



Research and
Development Center

汇率变局

——兼论人民币汇率的前世今生

2022年4月1日

解运亮

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

汇率变局——兼论人民币汇率的前世今生

2022年4月1日

- **1994年汇率并轨以来，人民币汇率机制几经变迁，可划分为六个阶段。**
199312-199803：汇率并轨，实施以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。199803-200507：亚洲金融危机后，中国承诺人民币不贬值，实行固定汇率制。200507-200812：实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制。200812-201006：全球金融危机后，参照亚洲金融危机应对经验，实行固定汇率制。201006-201508：重启汇改，增强人民币汇率弹性。201508-今：811汇改，完善人民币兑美元汇率中间价报价机制。
- **后疫情时代，人民币走出了一轮荡气回肠的升值态势。**2020年二季度之后，随着中国疫情得到有效控制，中国经济供应链优势在全球范围内凸显，人民币逐渐展现出强势姿态，尽管中间不乏波折，但总体升值态势十分明显。尤其是2021年8月中旬后，人民币和美元走势出现大幅背离，尤为引人瞩目。我们对人民币即期汇率的变动进行分解，拆分为市场贡献和中间价贡献。结果显示，此轮人民币升值并非央行主导，而是市场力量自发驱动，政策调控更多是对冲市场的升值压力或顺势贬值，若无中间价对冲，汇率升值幅度将更大。
- **疫情后这轮人民币升值绝非偶然，背后最核心的驱动力是供应链优势下的出口强势。**诚然，如历史多次发生的那样，最近这轮汇率升值是一系列因素共同作用的结果，具体包括：国内疫情防控持续好于海外，供应链优势凸显，金融开放提高了人民币资本项目可兑换程度，外资流入中国增多，等等。然而，若论及短期最核心的驱动力，则应归于供应链优势下的出口强势。出口强势带来了贸易顺差高企、外汇流入增多的局面，这与2008年前颇有相似之处。出口强势下，结汇需求较强，直接推动了人民币升值。
- **2022年一系列支撑人民币汇率的因素均发生扭转，人民币汇率可能迎来趋势之变。**一是中国疫情防控领先的比较优势在2022年可能被打破，发达国家“共存”策略正在奏效，新兴经济体有望逐渐收窄免疫鸿沟。二是2022年以来资本外流压力增大，尤其体现在证券市场的资本外流，须警惕人民币出现贬值预期。三是2022年出口增速可能前高后低，对人民币汇率的支撑减弱。四是美国货币政策明显紧于中国，可能推动人民币转为贬值。从汇率实际走势看，3月中旬以来汇率方向出现扭转迹象，市场力量从驱动升值转为驱动贬值，汇率贬值可能再次回归市场视野之中。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

目录

一、人民币汇率机制的历史变迁	4
1.1 199312-199803: 贸易顺差逐渐扩大, 人民币小幅升值	4
1.2 199803-200507: 人民币汇率长期固定不变, 升值压力日渐累积	6
1.3 200507-200812: 经常项目和资本项目双顺差下, 人民币持续升值	7
1.4 200812-201006: 人民币汇率再次基本固定不变	9
1.5 201006-201508: 人民币从升值转为贬值	10
1.6 201508-今: 811 汇改后, 人民币汇率走向双向波动	11
二、后疫情时代人民币走出一波升值态势的根源	12
2.1 2021 年人民币汇率一波三折, 总体趋势是升值	12
2.2 人民币汇率变动的分解思路	15
2.3 此轮人民币升值最核心的驱动力是出口强势	16
三、2022 年人民币汇率可能迎来趋势之变	18
3.1 中国疫情防控领先的比较优势在 2022 年可能被打破	18
3.2 2022 年以来资本外流压力增大, 警惕人民币出现贬值预期	20
3.3 2022 年出口增速可能前高后低, 对人民币汇率的支撑减弱	22
3.4 美国货币政策明显紧于中国, 可能推动人民币转为贬值	23
3.5 3 月中旬汇率拐点出现, 远期市场隐含人民币贬值预期	24
风险因素	25

图目录

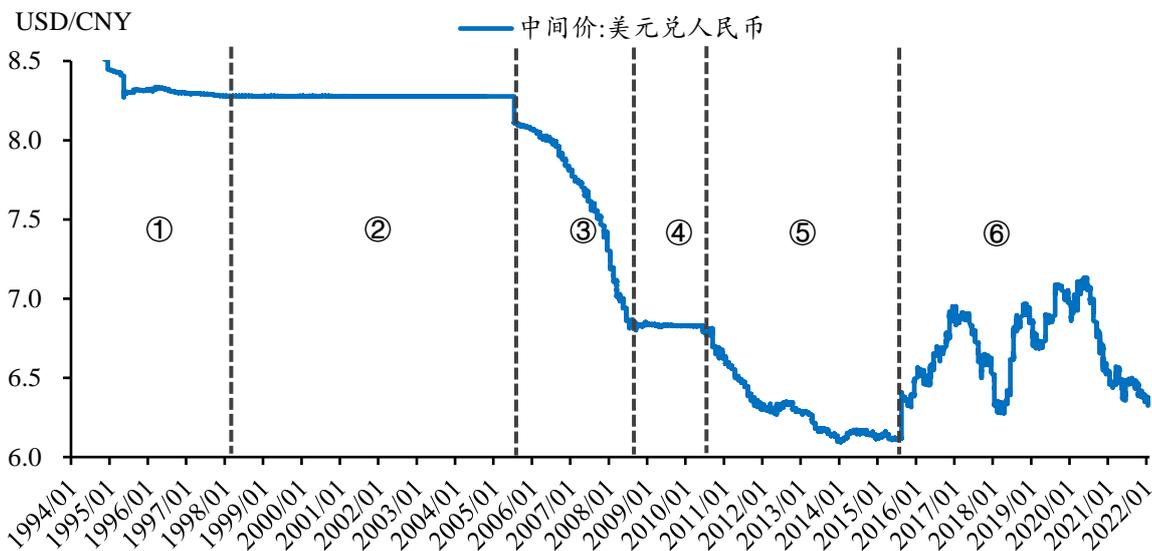
图 1: 人民币汇率形成机制的历史变迁	4
图 2: 199312-199803, 人民币一次性大幅贬值后小幅升值	5
图 3: 1994-1997 年中国贸易顺差逐渐扩大	5
图 4: 1994 年开始外汇储备规模快速上升	6
图 5: 199803-200507, 人民币汇率长期固定不变	6
图 6: 出口开始腾飞后, 人民币升值压力日渐累积	7
图 7: 200507-200812, 人民币持续升值	8
图 8: 中国曾长期处于双顺差局面	8
图 9: 2006-2008 年间直接投资差额扩大、证券投资差额转正	9
图 10: 200812-201006, 人民币汇率再次固定不变	9
图 11: 相比美元, 人民币兑其他外币波幅要大得多	10
图 12: 中国经济率先从全球金融危机中复苏	10
图 13: 201006-201312, 人民币再次升值	11
图 14: 2014 年外汇占款规模开始下滑, 随后长期保持稳定	11
图 15: 811 汇改后, 人民币汇率走向双向波动	12
图 16: 2014H2-2016H2, 央行入市干预应对贬值压力	12
图 17: 2021 年人民币汇率一波三折, 总体趋势是升值	13
图 18: 2021 年人民币对一篮子货币汇率基本呈现升值趋势	13
图 19: 2021Q4 以来通胀和加息预期推动美债收益率上升, 支撑美元指数走强	14
图 20: 历史上央行 5 次上调外汇存准率, 旨在抑制人民币升值态势	15
图 21: 811 汇改以来逆周期因子的数次引入与淡出使用	16
图 22: 此轮人民币升值并非央行主导, 而是市场力量自发驱动	16
图 23: 2020 年下半年以来, 我国出口持续保持高景气	17
图 24: 2020 年下半年起外汇存款不断上升	17
图 25: 2021 年起外汇占款不断上升	18
图 26: 2022 年一季度国内疫情明显反弹	18
图 27: 发达国家受本轮疫情冲击较早, 恢复较快	19
图 28: 相比发达经济体, 中国疫情防控始终保持高强度	20
图 29: 2022 年全球免疫鸿沟有望收敛	20
图 30: 过去两年我国对外资吸引力增强, 直接投资顺差增加、证券投资维持顺差	21
图 31: 2022 年 2 月债券通境外持有量显著下滑	21
图 32: 2022 年 3 月以来陆股通连续净流出	22
图 33: 2021 年中国出口份额大幅提高后小幅下降	22
图 34: 2022 年中国出口增速预测	23
图 35: 2022 年美国货币政策将明显紧于中国	24
图 36: 3 月份以来中美利差不断收窄, 人民币汇率趋势出现变化	24
图 37: 3 月中旬以来汇率方向已扭转	25
图 38: 远期市场隐含人民币贬值预期	25

一、人民币汇率机制的历史变迁

1994年以来，人民币汇率形成机制几经变迁，总体可划分为六个阶段：

- 1) 第一阶段：199312-199803，汇率并轨，实施以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。
- 2) 第二阶段：199803-200507，亚洲金融危机后，中国承诺人民币不贬值，实行固定汇率制。
- 3) 第三阶段：200507-200812，实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制。
- 4) 第四阶段：200812-201006，全球金融危机后，参照亚洲金融危机应对经验，实行固定汇率制。
- 5) 第五阶段：201006-201508，重启汇改，增强人民币汇率弹性。
- 6) 第六阶段：201508-今，811汇改，完善人民币兑美元汇率中间价报价机制。

图 1：人民币汇率形成机制的历史变迁



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.1 199312-199803：贸易顺差逐渐扩大，人民币小幅升值

1994年是汇率改革取得重大进展的一年。1993年11月十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确了汇率改革的方向。在此基础上，国务院于同年12月发布《关于进一步改革外汇管理体制的通知》。从1994年1月1日起，我国外汇管理体制发生了如下变化：

- 1) 人民币官方汇率与外汇调剂价格正式并轨，我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。1994年以前官方汇率与调剂汇率并存，并轨后官方汇率一次性大幅贬值，美元对人民币由5.8变化至8.7。
- 2) 取消外汇分成，实行银行结、售汇制度。境内各类外汇收入须及时调回境内、全部结售给外汇指定银行；取消经常项目对外支付用汇的计划审批，境内各单位可到外汇指定银行用人民币办理兑付。
- 3) 设立中国外汇交易中心，建立全国统一的银行间外汇市场。取消之前的外汇调剂市场，1994年4月中国外汇交易中心系统正式运行。
- 4) 每日公布人民币对美元交易中间价，每日波动幅度不超过0.3%。各外汇指定银行以此为依据，在央行规定的浮动幅度范围内自行挂牌，对客户买卖外汇。

