球外汇市场的焦点。美元指数创下自 2020 年 11 月以来的新高。

从总体来看，在 2021 年第 1 季度，美元指数由 89.9 升至 93.1，涨幅 3.6%。美元指数走势可以分为两个阶段（见图 6）。第一阶段是 2020 年 12 月 31 日至 2021 年 2 月 24 日，美元指数横盘在 90.0 附近，波动较小；第二阶段是 2021 年 2 月 24 日至 2021 年 3 月 31 日，美元指数由 90.0 上升至 93.1，涨幅 3.5%。

从美元指数构成来看，美元对大多数国家货币均呈现升值趋势，仅对英镑和加元呈现小幅贬值趋势。与 2020 年 12 月 31 日的各大汇率数据进行比较，在 2021 年 3 月 31 日，美元兑日元升值了 7.2%，美元兑瑞士法郎升值了 6.5%，美元兑欧元升值了 4.0%，美元兑瑞典克朗升值了 6.2%；美元兑英镑贬值了 0.9%，美元兑加元贬值了 1.4%。

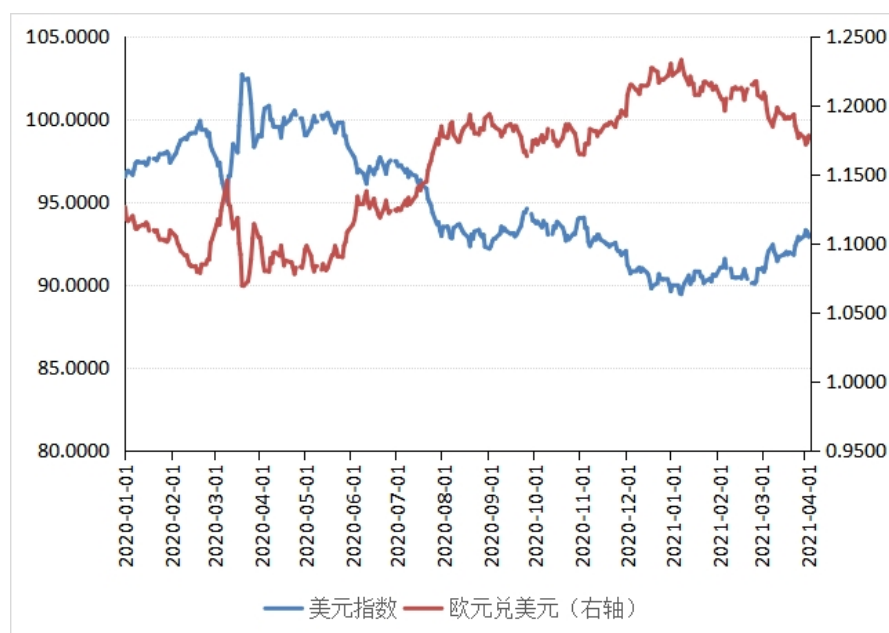


图 6 美元指数与欧元兑美元汇率走势

数据来源：Wind。

（二）美元指数走强背后的逻辑

在疫情和疫苗的赛跑中，疫苗占了上风，2021 年疫苗接种快的国家与疫苗接种慢的国家，经济表现的差距可能拉大。先从疫情发展来看，2021 年，美国新增疫情人数有所趋缓，但部分州的疫情仍较为严重。西班牙、德国、法国等欧洲部分国家的新增疫情人数仍在上升。阿根廷、巴西、印度和土耳其等新兴市场国家的疫情继续恶化。从疫苗每日新增接种剂数来看，相较其他国家，美国的疫苗接种推进速度相对较快（见图 7）。

在大规模接种疫苗的背景下，2021 年美国的经济仍将领跑发达经济体。根据 IMF 于 4 月 6 日发布的最新一期《世界经济展望报告》，预计 2021 年全球经济将增长 6%，增速高于此前预期，表明经济复苏的步伐在加快。2021 年美国经济增长预计在 6.4%，欧元区、日本、英国、加拿大及其他发达经济体的经济增速稍弱于美国，分别为 4.4%、3.3%、5.3%、5.0% 和 4.4%。

