

从单边升值重返双向波动

——2020年人民币汇率回顾与2021年展望

张明 陈胤默

摘要: 2020年,人民币兑美元汇率呈现出先抑后扬的趋势,2021年以来,人民币总体上保持了升值趋势。本文总结了2020年人民币汇率波动的特征,从四方面探讨了人民币升值的原因,分析了人民币持续升值可能带来的潜在风险,并对2021年人民币汇率走势进行了展望。

关键词: 人民币汇率;新冠肺炎疫情;宽松货币政策

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

2020年,人民币兑美元汇率呈现出先抑后扬的趋势,总体升值了6.5%;人民币兑欧元汇率总体下跌了2.7%;人民币兑日元总体升值了1.3%;人民币兑CFETS篮子指数和BIS篮子指数均上升了4%左右。2020年,人民币兑美元汇率表现十分亮眼,但人民币对美元的升值幅度,既低于美元指数下跌幅度,也低于欧元对美元的升值幅度。

2021年,美元兑人民币汇率可能围绕6.4左右的中枢水平,重新呈现双向波动态势,而非继续延续2020年6月至2020年年底人民币兑美元汇率单边快速上行的趋势。如果中国央行开始采取更加中性

的外汇与资本管制政策、中国央行重新采用边际放松货币政策、美国经济复苏超预期、中美双边摩擦超预期恶化,那么,人民币兑美元汇率可能再度贬值。

一、2020年人民币汇率波动的特征

2020年,人民币兑美元汇率呈现出先跌后升的态势。2019年12月31日至2020年12月31日,汇率中间价由6.9762至6.5249,总体升值了6.5%,年内最大涨幅8.5%。人民币兑美元汇率的波动,大致可以划分为如下两个阶段(见图1):第一个阶段是2019年12月31日至2020年5月29日,人民币兑美元汇率呈贬值态势,总体下跌了2.2%;第二个阶段是2020年5月29日至2020年年底,人民币兑美元汇率转为快速升值,累计升幅达8.5%。

2020年,人民币兑欧元汇率表现出升跌交替态势。2019年12月31日至2020年12月31日,汇率中间价由7.8155至8.0250,总体贬值了2.7%,年内最大跌幅9.7%。人民币兑欧元汇率走势大致也可分为如下两个阶段(见图2):第一个阶段是2019年12月31日至2020年7月31日,人民币兑欧元

