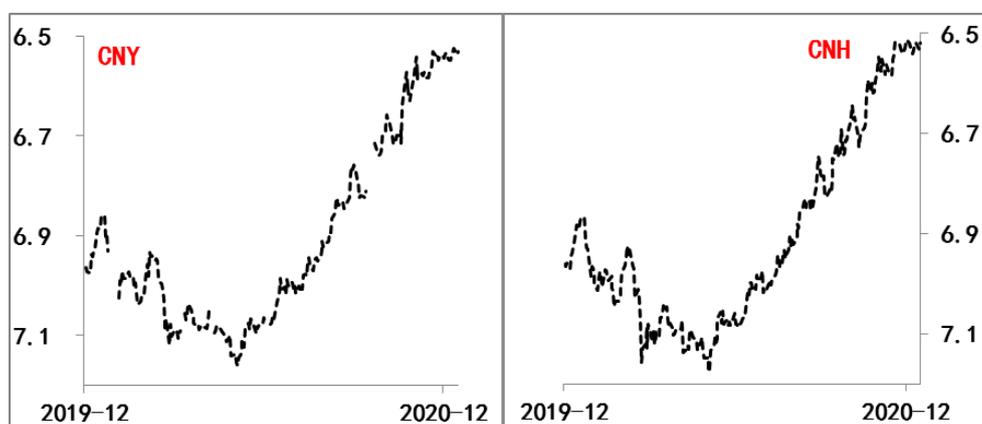


2021 年中国经济展望之三：人民币汇率的变数

张涛 路思远¹

自 2020 年 5 月下旬以来，人民币对美元即期汇价从 7.2 附近开始持续升值，目前已升至 6.5 左右，7 个月时间内人民币对美元的最大升幅超过了 10%（CNY 由 7.1765 升至 6.5192），与 2020 年前五个月人民币对美元即期汇价的持续贬值形成强对比，2020 年前 5 个月人民币兑美元的最大贬值近 4.7%（CNY 由 6.8398 贬至 7.1765）。由此，2020 年在疫情冲击和疫后复工的裹挟下，人民币汇率全年呈现出“√”型走势，那么伴随 2021 年中国经济疫后返途的行进，人民币汇率又会以何种姿态来表现呢？为此，我们从催动 2020 年汇率剧变主因的持续性入手，对 2021 年人民币汇率走势予以展望。

图 1：人民币兑美元即期在岸（CNY）和离岸（CNH）汇价走势

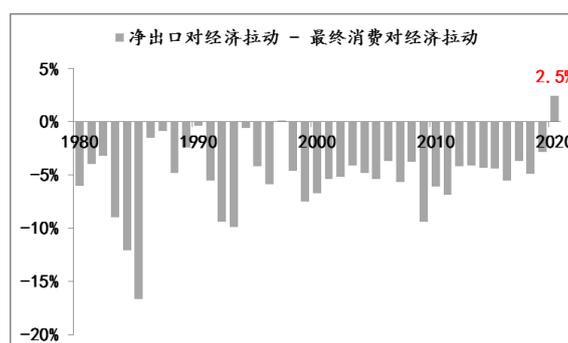


首先，2020 年二季度以来，中国经济疫后恢复的速度、幅度和持续性均好于其他主要经济体，为人民币汇率走强起到了决定性作用。尤其是 5 月下旬以来，此中国经济率先复苏的趋势持续得到确认，为汇率走强持续提供了支撑。

¹ 作者单位中国建设银行金融市场部，谨代表作者个人观点。

但按照我们的预测，2021 年二季度之后，伴随疫后反弹效应的快速消退，中国 GDP 季环比增速将由目前 2% 以上的水平逐渐向 1% 回落，同比增速向 5-6% 的水平回归，相应中国经济与其他经济体的增速差也会回落；另外，支撑中国经济恢复较快的因素之一，就是海外疫情的反复，不仅促进了我国防疫物资出口，更强化了我国的生产替代效应（境外因疫情冲击，阶段性将产能移至我国），因此，2020 年净出口对经济增长的拉动超过了最终消费的拉动，这在历史上尚属首次，而汇率升值之所以未对 2020 年我国出口产生明显影响，很重要的原因也是这个因素。

图 2：净出口经济拉动与最终消费拉动的差

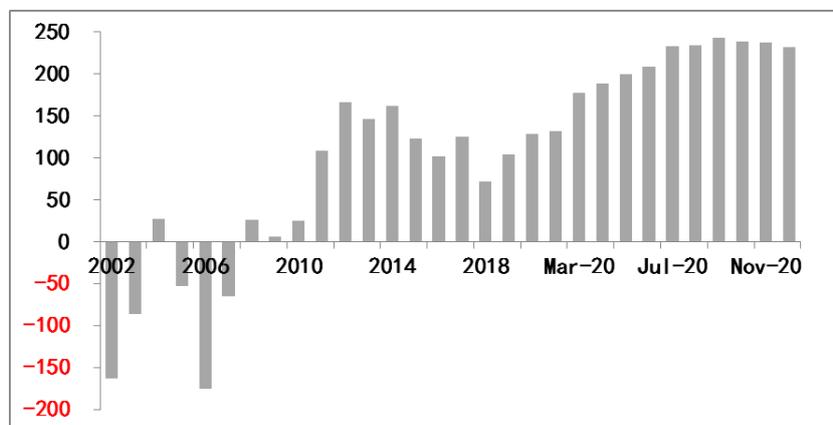


由此，2021 年出口高速增长能否持续，再叠加经济增速的回落，均在一定程度上削弱了经济基本面对强汇率的支撑，进而令汇率面临不确定性，我们预计，这个变数可能在 2021 年下半年就会显现出来。