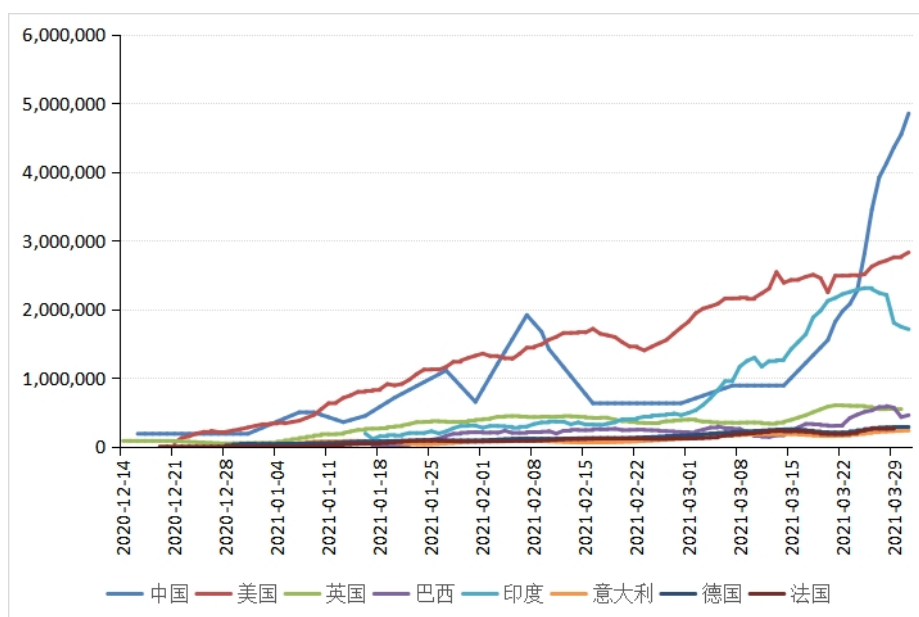


图 7 疫苗每日新增接种剂数七天移动平均

数据来源：Wind。

在美国产出缺口已经缩小的前提下，拜登政府再度推出天量财政刺激计划。2021 年 1 月 14 日，拜登公布了总规模高达 1.9 万亿美元的财政刺激计划，主要用于疫情防控、对居民、小企业、州和地方政府的援助等方面。在总规模方面，新的财政刺激计划的规模是 2020 年 12 月通过的 9000 亿美元刺激法案的 2 倍之多。其后，在 2021 年 3 月 31 日，拜登又宣布投入约 2 万亿美元的基础设施和经

济复苏计划，以此来刺激就业，重点投向交通基础设施、绿色能源、电动车等领域。

大规模的财政刺激引发了市场对美国通货膨胀抬头的预期。美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率通常被看作美国国债的实际收益率指标，其与美国国债名义收益率之差，被投资者看做美国年通胀率的预期。具体来看，2021 年 3 月 31 日，美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率为-0.63%；美国 10 年期国债收益率为 1.74%，这意味着盈亏平衡通胀率 (二者息差) 已经接近 2.37%。而在 2020 年 12 月 31 日，盈亏平衡通胀率仅为 1.99%。投资者对美国通胀预期的上升带动美国 10 年期国债收益率的上升。美国 10 年期国债收益率从 2020 年 12 月 31 日的 0.93%，涨至 2021 年 3 月 31 日的 1.74%，上升了 81 个基点，涨幅达 87% (见图 8)。

笔者认为，美元指数本轮走强主要是由于美国国债收益率上升所带动。魏伟和郭子睿 (2021) 认为美元指数的止跌反弹主要是由于美国相比欧洲财政空间更大、疫苗接种更快、美国的经济复苏要强于欧洲所致。管涛 (2021) 认为 1.9 万亿美元的经济救助计划是本轮美债实际收益率上升的重要原因，但从长远来看也会增加美国政府债务、影响财政的可持续。

