



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 11 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。

警惕中美增长差反转的潜在负面影响

摘 要

2021 年三季度，人民币兑美元汇率走势相对平缓，美元兑人民币中间价由 6.4601 降为 6.4854，略微贬值 0.39%；总体在 6.40 至 6.50 的区间内波动。

受美国政府债务上限问题影响，美国 10 年期国债收益率在 9 月末呈现快速上行走势。2021 年第三季度，中美利差从 1.6868% 缩小至 1.3607%。下一阶段，需重点关注美联储 Taper 进程对美国国债收益率的影响。

预计 2021 年四季度，美债收益率可能继续上行，中美利差将收窄，中美经济增长差反转，中国四季度 GDP 增速可能继续下行，中国可能面临短期资本外流加剧与人民币兑美元汇率贬值压力的考验。

到 2021 年四季度末，美元指数在当前情况下，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。

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

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、人民币汇率走势	1
二、人民币汇率未来变动分析	3
(一) 中美经济增速	3
(二) 中美通胀增速	3
(三) 中美货币政策变动方向.....	5
(四) 中美长期利率变动	6
三、对 2021 年四季度汇率走势的预测	9
参考文献.....	10

一、人民币汇率走势

2021 年三季度，人民币兑美元汇率走势相对平缓。2021 年 6 月 30 日至 9 月 30 日，美元兑人民币中间价由 6.4601 降为 6.4854，略微贬值 0.39%；总体在 6.40 至 6.50 的区间内波动。人民币兑 CFETS 篮子指数由 98.00 微幅上升为 99.64，升值了 1.67%（见图 1）。

笔者在 2021 年二季度人民币汇率分析报告中，基于中美通胀率走势对中美货币政策差异的判断，推演 2021 年下半年汇率走势，预测人民币兑美元汇率在 2021 年下半年有望在 6.3-6.8 的区间波动。对比 2021 年三季度实际情况，人民币兑美元汇率波动较小。基于笔者的分析逻辑，2021 年三季度中美通货膨胀率变动幅度较小。2021 年 7、8、9 月，美国 CPI 当月同比增速分别为 5.4%、5.3%和 5.4%；中国 CPI 当月同比增速为 1.00%、0.80%和 0.7%。中美货币政策在三季度变动不大，利率变动较小。中美利差收窄主要出现在 9 月中下旬，短期资本流动变化也主要体现在 9 月中下旬。因此，人民币汇率三季度走势相对平稳。这一走势基本符合我们的分析逻辑。