作者简介: 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。

图1 美元兑人民币汇率走势

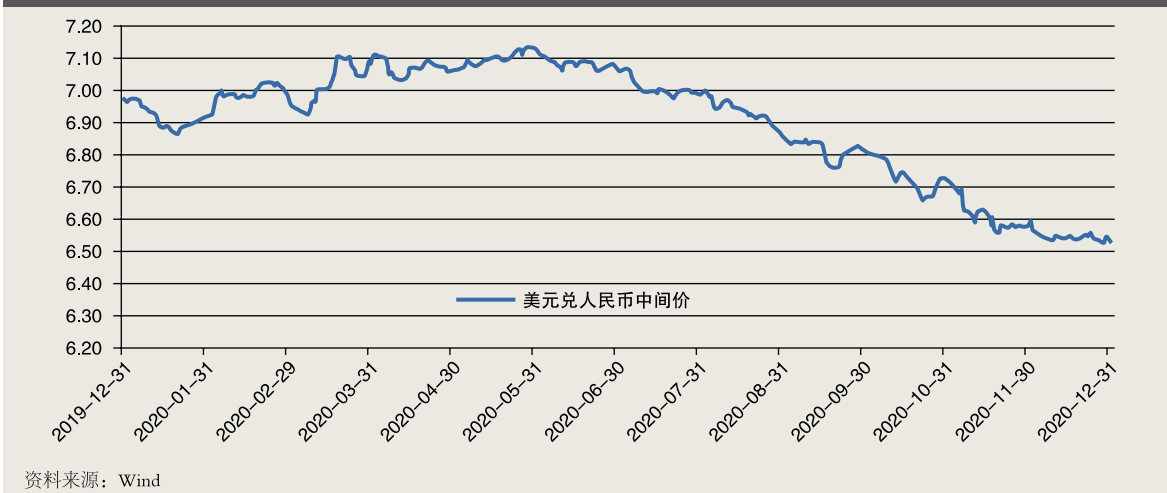
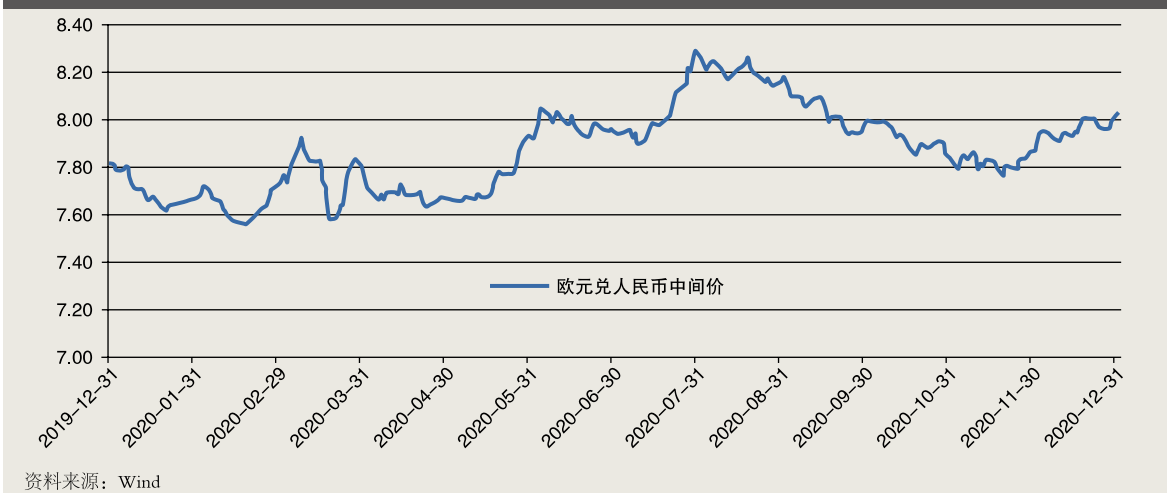


图2 欧元兑人民币汇率走势



汇率呈波动中由升转跌的趋势,总体贬值了6.0%;第二个阶段是2020年7月31日至2020年年底,人民币兑欧元汇率转为快速上行,总体升值3.2%,该阶段最大升值为6.4%。

2020年,人民币兑日元汇率走势呈小幅升值态势。2019年12月31日至2020年12月31日,汇率中间价由6.4086至6.3236,年内总体升值了1.3%。人民币兑日元汇率的波动在一年内可谓一波三折,大致可分为如下三个阶段(见图3):第一个阶段是2019年12月31日至2020年3月10日,人民币兑日元汇率呈由升转跌态势,总体下跌了5.5%;第二个阶段是2020年3月10日至2020年7月31日,人民币兑日元汇率呈现宽幅波动特征,总体涨幅为1.3%;第三个阶段是2020年7月31日至2020年

年底,人民币兑日元汇率转为上行,总体涨幅为5.2%。

2019年12月31日至2020年12月31日,人民币兑CFETS篮子指数由91.39上升至94.84,呈先升后降再升的特点,总体上升了3.8%。其走势大致可分为如下三个阶段(见图4):第一个阶段是2019年12月31日至2020年3月20日,该指数由91.39升至95.73,升幅为4.7%;第二个阶段是2020年3月20日至2020年7月31日,该指数由95.73降至91.42,下跌了4.5%;第三个阶段是2020年7月31日至2020年12月31日,该指数由91.42升至94.84,升幅为3.7%。