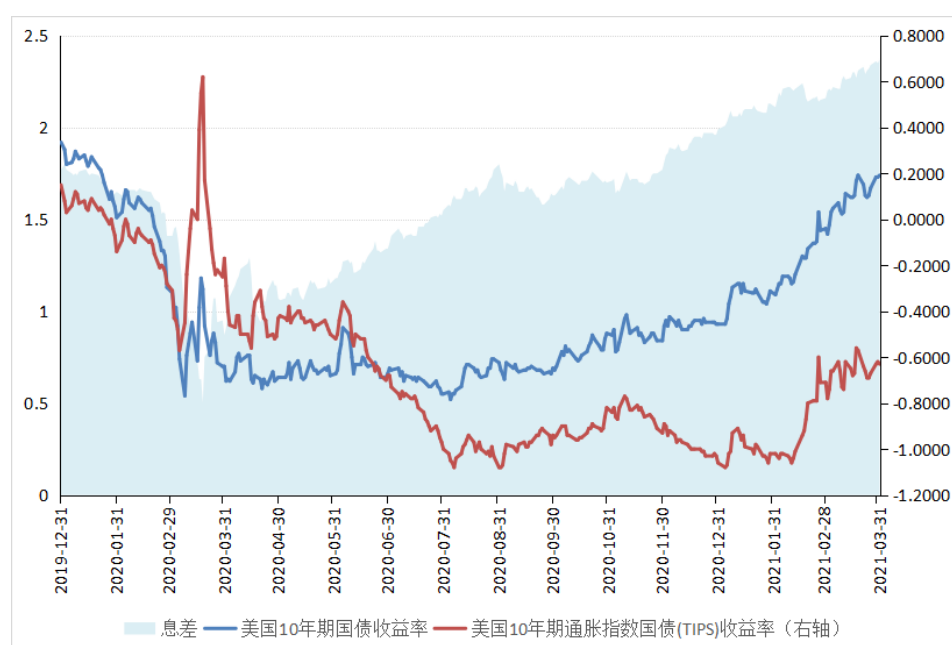


图 8 美国 10 年期国债收益率与美国 10 年期通胀保值国债 (TIPS) 收益率

数据来源：Wind。

（三）美元走强的影响

美元汇率走强一方面带动了新兴市场国家货币（包括人民币在内）对美元汇率的贬值；另一方面，新兴市场国家资本流出状况不容乐观，部分新兴市场国家已被迫加息。

新兴市场国家货币出现贬值。具体来看，在 2021 年第 1 季度，大部分新兴市场国家的货币呈现出由升转贬的趋势。就东亚、东南亚的新兴市场国家货币而言，较 2020 年 12 月 30 日，韩元、马来西亚林吉特、泰铢、印尼卢比分别贬值了 4.2%、2.9%、4.4%与 3.3%。外债风险较高的新兴市场国家货币贬值幅度较大，例如，巴西雷亚尔、阿根廷比索、土耳其里拉分别贬值了 9.6%、9.3%与 12.4%。

这也导致部分新兴市场国家出现资本外流与市场动荡，有些新兴市场国家甚至被迫加息。国际金融协会（Institute of International Finance, IIF）的数据显示，截止至 2021 年 3 月 26 日，新兴市场约有 47.9 亿美元的资本流出，这是 2020 年 9 月以来最大的月度资本外流¹。为避免资本外流引发外债危机、货币贬值进一步推高通货膨胀，巴西、土耳其、俄罗斯央行陆续加息。2021 年 3 月 17 日，巴西中央银行宣布将基准利率从 2%升至 2.75%，这是巴西央行自 2015 年 7 月以来首次加息；3 月 18 日，土耳其央行将关键利率上调 200 个基点至 19%；3 月 19 日俄罗斯央行宣布将基准利率上调至 4.50%，预估为 4.25%²。

（四）美元指数未来的运行趋势

对下一阶段美元指数的运行趋势进行判断，主要看如下两个方面：一是看通货膨胀预期与美国 10 年期国债收益率的运行前景；二是看全球经济政策不确定性指标的状态。

笔者认为，长期美国国债收益率的上升空间可能比较有限。在 2021 年突破 2.0%的可能性是存在的，但突破 2.5%的可能性较小。有如下四方面的理由：一是从宏观经济走向来看，美国 10 年期国债收益率尚不存在大幅上升的基础。美国经济在 2020 年与 2021 年的平均增速仅为 1.45%，显著低于 2016 年至 2019 年的经济增速。二是从物价走势来看，短期内美国核心 CPI 同比增速持续显著超过 2%的可能性并不太高；综合失业率与劳动生产率的变化来看，新冠疫情对美国

¹ 资料来源：http://finance.sina.com.cn/stock/usstock/c/2021-03-30/doc-ikkn1493241.shtml?source=cj&dv=1&source=hfquote&wm=1000_0017mp

² 资料来源：<https://new.qq.com/rain/a/20210324A0EDB100>

劳动力市场的负面影响是持久的。三是从美国联邦政府债务变动来看，美国 10 年期国债收益率显著上行，将会显著加大美国政府的财政压力。四是从财政政策和货币政策配合的角度来看，为了配合拜登政府 1.9 万亿财政赤字方案的实施，美联储仍将通过大规模量化宽松政策来降低财政融资成本。到 2021 年底，美联储总资产可能达到 8.5-9 万亿美元。

经济政策不确定性指数虽有小幅回落，但考虑到中美关系可能再度恶化，全球经济政策不确定性指标可能上升，这会推动美元指数走强（见图 9）。自 2021 年 3 月 12 日，美日印澳“四国安全对话”举行首次首脑峰会，至 2021 年 3 月 18 日，中美高层在安克雷奇的高层战略对话，及近日的新疆棉花事件，中美关系前景不容乐观。拜登政府可能延续特朗普时期对华的强硬态度。