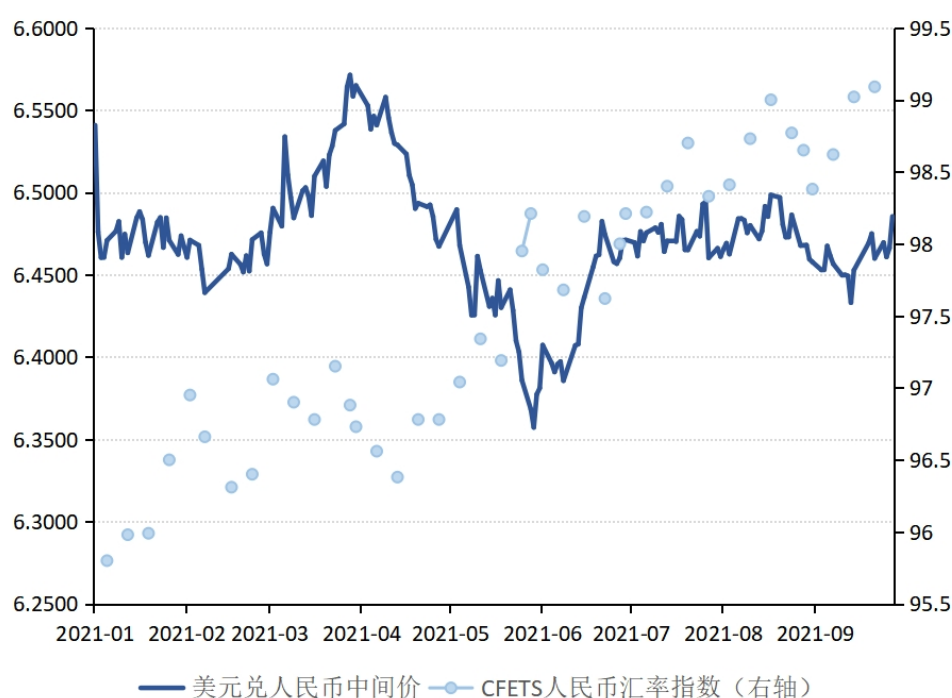


图 1 人民币汇率走势分析

数据来源：Wind。

2021 年三季度，美元指数呈现温和上升趋势（见图 2）。2021 年 6 月 30 日至 9 月 30 日，美元指数由 92.3671 升至 94.2700，上升了 2.06%。7 月和 8 月，美元指数在 92 水平上小幅波动。到了 9 月，美元指数呈现上升趋势，从 8 月 31 日的 92.6540 上升至 94.2700。管涛（2021）指出，9 月，美元指数累计上涨 1.7%，而同期，人民币兑美元汇率中间价下跌 0.3%，这反映了中间价报价机制中隐含的“美元强、人民币弱”的显性逻辑。

从美元指数构成来看，9 月以来，美元对指数成分国家货币均呈现了升值趋势。与 2021 年 8 月 31 日的各大汇率数据进行比较，在 9 月 30 日，美元兑瑞典克朗、英镑、欧元、瑞士法郎、日元和加元的升值幅度分别为 2.31%、2.05%、1.96%、1.80%、1.16%和 0.50%。

在 2021 年二季度人民币汇率分析报告中，笔者预测 2021 年下半年，美元指数总体上有望在 88-94 的区间内运行；考虑到二季度时，美元指数在 92-93 附近，2021 年四季度的美元指数可能显著强于三季度。从 2021 年三季度美元指数的走势来看，基本符合笔者的预期。



图 2 美元指数走势分析

数据来源：Wind。

二、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。下文将从中美经济增速、中美通胀增速、中美货币政策走向、中美长期利率变动等四个方面，分别进行分析。

（一）中美经济增速

总体而言，美国经济复苏好于预期，从 2021 年二季度起，美国经济季度 GDP 同比增速已超过中国。

美国经济呈现快速复苏势头，为了应对新冠疫情的冲击，美国出台的财政政策、货币政策和疫苗接种等措施，都在助力美国经济快速复苏。2021 年前三个季度美国 GDP 同比增速分别为 0.55%、12.23%和 4.87%。美国二季度经济季度 GDP 同比增速超过中国，但在三季度，美国 GDP 增速和中国 GDP 增速基本持平。IMF 于 2021 年 10 月预测数据指出，美国 2021 年实际 GDP 增速将达到 6%。

中国经济增速虽在继续复苏，但受去年基期效应影响，2021 年中国宏观经济增速将会呈现出明显的前高后低特征。2021 年前三个季度 GDP 同比增速超预期下降，分别为 18.3%、7.9%和 4.9%；从累计看，前三季度同比增长 9.8%，两年平均增长 5.2%。笔者预计四季度可能进一步下滑至 4%附近，全年 GDP 增速预计在 8.0%左右。虽然 8.0%是自 2011 年以来的最高年度增速，但我们不能对此太过乐观。一方面，如果与 2019 年相比，2020 年与 2021 年这两年的年均 GDP 增速也仅有 5.2%左右，显著低于目前约 6%的潜在经济增速；另一方面，最近的月度高频数据显示，短期内宏观经济增长面临着较大的下行压力。

（二）中美通胀增速

2021 年三季度，美国通货膨胀率仍在高位，呈略微回落态势。2021 年 7、8、9 月，美国 CPI 当月同比增速分别为 5.4%、5.3%、5.4%；核心 CPI 当月同比增速分别为 4.3%、4.0%、4.0%（见图 3）。2021 年四季度，美国可能面临较大通胀压力。受能源短缺，天然气、石油等大宗商品价格上涨影响，美国通货膨胀在 2021 年四季度很有可能上涨。