199312-199803，人民币一次性大幅贬值后小幅升值。国政府将官方外汇市场和外汇调剂市场并轨后，1994年人

人民币兑美元汇率从 8.7 小幅升至 8.3 附近。

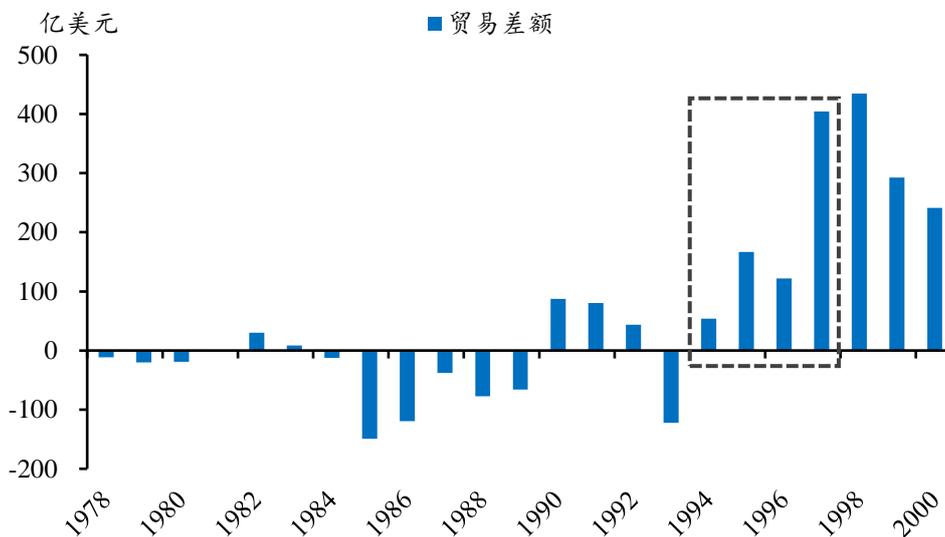
这一时期人民币小幅升值，源于经常项目不断改善。1994 年中国实现贸易顺差，此后到亚洲金融危机爆发前，贸易顺差总体上不断扩大。由于取消外汇分成、实行银行结售汇制度，贸易顺差大量转化为外汇储备，期间我国外汇储备规模快速上升，从 1993 年末的 212 亿美元到 1996 年末升破 1000 亿美元。1996 年 12 月，我国宣布接受国际货币基金组织第八条款，实现人民币经常项目可兑换，不再对经常项目国际支付和转移予以限制，外汇储备规模在接下来的几年时间内趋于稳定上升。

图 2：199312-199803，人民币一次性大幅贬值后小幅升值



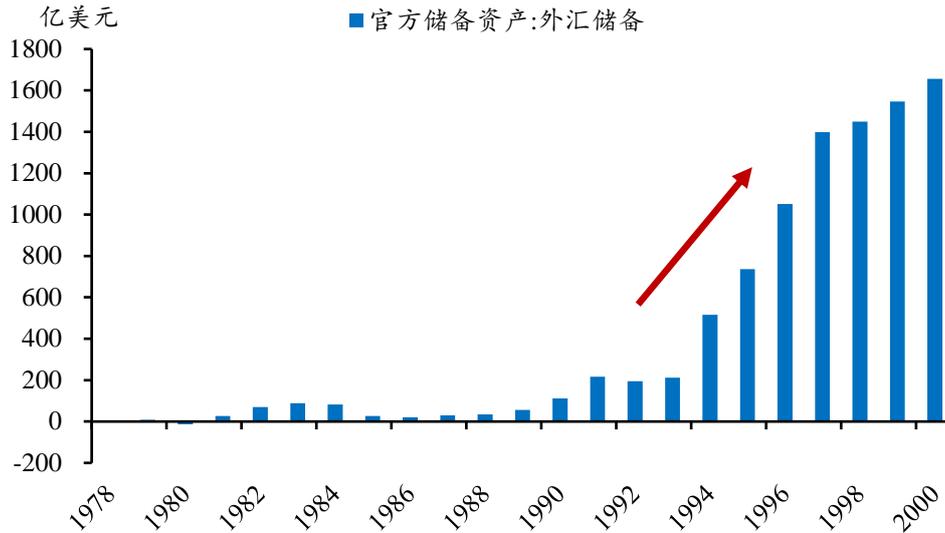
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：1994-1997 年中国贸易顺差逐渐扩大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：1994 年开始外汇储备规模快速上升



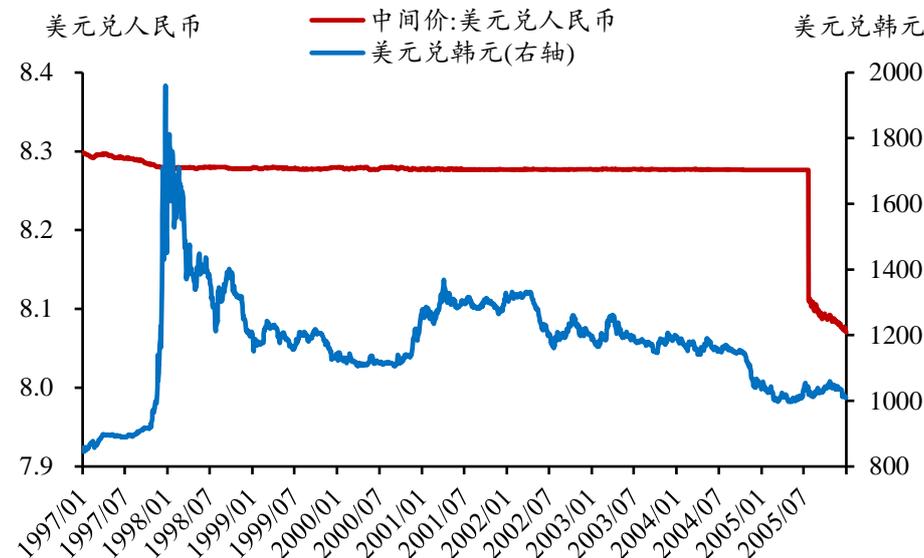
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

1.2 199803-200507: 人民币汇率长期固定不变, 升值压力日渐累积

199803-200507, 人民币汇率长期固定。1998 年 3 月 17 日, 新上任的国务院总理朱镕基承诺人民币不贬值, 此后人民币对美元汇率长期固定在 8.28 附近不变。与其他币种相比较, 同期韩元则经历了大幅动荡, 对 1 美元价格从 900 韩元一次性升至接近 2000 韩元, 随后降至 1100 韩元左右。

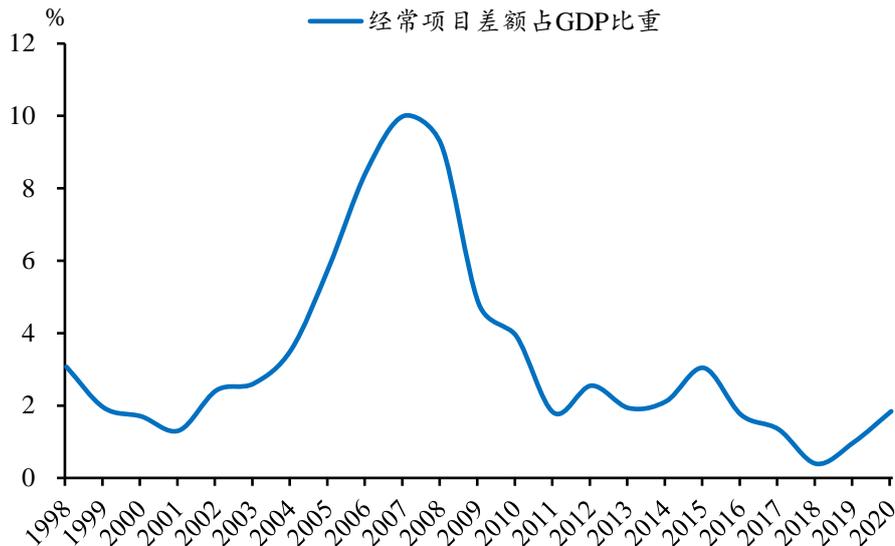
人民币升值压力日渐累积, 最终触发了 2005 年 7 月汇改。中国加入 WTO 后, 出口开始腾飞, 经常项目顺差占 GDP 比重不断提高, 甚至出现了经常项目和资本项目双顺差局面, 人民币升值压力日渐累积, 最终触发了 2005 年 7 月汇改, 央行放弃固定汇率制。

图 5：199803-200507, 人民币汇率长期固定不变



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：出口开始腾飞后，人民币升值压力日渐累积



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

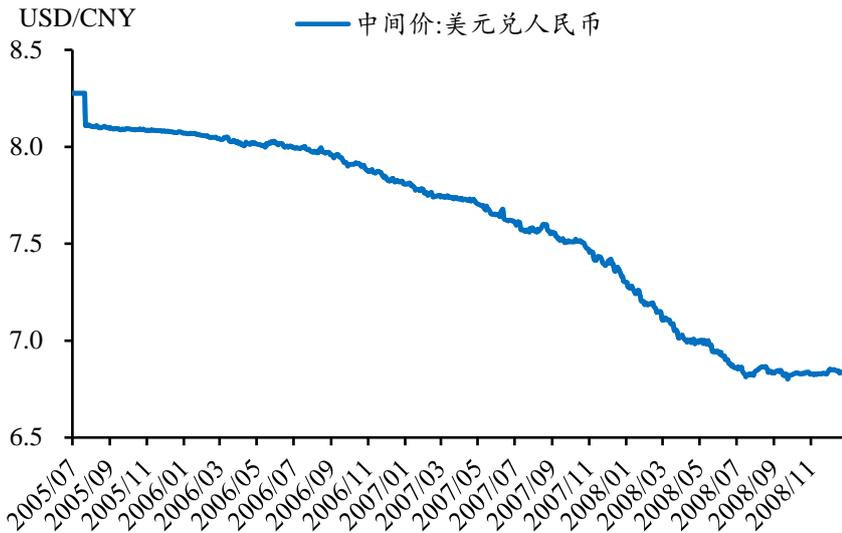
1.3 200507-200812：经常项目和资本项目双顺差下，人民币持续升值

在人民币汇率长期固定不变的时期，中国也承受着来自国际社会的压力。2005年4月初，美国参议院辩论国务院两年支出法案期间，提出一项修正案：要求人民币在6个月内升值，否则将对对中国进口商品增收27.5%的惩罚性关税。当月15日，七国集团（G7）财长会议在美国华盛顿举行，各国财长联合对中国施压，明确要求人民币升值。