其次，境内外利差的拓宽也给汇率走强提供了支撑。目前中国货币政策仍处于正常空间中，但主要发达经济体多数均已进入零利率、负利率和量化宽松的政策环境，加之中国疫情平稳之后，市场利率在市场情绪改善下开始回升，带动境内外利差大幅拓宽。例如，目前中

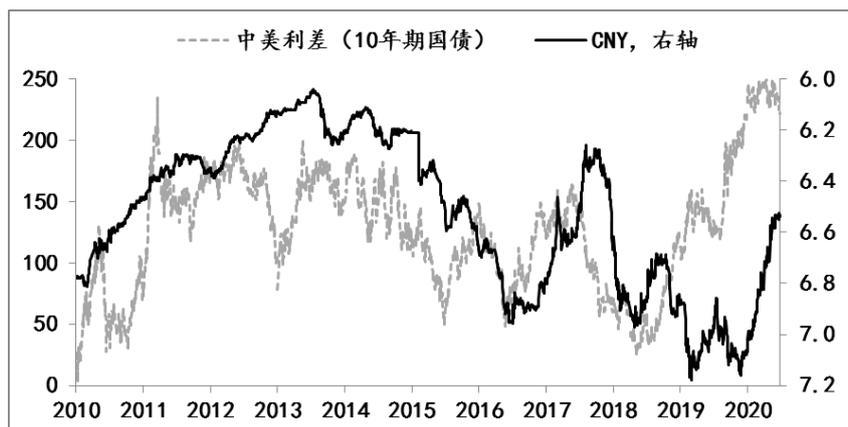
美 10 年期国债的利差水平由疫情前 100Bps 升至 250Bps 以上，为历史新高。

图 3：中美 10 年期国债利差变化情况



这里格外说明的一点，在 2018 年之前，人民币汇率走势和境内外利差的实际相关性并不显著，但 2018 年以来，伴随我们加快金融领域的对外开放，人民币资产对于国际投资者的吸引力持续上升，相应境内外利差与人民币汇率的正相关性也得以增强。

图 4：中美利差与人民币兑美元汇价走势

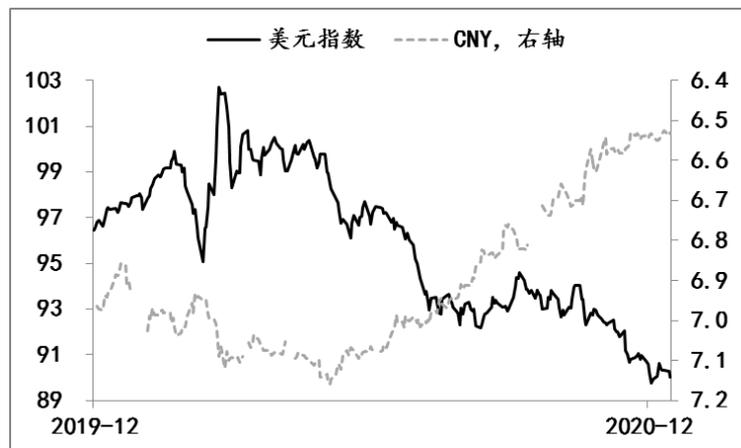


但是，2020 年 8 月份以来，金属、能源等商品价格开始持续上涨，并带动饲料、粮食等价格上涨的市场预期增强，再叠加经济恢复等因素，不排除 2021 年全球通胀出现超预期恢复，我们预计 2021 年

美国的 CPI 涨幅至少会升至 2% 以上，甚至接近 3%，进而带动美国利率也会上行，例如 2021 年美国 10 年期国债利率至少会回升至 1.5%（目前在 0.9% 附近），那么届时境内外利差水平的收窄势必对汇率产生影响。

第三，美元指数自 2020 年 3 月中旬 103 的高点开始持续下跌，目前已跌破 90 关口，累计跌幅接近 13%，在弱势美元的外溢性影响下，包括人民币在内的非美货币自然就有了走强的基础。

图 5：美元指数与人民币兑美元汇价走势



但由于 2020 年美国的消费韧性在刺激政策下得到维持，2021 年大概率美国服务业会持续修复，同时消费依然能够得到政策托底的支撑，相应美元指数在 2021 年下半年更易受到美国经济好转影响，届时出现阶段性反弹的概率不是很低，相应必会对非美货币的汇率形成外溢性影响。

最后，中美经贸紧张关系阶段性缓和也是支撑 2020 年人民币汇率走强的一个重要因素。自 2018 年中美关税战以来，双边关系紧张往往都会加重人民币汇率的贬值压力，而 2020 年以来，伴随中美经贸协议落地和执行，加之美国内部受大选等短期因素影响，中美关系

出现了阶段性缓和。但中国承诺增购的美国商品实际进度慢于时序进度（截止 2020 年 11 月末，中国实际购买的进度为 58%，其中农产品进度为 76%，制成品进度为 58%，能源产品进度为 35%），2021 年拜登政府对于协议的态度，以及协议本身要求的 2 年内 2000 亿美元增购计划的实际完成情况，均面临不确定性。

综上，我们对于 2021 年人民币汇率的展望是，2021 年支撑汇率的因素仍存，但下半年变数增多，全年人民币对美元汇价的波动区间为【6.2，6.8】。

图 6：人民币兑美元汇价波动区间预测