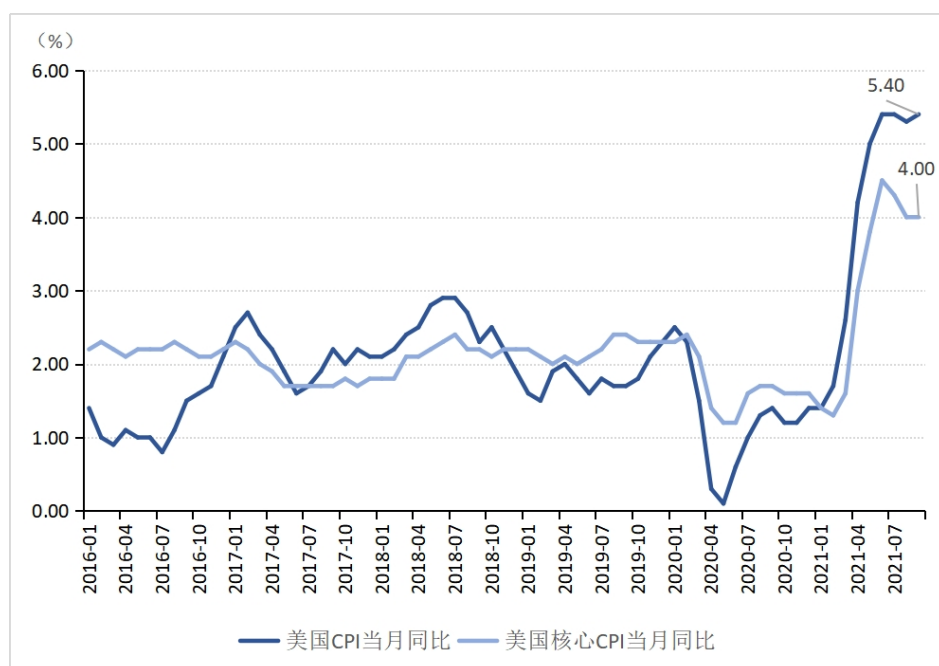


图3 美国CPI和核心CPI

数据来源：Wind。

当前中国的通胀整体可控，且核心CPI增速仍处于低位，说明总需求不足依然是主要矛盾（见图4）。2021年7、8、9月，中国CPI同比增速分别为1.0%、0.8%和0.7%；中国PPI同比增速分别为9.0%、9.5%、10.7%。2021年9月，CPI增速较低，而PPI同比增速创下2008年以来新高，CPI和PPI的剪刀差拉大。深入分析细项可以看出，PPI增速高的原因并非需求拉动，而是国际大宗商品价格上涨产生的成本推动。生产端在承担较大的成本上涨压力，而商品价格指数没有上涨，表明生产端利润空间在缩小。至于央行制定货币政策时最为关注的核心CPI增速，在9月也仅为1.2%。

笔者认为，未来一段时间的物价走势将会呈现出CPI同比增速温和回升、PPI同比增速触顶回落的格局。到2021年年底，中国CPI同比增速可能上涨至1.5%左右，PPI同比增速可能回落至5-6%上下。整体通胀形势可控，短期内，央行不会因为物价而继续收紧货币政策。