2005年7月21日，央行发布《关于完善人民币汇率形成机制改革的公告》，再次启动汇率改革：

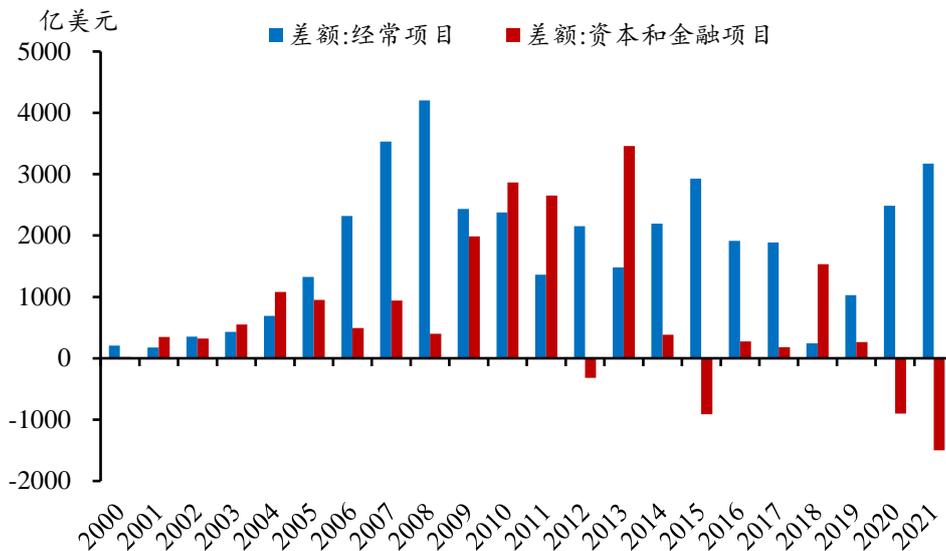
- 1) 开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。此前“单一的浮动汇率制度”变为“参考一篮子货币进行调节”，不再单一盯住美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。
- 2) 央行根据每个工作日美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一工作日交易的中间价。
- 3) 美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.11元人民币。一次性升值，日前交易价格在8.27元左右。26日央行对汇率改革问题发表声明，曾解释汇率在改革初始就作2%的调整，是根据汇率合理均衡水平测算出来的，这一调整幅度主要从我国贸易顺差程度和结构调整的需要来确定，同时考虑了国内企业的承受和调整适应能力。
- 4) 每日美元对人民币交易价仍在中间价上下0.3%的幅度内浮动。非美元货币则是在中间价上下“一定幅度”内浮动。

200507-200812，人民币持续升值。2005年7月实行汇率改革后，直到全球金融危机爆发前，人民币汇率持续升值，从8.28元升至6.84元。期间人民币汇率市场化改革不断完善，兑现了央行“渐进性”改革的承诺，包括：2005年8月引入远期外汇交易；2006年1月4日询价交易方式（OTC）和做市商制度同时引入银行间即期外汇市场，人民币汇率中间价自此由做市商银行报价加权得出，一举改变由上一日收盘价作为中间价的方式；2007年5月将日波幅由0.3%调整至0.5%，同年6月开始实施QDII制度；2008年4月《外汇管理条例》修订通过并生效，取消强制结售汇制度，明确企业和个人可以按规定保留外汇或将外汇卖给银行，即意愿结售汇。

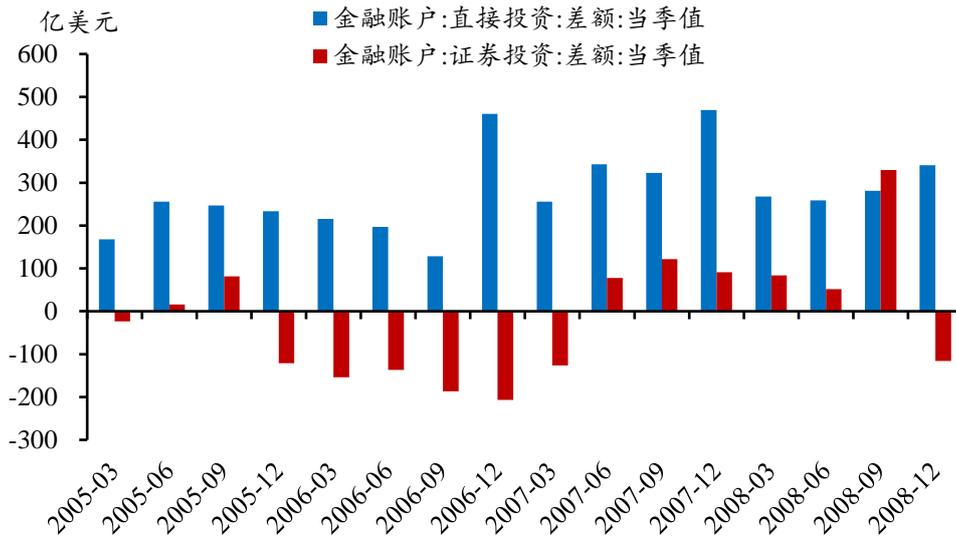
图 7：200507-200812，人民币持续升值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

这一时期人民币持续升值，源于经常项目和资本项目双顺差。汇率低估和缓慢升值一方面使中国得以维持强大的出口竞争力，另一方面又吸引了相当数量的热钱流入，这又进一步增强了升值压力。从非储备性质金融账户上看，2006-2008 年间直接投资差额基本呈现扩大态势，2007 年开始实行 QDII 制度后，证券投资差额也持续转正。

图 8：中国曾长期处于双顺差局面


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

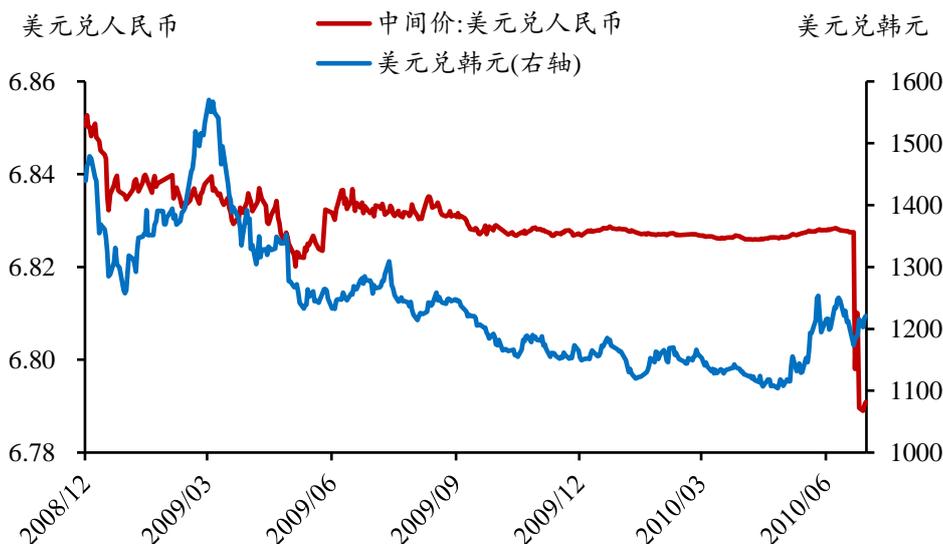
图 9：2006-2008 年间直接投资差额扩大、证券投资差额转正


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

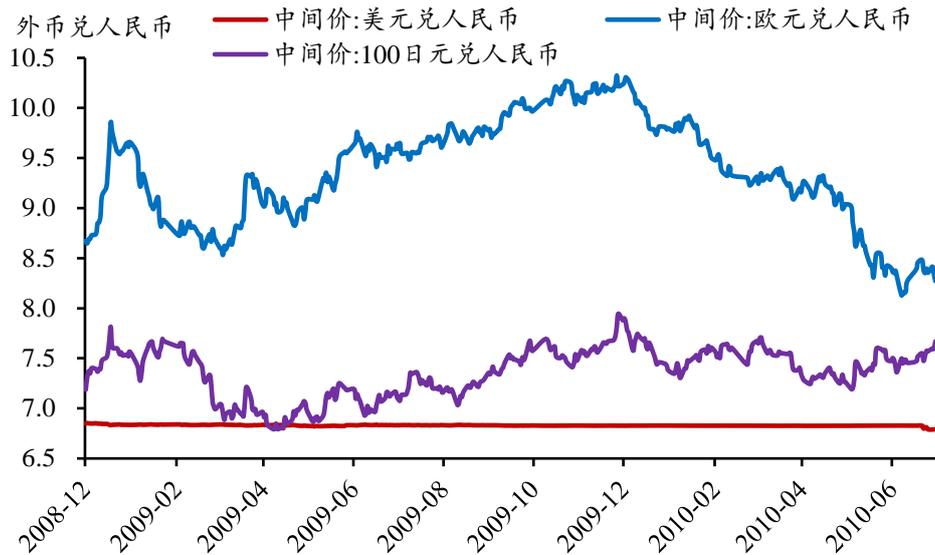
1.4 200812-201006: 人民币汇率再次基本固定不变

200812-201006, 人民币汇率再次基本固定不变。全球金融危机后, 参照亚洲金融危机应对经验, 中国收紧了人民币汇率波动幅度, 汇率再次基本固定不变, 对美元价格维持在 6.83 元上下。同期韩元则再次经历了大幅动荡, 一度在 1 美元兑 1570 韩元至 1 美元兑 1100 韩元的区间摇摆。相比美元, 人民币兑其他外币的波动幅度则要大得多, 2009 年初欧元兑人民币快速升值, 幅度超 11%, 随后逐步贬值, 2009 年末欧元兑人民币价格升破 10 元。

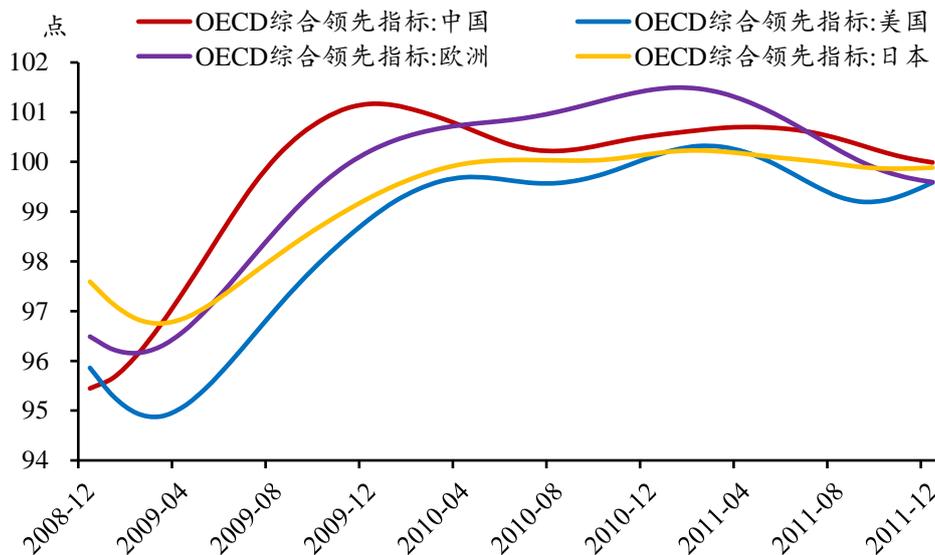
全球金融危机期间, 中国仍然延续了双顺差局面, 2010 年 6 月再次重启汇改。中国采取“财政积极+货币宽松”的政策组合应对金融危机, 率先实现经济形势回升向好。从 OECD 综合领先指标上看, 2009-2011 年中国经济复苏持续领先美国和日本, 2010 年欧债危机爆发, 欧盟采取刺激政策, 欧洲经济一度超预期反弹, 随后趋于放缓。这一期间, 中国出口贸易快速修复、领跑全球, 经常项目维持顺差。同时受益于经济基本面和内部成本的相对优势, 保持了对外资的较强吸引力, 2009-2010 年资本项目差额连续创下新高。