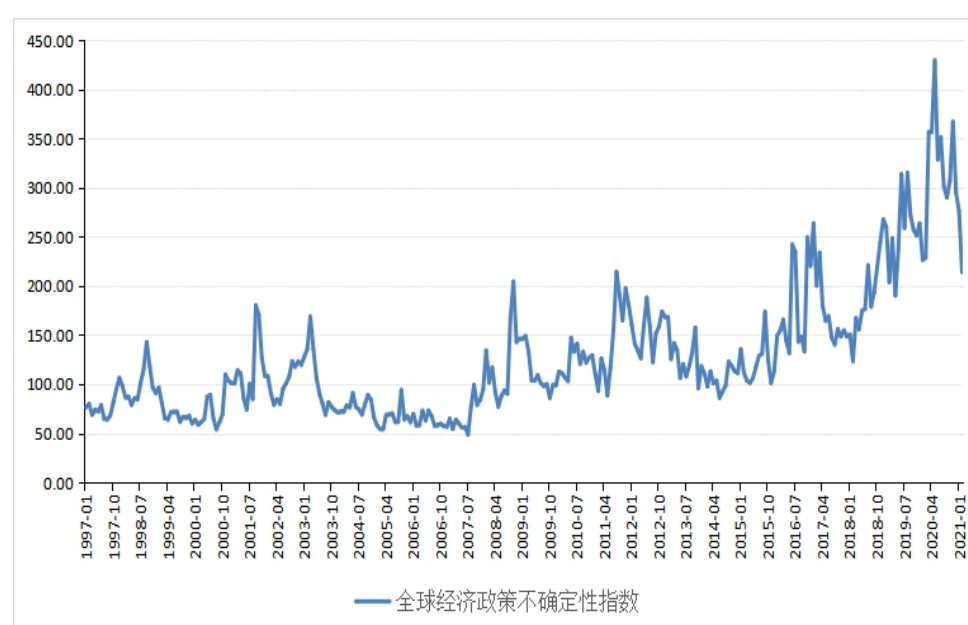


图 9 全球经济政策不确定性指数

数据来源：Wind。

三、对汇率走势的预测

笔者认为，美元指数在短期内可能会小幅上行，但上升幅度有限，美元指数预计在 89-95 之间波动。理由在于，一是，基于上文分析，笔者认为 2021 年后 3 个季度美国 10 年期国债收益率的后续上升幅度将是比较有限的；二是，2021 年，全球经济增速回升，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、也不均衡，劳动力市场还面临较大问题，且在天量财政刺激下，美国政府新增的国债付息压力也在加大。与笔者观点不同的是，沈建光（2021）认为 2021 年，

伴随着美国疫情拐点已现，大规模刺激计划促使经济强劲增长，美国 10 年期国债收益率加速上行，美元指数或已触底反转，年内大概率呈现盘整上行的态势。

市场分析人士对人民币汇率走势的分析存在一定差异。北大国民经济研究中心（2021）认为当前人民币汇率的波动走势主要受中国经济基本面、全球避险情绪、中美关系和国际局势的影响，预计 2021 年 4 月份人民币汇率在 6.5-6.65 区间双向宽幅震荡。马燕等（2021）认为美元指数是影响人民币汇率走势的重要因素，美元指数在美国经济乐观，通胀上行以及美强欧弱的支撑下预计整体上仍将上行，预计人民币汇率将会在 6.42-6.72 运行区间内偏弱波动。

笔者认为，2021 年人民币兑美元汇率可能继续延续双边波动格局，更有可能围绕 6.4-6.8 的区间上下波动，中枢水平在 6.5-6.6 左右。人民币兑 CFETS 货币篮指数可能在 95-99 区间内波动。

参考文献

- [1] 北大国民经济研究中心, 中外摩擦加剧, 人民币汇率震荡下跌[EB/OL]. 北大国民经济研究中心 2021 年 3 月汇率月报, 2021.4.5.
- [2] 管涛. 目前下收紧流动性的定论为时过早, 今年人民币汇率不一定比去年强势! [EB/OL]. 网易研究局, 2021.3.16.
- [3] 马燕、周骥、王映. 2021 年人民币汇率二季度展望: 人民币偏弱运行, 但韧性仍在[EB/OL], 南华期货研究报告, 2021.3.26
- [4] 沈建光, 2021 年美元反转及其影响, FT 中文网, 2021.3.24
- [5] 魏伟、郭子睿. 美债收益率攀升, 美元温和走强[EB/OL]. 平安证券研究报告, 2021.2.8

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。