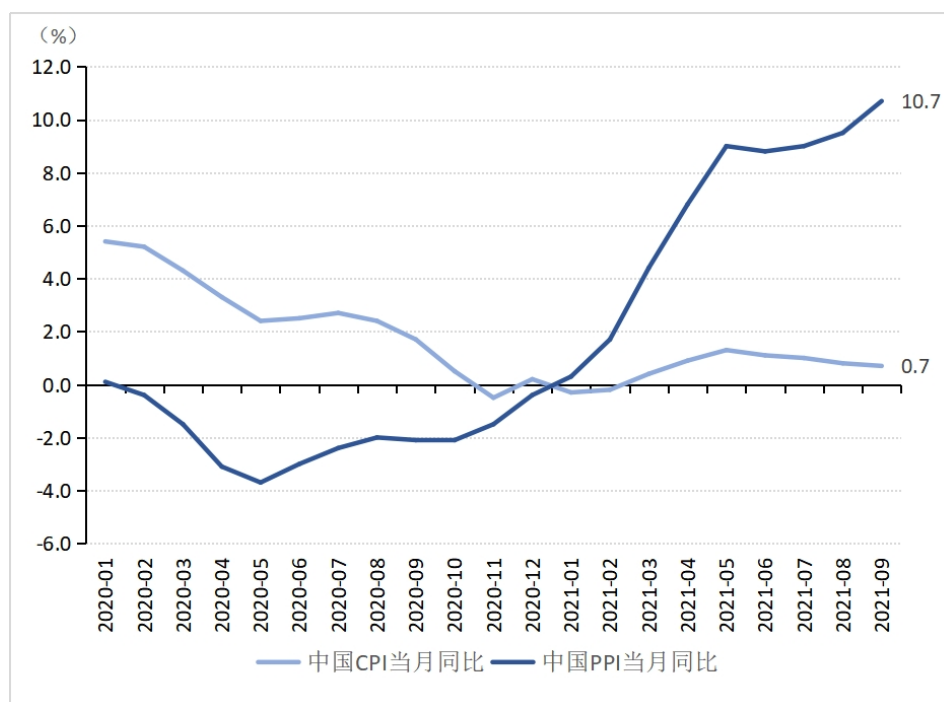


图 4 中国 CPI 和 PPI

数据来源：WIND。

(三) 中美货币政策变动方向

笔者在 2021 年二季度人民币汇率分析报告中判断，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。

从 2021 年三季度实际情况来看，美国核心 CPI 仍处于高位，略有回调；美国就业状况不及预期，美国 9 月季调后非农就业人口增 19.4 万人，预期增 50 万人；9 月失业率为 4.8%，预期为 5.1%。美国货币政策在第三季度未有较大调整。2021 年 11 月 FOMC 声明表示，美联储将联邦基金利率继续维持在 0%-0.25% 的目标范围。美联储将从 11 月中下旬开始正式缩减购债规模，每月减少购买 150 亿美元资产。从公布数据来看，2021 年 11 月，美联储预计将购买 700 亿美元美国国债和 350 亿美元机构抵押证券（MBS）；2021 年 12 月，美联储预计将购买 600 亿美元美国国债和 300 亿美元机构抵押证券（MBS）。从整体趋势来看，美国货币政策如笔者分析，在四季度大概率会呈现出收紧态势。

中国核心 CPI 增速在三季度仍处于低位。如前所述，中国当前整体通胀形势可控，短期内央行不会因为物价而继续收紧货币政策。从劳动力市场来看，结构

性就业压力在加大。截至 2021 年 9 月，中国城镇调查失业率为 4.9%，但 16 岁至 24 岁青年人调查失业率高达 14.6%；2021 年毕业的大学生数量达到 909 万人的历史性峰值。从财政金融数据来看，财政政策的正常化速度有些过快。截至 2021 年 8 月，中国财政收入累计同比增速为 18.4%，但财政支出累计同比增速仅为 3.6%，说明财政政策与 2020 年相比收缩较快。从整体来看，2021 年四季度，中国货币政策可能会呈现稳中有松态势。

（四）中美长期利率变动

近期，美国政府债务上限问题备受关注，这影响到了美债收益率的变动，进而影响到中美利差走势。

债务上限(Debt Ceiling)是指美国政府可以累计的联邦债务总额的法定限额，该限额适用于几乎所有联邦债务，包括公众和政府持有债务（刘刚等，2021）。2021 年 8 月末，美国联邦债务总额达 28.4 万亿美元；其中，公众和政府分别持有 22.3 万亿美元和 6.2 万亿美元。美国财长耶伦表示，2021 年 10 月 18 日可能触及债务上限，如果美国国会不能尽快解决债务上限问题，美国经济将陷入衰退。随后 2021 年 10 月 7 日，美国债务上限协议达成，参议院投票通过将短期债务上限延长至 2021 年 12 月 3 日，并允许债务限额增加 4800 亿美元，以避免债务违约。为此，美国的债务上限从 28.4 万亿美元提高至 28.8 万亿美元。



图 5 美国 10 年期国债收益率走势

数据来源：Wind。

美国政府债务上限问题引发市场对政府违约的担忧，市场避险情绪上升，这影响到美债收益率走势。2021 年三季度，美债收益率呈现先降后升的走势。美国 10 年期国债收益率从 2021 年 6 月 30 日的 1.45%，上升至 9 月 30 日的 1.52%，小幅上升了 7 个基点，升幅为 4.83%。在 2021 年三季度的前两个月，美国 10 年期国债收益率一度降至 1.19%，总体在 1.3% 水平上下波动。临近 2021 年 10 月 18 日，美国债务上限问题日渐凸显。2021 年 9 月底，美国 10 年期国债收益率开始上扬，在 2021 年 9 月 28 日突破 1.5%，达到 1.54%（见图 5）。