图 10：200812-201006, 人民币汇率再次固定不变


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11：相比美元，人民币兑其他外币波幅要大得多


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

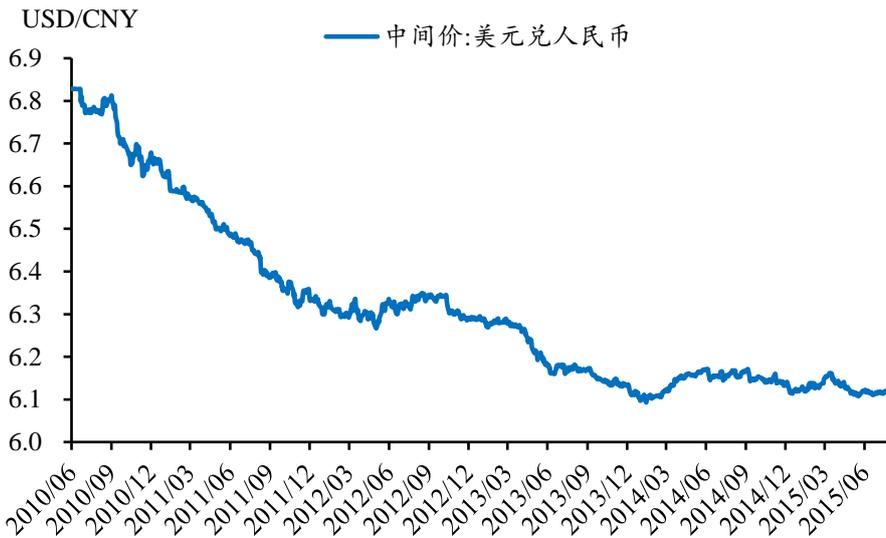
图 12：中国经济率先从全球金融危机中复苏


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

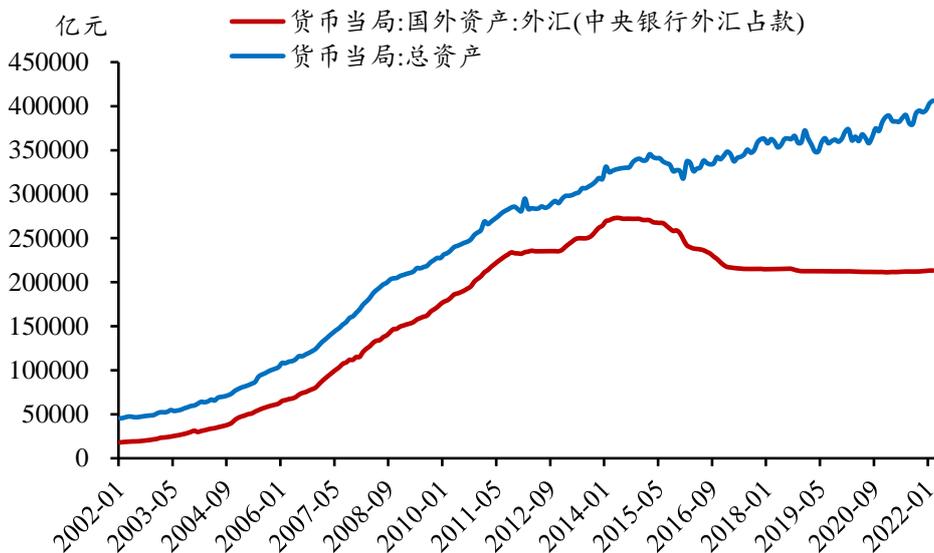
1.5 201006-201508：人民币从升值转为贬值

201006-201312，人民币再次升值。2010年6月19日，中国重启人民币汇改，进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。之前累积的人民币升值压力逐步释放，此后到2013年底，人民币汇率从6.83元升至6.10元。期间汇率改革持续推进，2011年引入人民币外汇期权交易，2012年4月央行宣布将人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%，人民币汇率弹性进一步增强。

2014年后，中国经济进入新常态，下行压力出现，人民币从升值转为贬值。金融危机后，中国经常项目顺差占GDP比重逐渐降至3%以下，2014年下半年往后，伴随经济下行压力，资本和金融项目从顺差转为逆差，人民币贬值压力开始出现。这背后的重要背景在于中国转变经济模式，由外需导向型经济向地产和基建为主的增长动能切换，2014后外汇占款开始下滑，随后长期保持稳定。

图 13: 201006-201312, 人民币再次升值


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

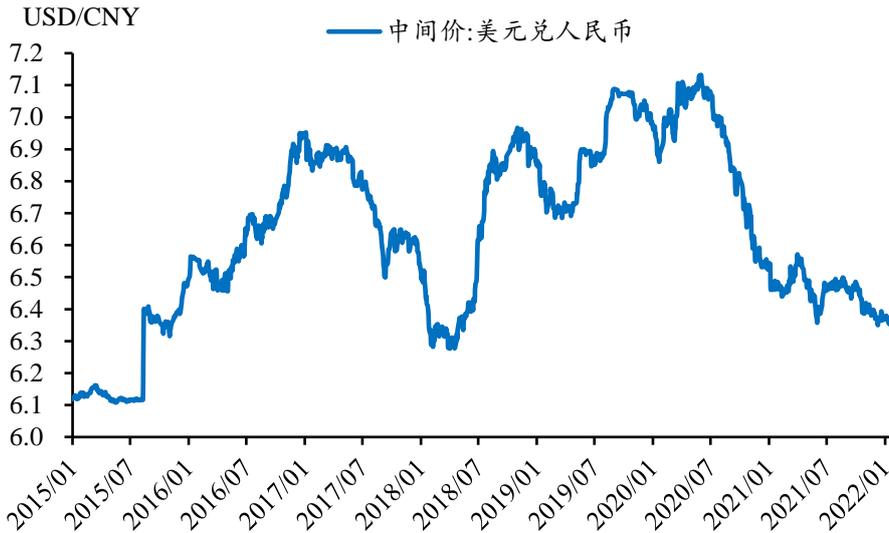
图 14: 2014 年外汇占款规模开始下滑, 随后长期保持稳定


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

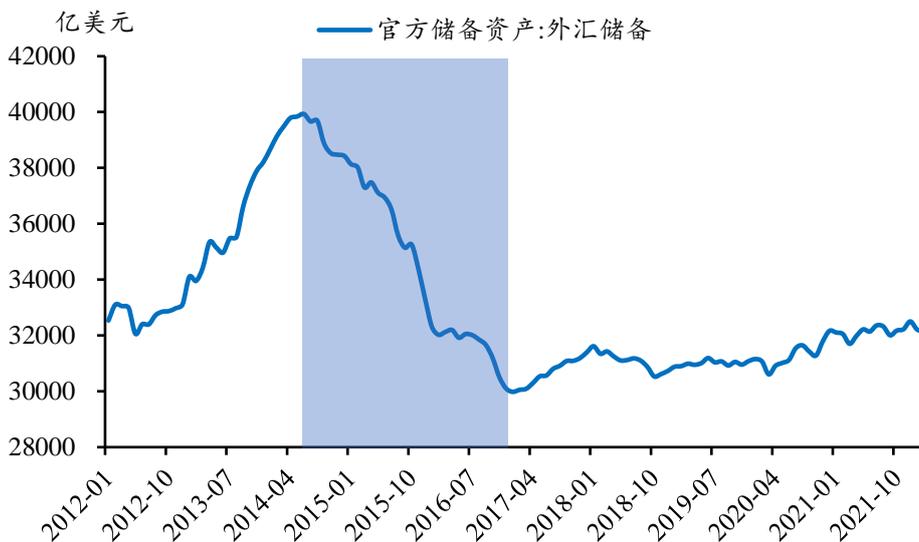
1.6 201508-今: 811 汇改后, 人民币汇率走向双向波动

811 汇改后, 人民币汇率走向双向波动。2015 年 8 月 11 日, 人民银行宣布完善人民币汇率中间价形成机制, 重在坚持以市场供求为基础, 参考一篮子货币进行调节, 增强人民币汇率弹性, 史称 811 汇改。2015 年 11 月 30 日, IMF 决定将人民币纳入特别提款权 (SDR) 货币篮子。2015 年 12 月 11 日, 中国外汇交易中心发布 CFETS 人民币汇率指数, 强调要加大参考一篮子货币的力度, 更好地保持人民币对一篮子货币汇率基本稳定。汇改后央行推动人民币汇率中间价一次性贬值 2%, 一是完善报价机制后一次性校正过去中间价与市场汇率的点差, 二是为稳定人民币汇率预期。汇改之后, 人民币汇率几起几落, 进入双向波动时代。

但自 2014 年下半年到 2016 年底, 为应对人民币贬值压力, 央行直接入市干预。期间外汇储备规模明显下滑, 降幅达 1 万亿美元。

图 15：811 汇改后，人民币汇率走向双向波动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 16：2014H2-2016H2，央行入市干预应对贬值压力


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、后疫情时代人民币走出一波升值态势的根源

2.1 2021 年人民币汇率一波三折，总体趋势是升值

2021 年一季度，人民币曾短暂地面临贬值压力。2021 年初，拜登上任美国总统后，推出新一轮财政刺激，提振了美国通胀预期和经济复苏预期。受此影响，美债收益率快速上行，3 月 31 日 10 年期美债收益率升至 1.74%，达到阶段性高点。伴随美债收益率上行，美元指数也走强，受此影响，人民币对美元小幅贬值，截至 3 月末，人民币对美元中间价为 6.5713 元，较上年末贬值 0.71%。同期，人民币对一篮子货币汇率是小幅升值的，截至 3 月末，CFETS 人民币汇率指数较上年末升值 2.15%。

2021 年二季度至 8 月中旬，人民币先升后贬再升，总体趋势是升值。进入二季度后，美债收益率上行告一段落，人民币对美元开始一轮快速升值，接连升破 6.5 和 6.4 两道关口，截至 6 月 1 日中间价升至 6.3572 元。6 月初至 8 月中旬，受央行上调外汇存款准备金率影响，人民币对美元经历了一个短暂的贬值阶段，8 月 20 日中间价