2021 年 9 月底，美国 10 年期国债收益率快速上行，使得中美 10 年期国债收益率利差开始收窄。2021 年三季度，中美利差从 1.6868% 缩小至 1.3607%。中美利差缩小的主要原因在于美国 10 年期国债收益率在 9 月底快速上行所致（见图 6）。

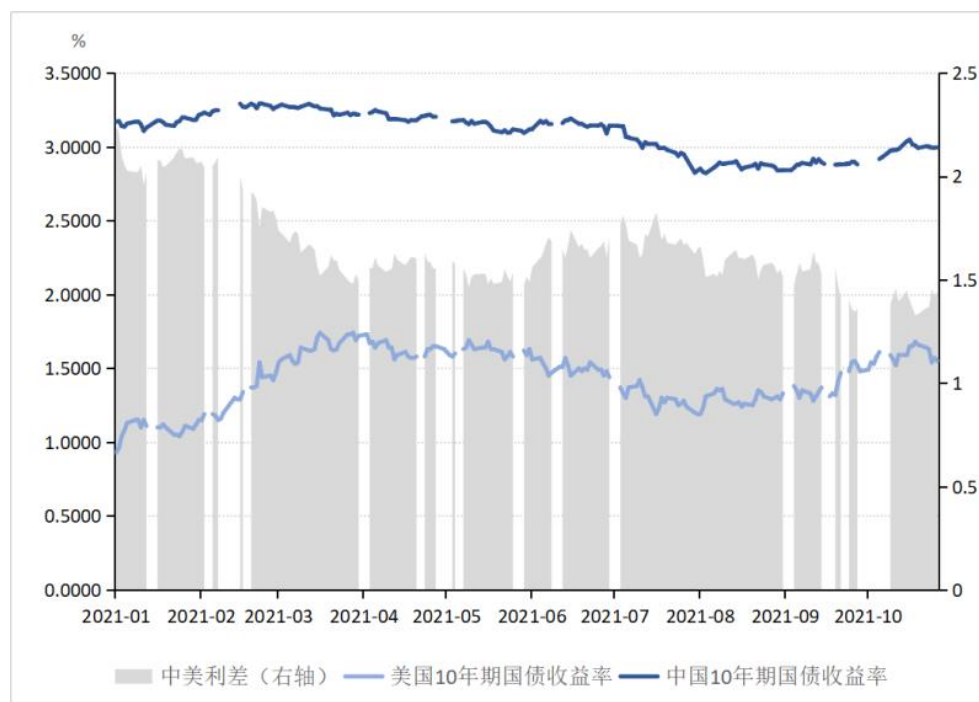


图 6 中美 10 年期国债收益率

数据来源：Wind。

就美债收益率下一轮走势来看，笔者分析认为，10 月 7 日，美国债务上限提高，债务限额增加至 4800 亿美元，使得美国国债市场供给增加；但 Taper 的启动将使得美国国债需求减少。若在当前其他条件不变的情况下，美国国债供给增加，需求减少，会使得国债价格走低，推升美国债利率上升。张瑜（2021）认为美国即将进入新财年，债务上限问题与财政刺激法案大概率得以落地，过去几

轮债务上限得以暂停或提高后，国债净融资通常也会有所提升，而财政刺激法案落地后，也有望提升债务发行量，进一步推升利率走高。

美债收益率在 9 月的变动，使中美利差扩大，这也影响到短期资本流动。从沪港通、深港通资金净流入来看，2021 年 9 月，沪港通、深港通资金净流入规模出现大幅下降；特别是在 2021 年 10 月 8 日，美国 10 年期国债收益率达到 1.61% 时，资金净流入规模呈现明显下降趋势（见图 7）。从债券通交易量来看，2021 年 7、8、9 月，债券通交易量分别为 5880 亿元、5776 亿元和 4711 亿元，交易量呈现出下降趋势。短期资本流动的变化对人民币汇率交易需求产生影响，从而影响到人民币汇率走势。

国际收支数据也显示短期中国存在短期资本外流压力。2021 年上半年，我国经常账户顺差 1227 亿美元，非储备性质的金融账户顺差 288 亿美元。经常账户和非储备性质的金融账户虽呈现出顺差格局，但净误差与遗漏项在 2021 年第一季度转负为正（0.63 亿美元）后，在二季度为 -666 亿美元。这可能存在潜在的资本外逃。短期来看，资本外流压力较大。

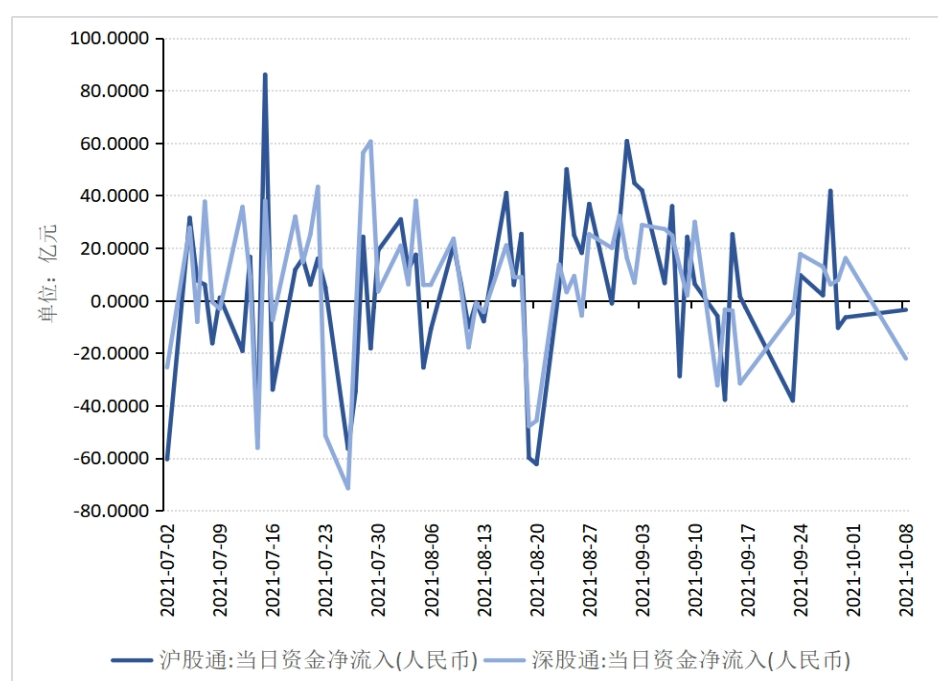


图 7 短期资本流动

数据来源：Wind。

三、对 2021 年四季度汇率走势的预测

就下一阶段汇率走势分析而言，主要聚焦于 Taper 启动对汇率未来走势的影响。国家外汇管理局国际收支分析小组（2021）分析认为，美联储大概率于年底启动缩减购债，部分新兴经济体已率先启动加息；但是，当前美国就业缺口仍较大，变种病毒亦在拖累经济复苏，预计美联储收紧货币政策步伐将较为缓慢。魏伟和郭子睿（2021）分析指出，就美元指数而言，自 6 月中旬开始走强，在 9 月份议息会议纪要公布时升值到 94.5 的高位，基本实现了对 Taper 的定价。Taper 落地后，短期内缺乏大幅上行的动力，不过也难以走弱。在美元短期缺乏大幅上行动力下，短期人民币料将继续相对强势。

笔者认为，受 2021 年四季度中美经济增长差反转影响，到 2021 年四季度末，美元指数在当前情况下，可能呈现温和走强的趋势，总体上在 93-95 的区间内运行；到 2021 年四季度末，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。

参考文献：

- [1] 管涛：“人民币汇率明弱实强，走势坚挺”[N]，第一财经日报，2021 年 10 月 11 日。
- [2] 国家外汇管理局国际收支分析小组：“2021 年上半年中国国际收支报告”[EB/OL]，国家外汇管理局官网，2021 年 9 月 30 日。
- [3] 刘刚、李赫民、王汉锋：“美国债务上限的来龙与去脉”[EB/OL]，中金点睛公众号，2021 年 10 月 8 日。
- [4] 魏伟、郭子睿：“Taper 落地，外汇市场影响如何？”[EB/OL]，平安证券，2021 年 11 月 4 日。
- [5] 张瑜：“Taper 箭在弦上，美债利率未来如何演化？——9 月 FOMC 会议点评”[EB/OL]，华创证券，2021 年 9 月 23 日。

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。