一度贬值至 6.4984 元。8 月中旬之后，德尔塔疫情在全球蔓延之下，中国疫情防控有力和供应链稳定可靠的优
 势再次凸显，人民币对美元再次开启升值。

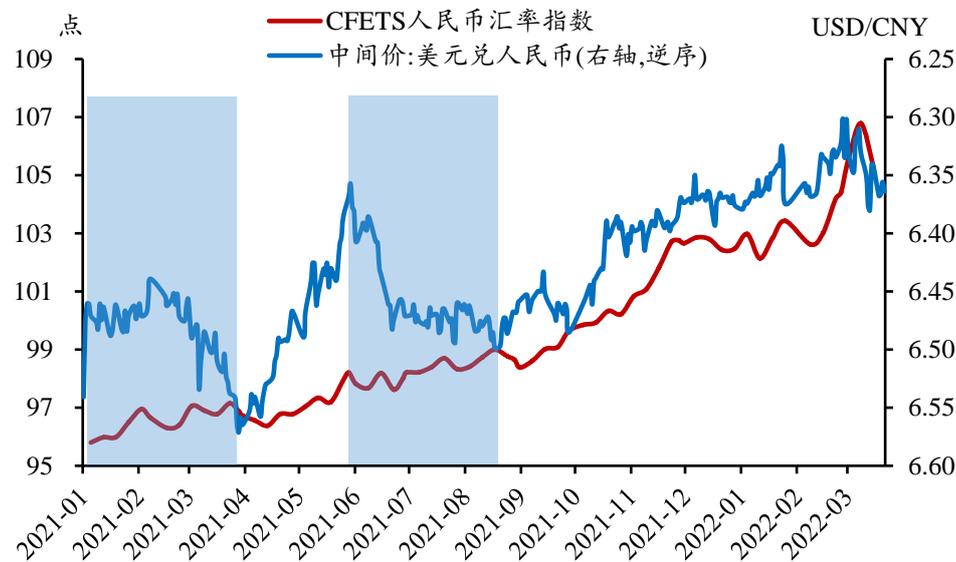
2021 年 8 月中旬开始，人民币和美元走势出现大幅背离，尤为引人注目。在现行的人民币汇率中间价形成机制下，中间价由上一日收盘价和一篮子货币汇率变动共同决定，人民币和美元具有联动性。但 8 月中旬开启的这波人民币升值，市场最感意外的是人民币和美元走势出现大幅背离，人民币丝毫不惧美元强势，一反常态走出凌厉的升值态势。这一时期，美元指数从 92 一度走强至 96 上方，而人民币中间价则从 6.5 附近一度升值至 6.35 附近。截至 2021 年底，中间价录得 6.3757 元，全年升值 2.34%。

图 17：2021 年人民币汇率一波三折，总体趋势是升值



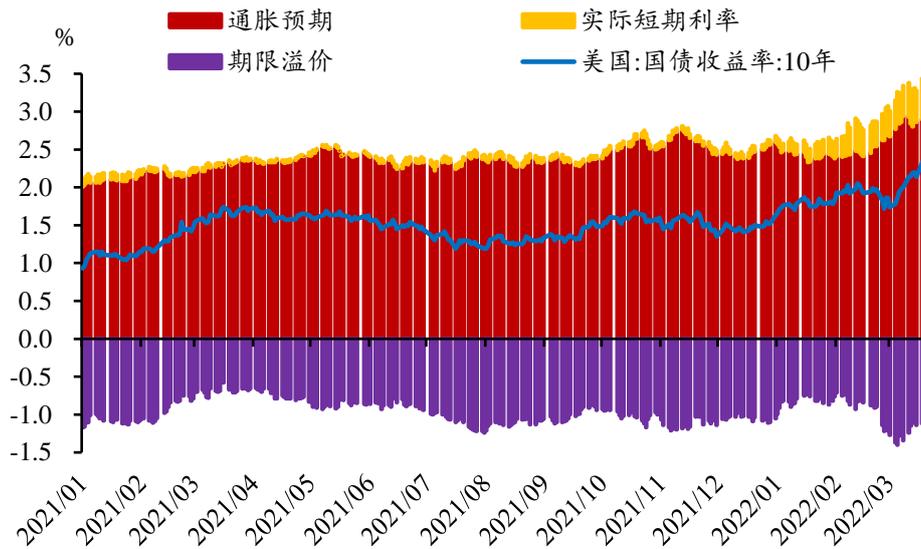
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18：2021 年人民币对一篮子货币汇率基本呈现升值趋势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 19：2021Q4 以来通胀和加息预期推动美债收益率上升，支撑美元指数走强



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

历史上央行 5 次上调外汇存款准备金率，旨在抑制人民币升值态势。2004 年 10 月，央行宣布从 2005 年 1 月 15 日起，将外汇存款准备金率由 2% 统一调整为 3%。2006 年 8 月、2007 年 4 月先后两次宣布上调外汇存款准备金率至 5%。时隔 14 年，2021 年央行再次宣布上调外汇存款准备金率。纵观央行历次调升外汇存准率，均对应人民币汇率升值压力较大时期。

2021 年 5 月底和 12 月上旬，央行两次上调外汇存款准备金率。5 月 31 日，央行宣布上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，外汇存款准备金率由 5% 提高到 7%（自 6 月 15 日起实施）。12 月 9 日，央行再次宣布上调金融机构外汇存款准备金率 2 个百分点，由 7% 提高到 9%（自 12 月 15 日起实施）。两次上调外汇存准率均与人民币快速升值有关，两次均冻结外汇流动性超过 200 亿美元，有助于降低金融机构的结汇意愿，从而缓解人民币升值压力。

从实际效果看，首次上调外汇存准率的效果好于第二次。5 月 31 日央行年内首次宣布上调外汇存准率后，人民币汇率阶段性拐点出现，6-7 月转为贬值。12 月 9 日央行年内第二次宣布上调外汇存准率后，只是抑制了人民币的升值势头，并没有扭转成贬值走势。12 月 10 日至今，中间价基本稳定在 6.37 元左右。

图 20：历史上央行 5 次上调外汇存准率，旨在抑制人民币升值态势



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2.2 人民币汇率变动的分解思路

为了进一步探究汇率变动背后的驱动力量，我们对人民币即期汇率的变动进行分解，具体分解为市场贡献和中间价贡献。分解思路如下：

人民币即期汇率每日变动

= 当日收盘价 - 前日收盘价

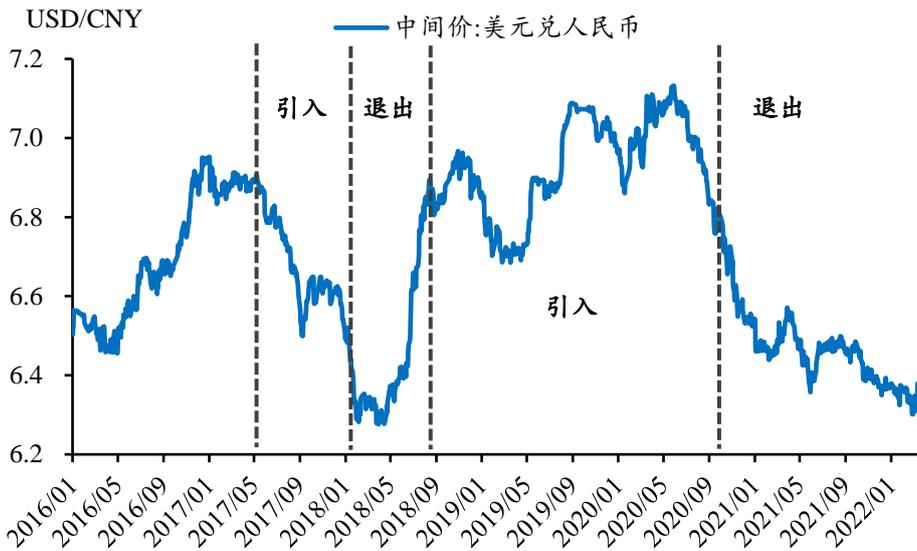
= (当日收盘价 - 当日中间价) + (当日中间价 - 前日收盘价)

= 市场贡献 + 中间价贡献

概言之，市场贡献主要反映外汇市场交易力量，中间价贡献则能够更多地反映政策调控思路。央行每日上午 9:20 左右公布当日人民币中间价，下午 16:30 发布人民币兑美元即期询价成交价作为当日收盘价。收盘价主要反映外汇市场供求状况，收盘价与中间价的价差可衡量市场力量的贡献。中间价的形成机制为“前日收盘价+一篮子货币汇率变化”，811 汇改后定价机制曾引入逆周期因子（当前退出使用）。交易中心在计算中间价时，是以全部做市商报价作为计算样本，去掉最高和最低报价后将剩余报价加权平均，权重由交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。因此，中间价包含了政策调控因素，将当日中间价与前日收盘价做差，可反映政策力量的贡献。

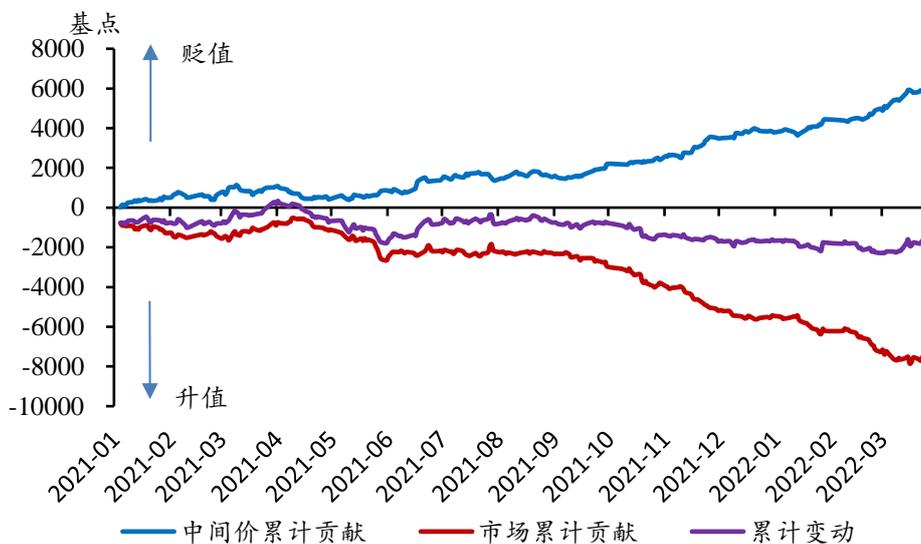
811 汇改以来，人民币中间价形成机制数次引入和淡出使用“逆周期因子”。2017 年 5 月 26 日，外汇市场自律机制宣布将中间价报价模型调整为“收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”。央行在 2017 年二季度货币政策执行报告中详细揭示了逆周期因子的计算方式，“在计算逆周期因子时，可先从上一日收盘价较中间价的波幅中剔除篮子货币变动的影响，由此得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到“逆周期因子”。逆周期系数由各报价行根据经济基本面变化、外汇市场顺周期程度等自行设定”。2018 年 1 月逆周期因子退出，同年 8 月末重启，直到 2020 年 10 月末，逆周期因子再次淡出使用。

逆周期因子的使用对应人民币汇率贬值压力较大时期。两次引入逆周期因子的时点，人民币汇率均处于 6.90 的点位，面临较大贬值压力。

图 21：811 汇改以来逆周期因子的数次引入与淡出使用


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

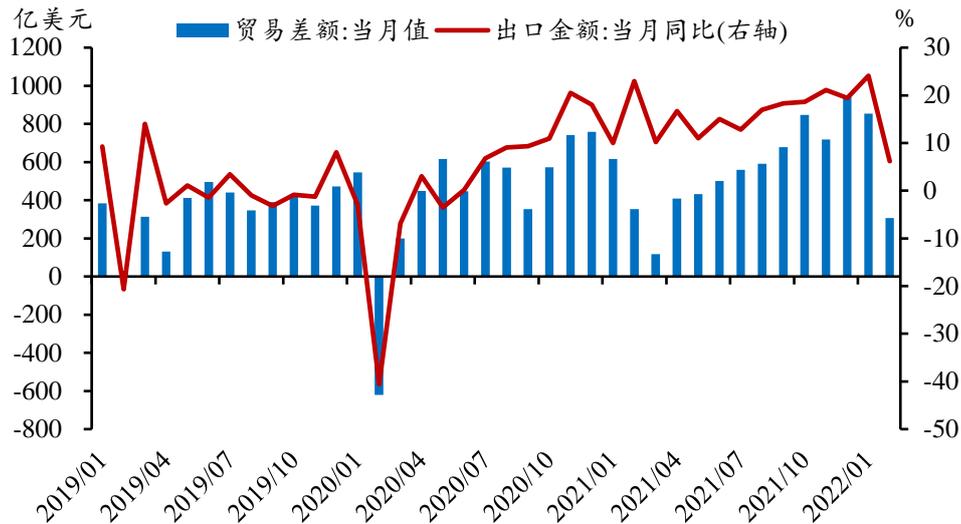
此轮人民币升值并非央行主导，而是市场力量自发驱动。按照上述思路的分解结果是，2021 年全年，市场力量向升值方向贡献 5456 基点，中间价则向贬值方向对冲了 3788 基点，最终人民币即期汇率累计升值 1668 基点。总体上看，政策调控始终没有表现出引导人民币明显升值的倾向，更多地是对冲市场的升值压力或顺势贬值。若没有中间价对冲，人民币汇率升值幅度将会更大。

图 22：此轮人民币升值并非央行主导，而是市场力量自发驱动


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

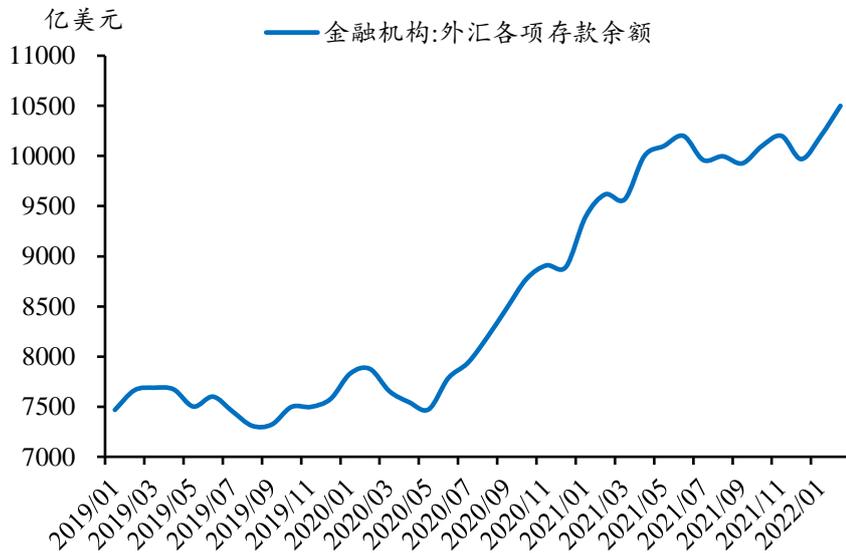
2.3 此轮人民币升值最核心的驱动力是出口强势

疫情后这轮人民币升值绝非偶然，背后最核心的驱动力是供应链优势下的出口强势。从经济基本面看，国内疫情防控持续好于海外，强大的供应链优势得到凸显，前两年金融开放提高了人民币资本项目可兑换程度，外资流入中国增多，等等，这些因素都有利于人民币升值。但短期最核心的驱动力，尤其是在美元走强背景下仍能继续升值，则不得归因于出口强势的带动。2020 年下半年以来，我国出口持续保持高景气，截至 2021 年 11 月仍保持 20% 以上增速。

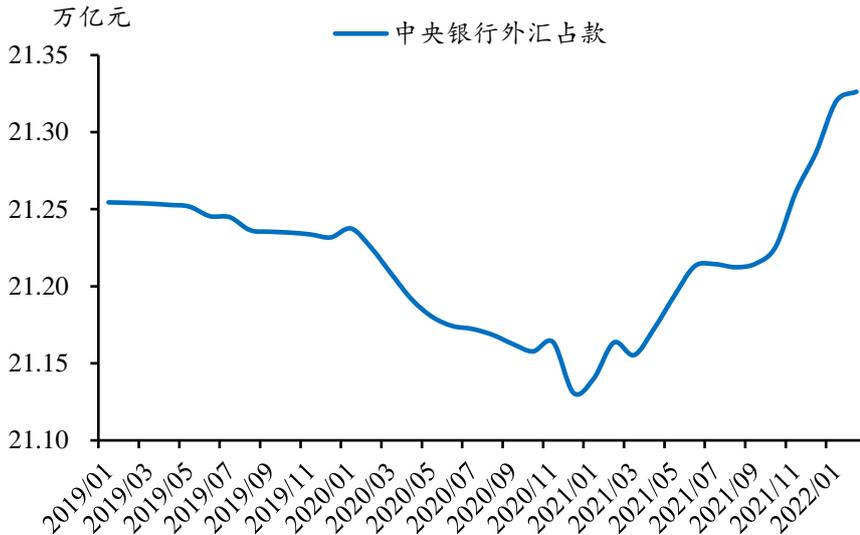
图 23：2020 年下半年以来，我国出口持续保持高景气


资料来源: Wind, 信达证券研发中心
 注: 2021 年出口金额当月同比为两年平均增速

出口强势下，结汇需求较强，直接推动了人民币升值。出口强势带来了贸易顺差高企、外汇流入增多的局面，这与 2008 年前颇有相似之处。但不同之处在于，2008 年我国取消了强制结售汇制度，因此此轮高额贸易顺差的结果是，2021 年下半年起，金融机构外汇存款不断上升，形成了过剩的外汇流动性（图 24）。金融机构转而向央行结汇，并导致 2021 年初外汇占款扭转了过去几年持续下降的局面，开始不断上升（图 25）。过剩外汇结汇成人民币，这一过程可以说是此轮人民币升值压力的主要源头，这也是央行选择上调外汇存准率抑制升值的奥义所在。

图 24：2020 年下半年起外汇存款不断上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

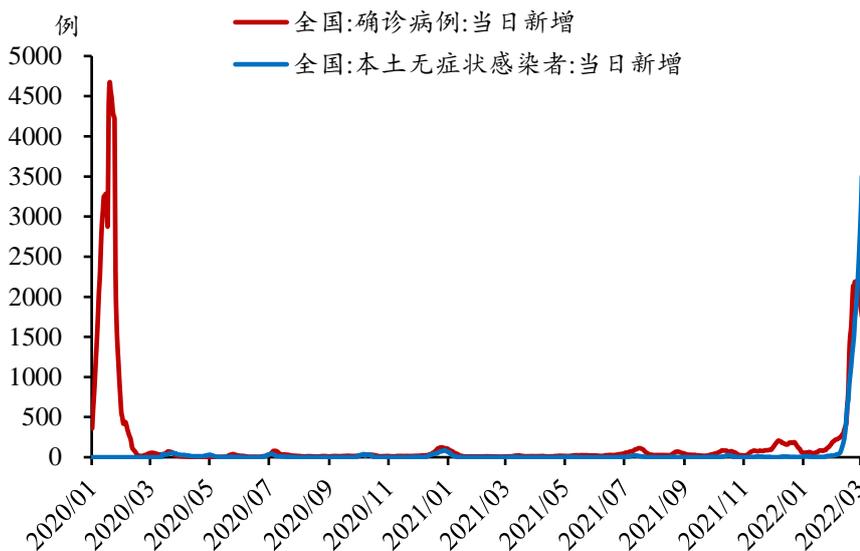
图 25：2021 年起外汇占款不断上升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

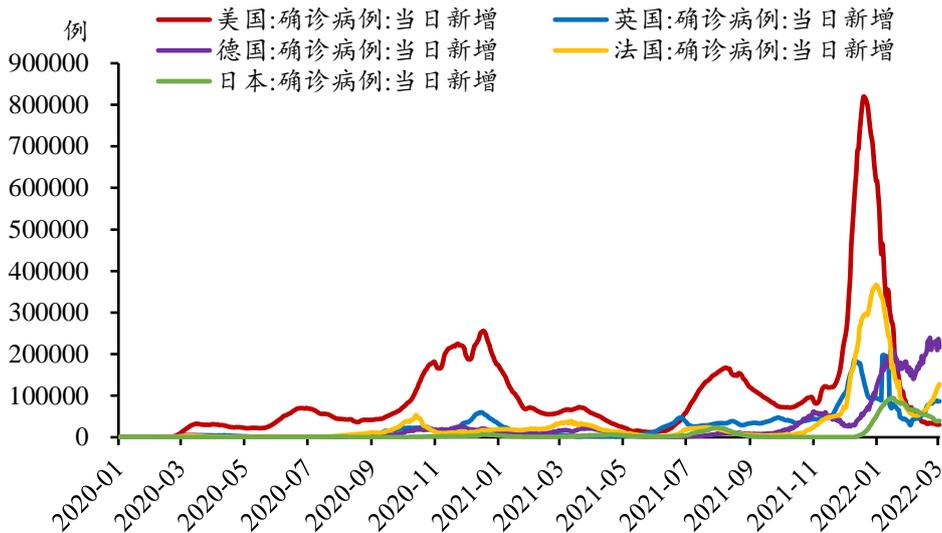
三、2022 年人民币汇率可能迎来趋势之变

3.1 中国疫情防控领先的比较优势在 2022 年可能被打破

新冠疫情爆发以来，中国坚持动态清零政策，疫情防控持续领先。2020 年首轮疫情后，中国境内疫情基本控制得当，偶有零星确诊病例，外溢效应可控，全国复工复产的总体节奏保持稳定，经济走势良好。与之形成鲜明对比的是 2021 年海外疫情出现分化、反复，发达国家由于更广泛和密切的嵌入全球市场，历轮疫情传播期间感染病例均出现激增。新兴经济体同样饱受疫情困扰，印度、俄罗斯、巴西、南非等经济体在应对德尔塔和奥密克戎变种时均表现出更长久的疫情高峰平台期和更高的死亡病例。疫情冲击下，主要经济体出台大规模刺激方案，需求率先修复，同时供给端仍然受到制约，形成了需求复苏阶段性快于供给恢复的局面。得益于疫情防控领先，中国生产有力恢复，叠加外需拉动，出口订单不断向中国转移，外汇市场流动性充裕，支撑人民币大幅升值。

图 26：2022 年一季度国内疫情明显反弹


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 27：发达国家受本轮疫情冲击较早，恢复较快


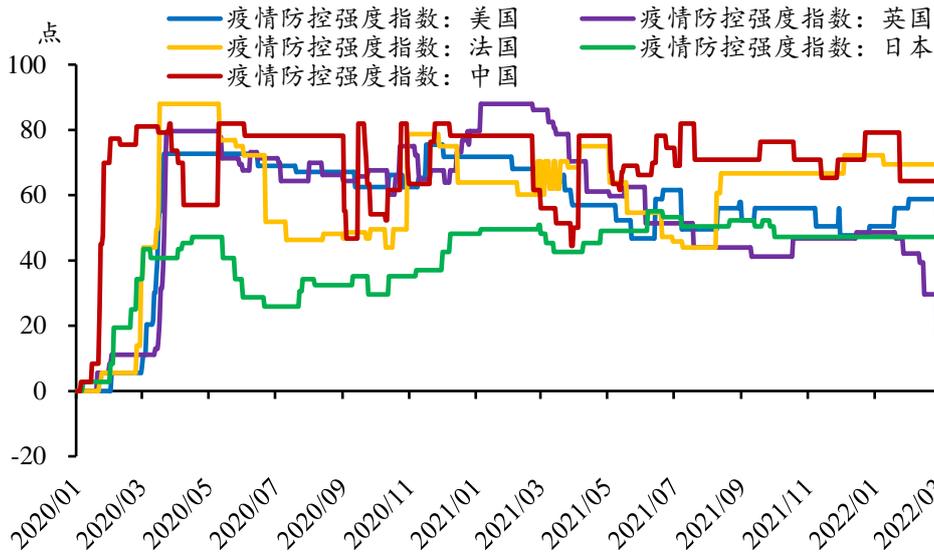
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

中国疫情防控的相对优势在 2022 年可能被打破。

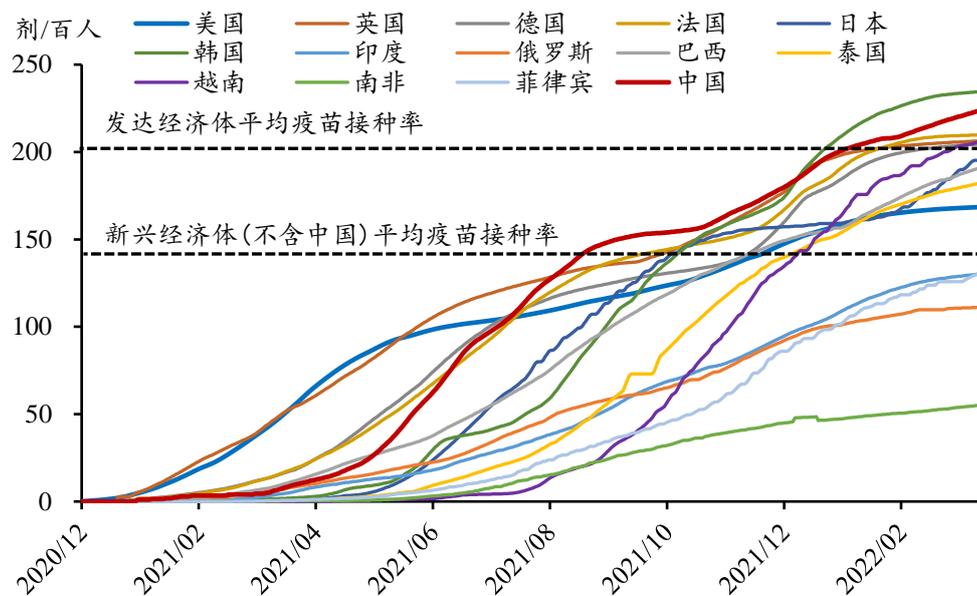
一是众多发达经济体已经开始有序解封，从当前数据看，“共存”策略正在取得成效，尽管确诊人数有小幅反弹，但重症率和死亡人数持续保持低位。2月21日英国宣布“与新冠病毒共存”计划，从2月24日起取消一切防疫措施；韩国、新加坡宣布4月起全面开放边境；美国和德法等欧盟国家也进一步取消包括取消公共场所强制佩戴口罩等防疫措施等防疫措施。

二是新兴经济体面对奥密克戎变种的感染高峰期已过，2022年疫苗产能持续扩张，叠加COVAX疫苗分配计划，新兴经济体平均接种率有望提升，缩窄全球免疫鸿沟。

三是中国本土疫情在2022年一季度出现高点，在动态清零政策下，全国多地对人员流动，企业生产经营采取严格管控措施，经济承担了巨大压力。截至3月28日，中国疫情防控强度指数录得64.35，明显高于其他主要经济体（图28）。在海外疫情高涨，各国不得不对疫情采取较为严格的控制手段时，动态清零政策所营造的稳定经济环境使中国得以吸纳全球生产订单和大量资本，但当海外对疫情防控松绑，并保持了较低的致死率，动态清零政策对生产经营的严格限制可能将在当前背景下使中国丧失比较优势。

图 28：相比发达经济体，中国疫情防控始终保持高强度


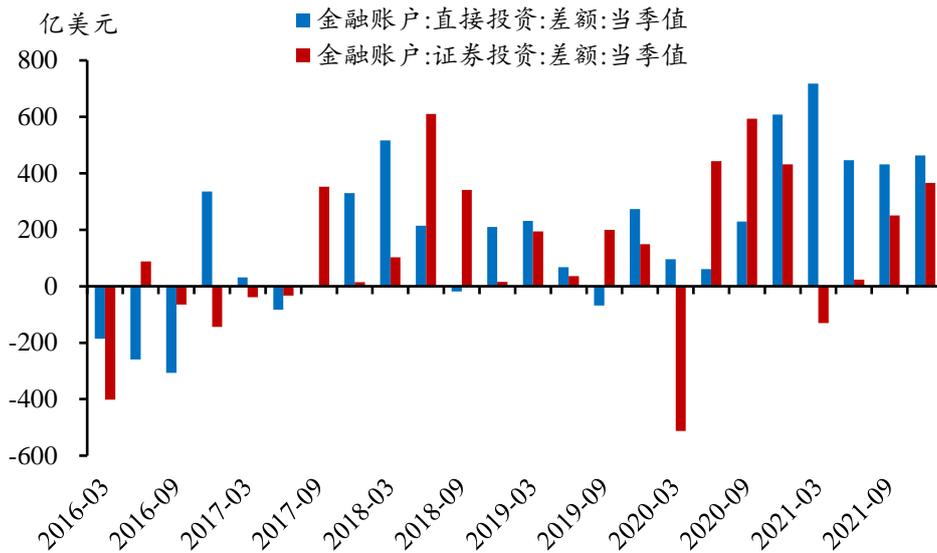
资料来源: CEIC, 信达证券研发中心

图 29：2022 年全球免疫鸿沟有望收敛


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.2 2022 年以来资本外流压力增大，警惕人民币出现贬值预期

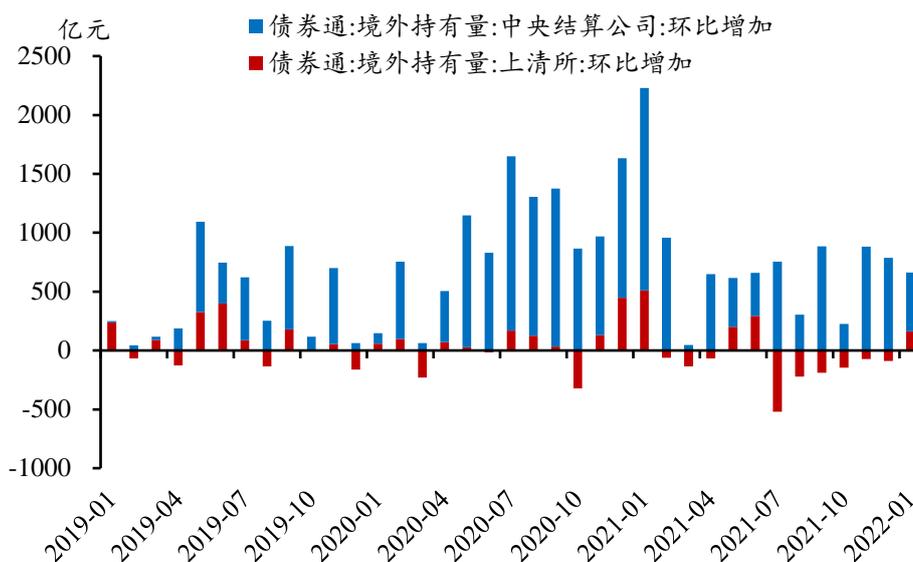
过去两年我国对外资吸引力增强，直接投资顺差增加、证券投资维持顺差。2021 年，我国直接投资顺差增加至 2059 亿美元，2020 年顺差为 994 亿美元。其中 2021 年外商来华直接投资(负债净增加) 3340 亿美元，增长 32%，体现我国经济增长保持全球领先优势，对外资吸引力增强。证券投资方面，2021 年保持顺差，为 510 亿美元，虽低于 2020 年但仍显著高于 2019 年水平，体现我国金融市场对外开放不断推进、人民币币值相对稳定以及国内股票债券投资价值较高的相对优势。

图 30：过去两年我国对外资吸引力增强，直接投资顺差增加、证券投资维持顺差


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2022 年以来资本流出压力加大。多项高频指标均显示出资本外流迹象，从银行代客收付款差额上看，2 月份证券投资由顺差转为逆差 323 亿美元，较 1 月份下降 395 亿美元。在中美利差持续收窄的背景下，中国国债对于外资吸引力有所弱化，2 月债券通境外持有量显著下滑，中央结算公司与上清所口径数据合计减少 804 亿元。股市资金同样面临流出压力，3 月以来陆股通连续三周呈现为净卖出，其中 3 月 7 日至 11 日单周净卖出 363.2 亿元，创下近两年最高值。

警惕人民币出现贬值预期。本轮国内证券市场资本外流存在几方面原因，一是美联储开启加息，全球流动性收紧；二是中美经济复苏步调存在时间差，2021 年四季度以来美国经济基本面表现强劲，中国经济在“三重压力”和疫情反弹影响下呈现出一定的稳增长压力，资金回流美国；三是以美国为首的发达经济体通胀高企，俄乌局势悬而未决，进一步推升通胀压力，市场存在避险情绪，导致资金撤出。证券市场的大幅波动容易强化市场情绪，或加速人民币贬值预期的形成。

图 31：2022 年 2 月债券通境外持有量显著下滑


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

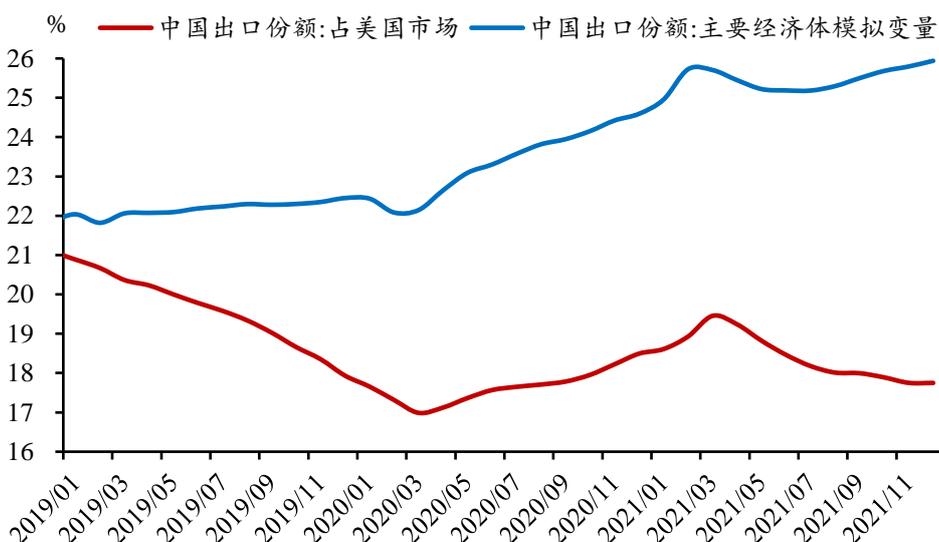
图 32：2022 年 3 月以来陆股通连续净流出


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.3 2022 年出口增速可能前高后低，对人民币汇率的支撑减弱

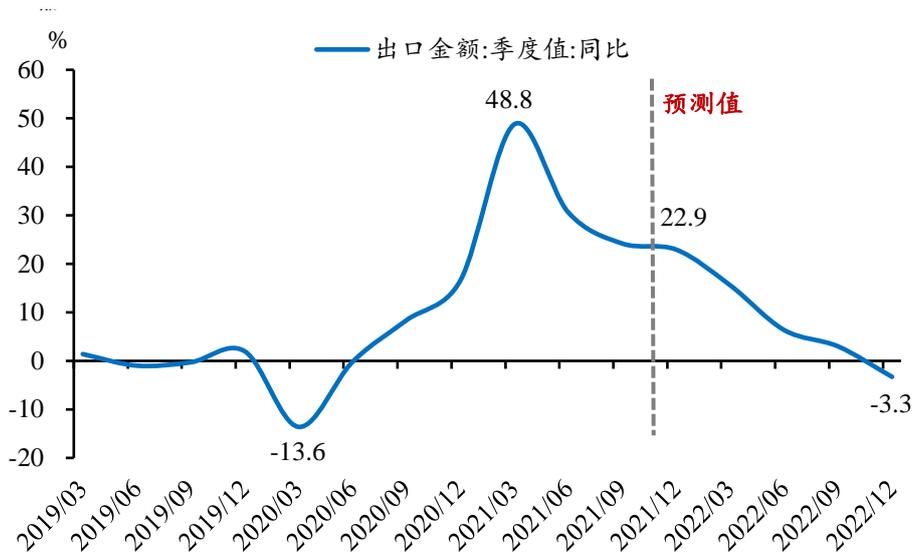
回顾 2021 年，中国出口份额大幅提高后小幅下降。2020 年下半年以来，中国最早控制住疫情，最早实现复工复产，供应链韧性和优势得到提升，开启了一轮波澜壮阔的高增长时期。相应地，中国占全球出口份额不断上升，我们跟踪的出口份额月度数据显示，不管是中国出口占美国市场份额，还是占全球市场份额，都于 2021 年一二季度创下历史性高点。此后伴随海外国家生产能力逐渐修复，中国出口份额呈小幅下降趋势，但 8 月以来随着德尔塔疫情冲击海外供应链，中国占全球出口份额出现重新小幅上升的态势。2021 年出口强势带来了贸易顺差高企、外汇流入增多的局面，对中国经济增长贡献巨大。

2022 年中国出口增速可能回落到 0-5% 区间。2021 年 10 月，WTO 最新预测 2022 年全球出口增速为 4.7%，我们预测 2022 年中国出口增速为 4.65%，略低于全球增速。从全年节奏上看，2022 年中国出口增速逐季下行，四季度或在高基数影响下落入负区间，对人民币汇率的支撑趋于减弱。

图 33：2021 年中国出口份额大幅提高后小幅下降


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 主要经济体代理变量, 系用美国、欧盟、英国、日本、中国出口作为全球出口代理变量, 上述主要经济体出口占全球 60% 以上。

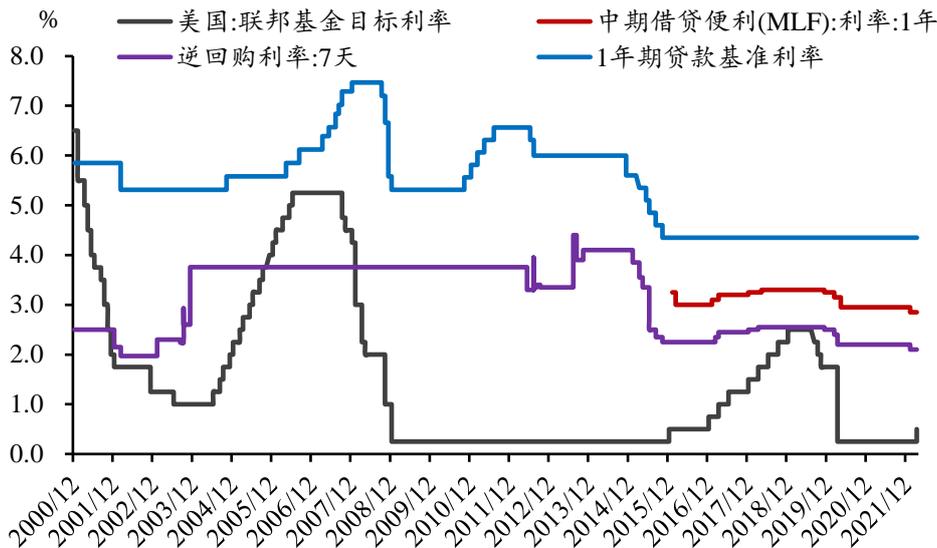
图 34：2022 年中国出口增速预测


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.4 美国货币政策明显紧于中国，可能推动人民币转为贬值

中美货币政策分化，美联储可能开启一轮史诗级的加息周期。3月议息会议上，美联储加息25个基点，自2018年12月以来首次宣布加息。3月经济预测的加息预期已较去年12月大幅强化，多数FOMC官员预计2022年将加息7次，年底基准利率升至1.75%-2.00%。自3月议息会议以来，联储主席鲍威尔多次释放鹰派信号，一是3月4日国会听证会上，鲍威尔在回答议员提问时表示“将不惜一切代价稳定物价”、“历史会证明，你的问题（是否会像沃尔克一样，严厉控制通胀并保持价格稳定）的答案是肯定的”。二是3月22日，鲍威尔隔夜誓言要对通胀采取强硬行动，“必要时，加息幅度甚至可能高于25个基点”。考虑到美国正面临的高通胀环境，我们判断2022年美联储将开启一轮史诗级的加息周期。对比之下，我国2022年稳增长压力较大，中央多次强调慎重出台具有收缩效应的政策，货币政策将维持相对偏松的基调。

美国货币政策明显紧于中国，将推升美债收益率，缩小境内外利差，跨境资本可能从流入转为流出，进而推动人民币从升值转为贬值。3月以来，中美十年期国债利差持续收窄，从100bp的位置降至40bp以下。人民币汇率开始出现贬值压力，美元兑人民币价格从3月初的6.31元升至6.37元。

图 35：2022 年美国货币政策将明显紧于中国


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

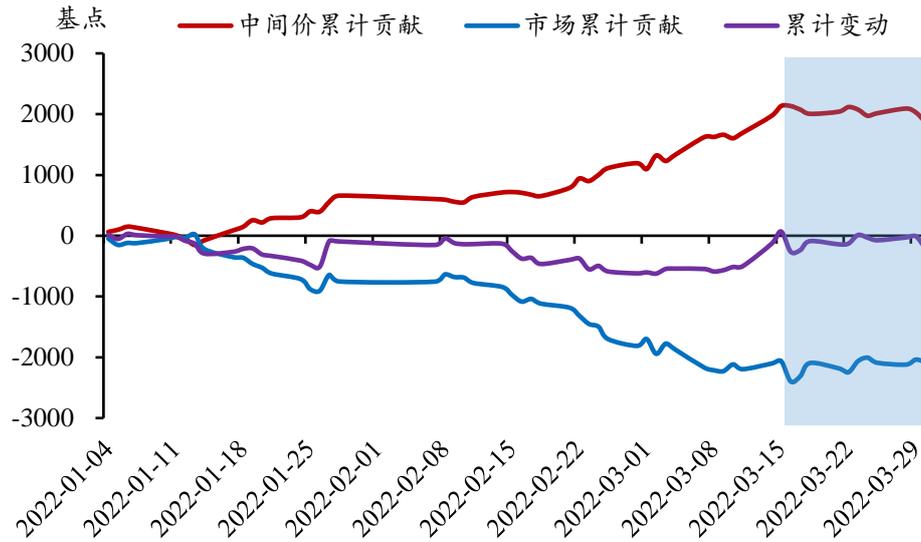
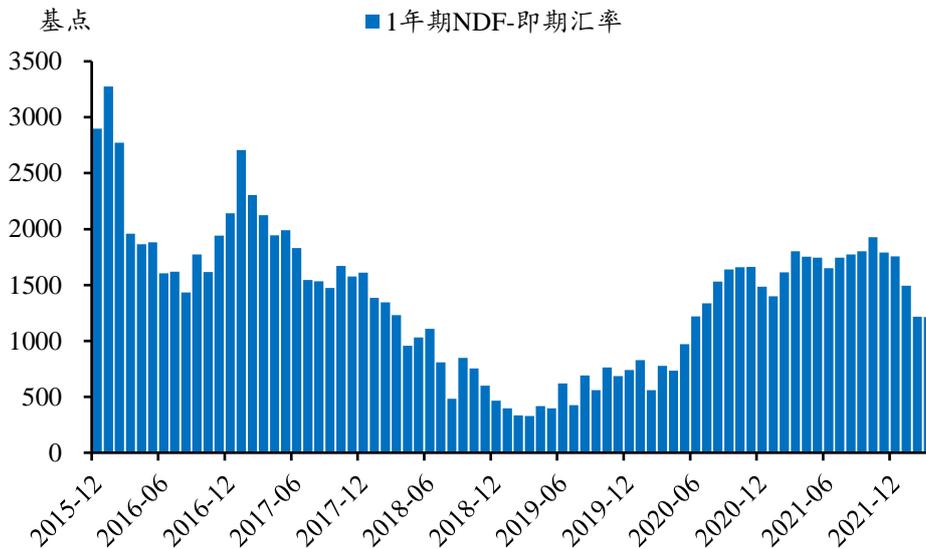
图 36：3 月份以来中美利差不断收窄，人民币汇率趋势出现变化


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3.5 3 月中旬汇率拐点出现，远期市场隐含人民币贬值预期

分解 2022 年以来汇率走势，市场力量从驱动升值转为驱动贬值。从 2022 年初到 3 月中旬，市场力量以驱动人民币升值为主，但 3 月中旬以来，转为以驱动人民币贬值为主。中间价已开始对冲贬值压力维稳汇率。中间价反映出来的央行动作也扭转了，之前面临升值压力的时候，中间价是往贬值方向对冲；贬值压力出现后，中间价开始往升值方向对冲了。

远期市场隐含人民币贬值预期。从一年期人民币无本金交割远期（1 年期 NDF，常用于衡量离岸市场对人民币升值或贬值的预期）来看，2022 年 3 月以来，1 年期 NDF 中枢值为 6.47 元左右，意味着离岸市场预期一年后人民币对美元汇率将贬至 6.47 元。

图 37：3月中旬以来汇率方向已扭转

图 38：远期市场隐含人民币贬值预期


风险因素

疫情再度恶化，政策推进不及预期。

研究团队简介

解运亮，信达证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券和民生证券，任高级经济学家和首席宏观分析师。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

张云杰，信达证券宏观研究助理。阿德雷德大学应用金融硕士，华中科技大学统计学学士。2021年加入信达证券研究开发中心，侧重于研究货币流动性和物价分析。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起6个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。