2019年12月31日至2020年12月31日,人民币兑BIS篮子指数由95.09升至98.68,呈现出

图3 100日元兑人民币汇率走势

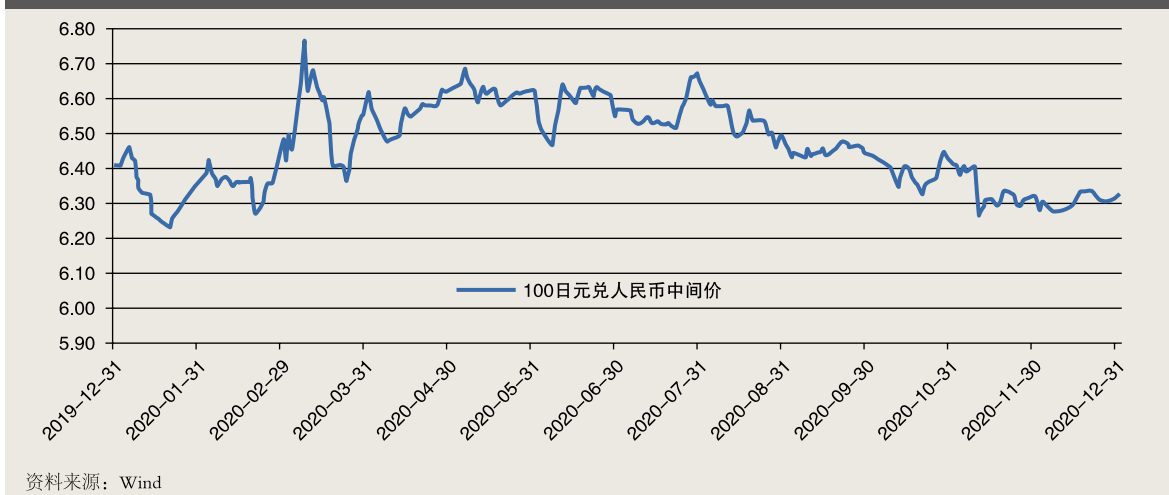
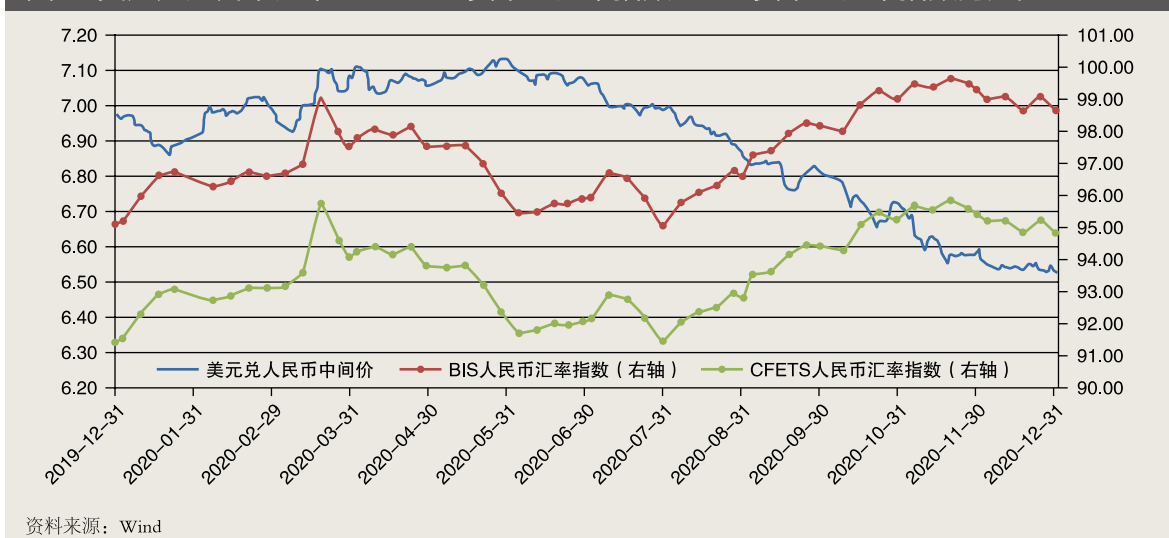


图4 美元兑人民币汇率、CFETS货币篮汇率指数、BIS货币篮汇率指数的走势



先升后降再升的特点，总体上升了3.8%。其走势大致可分为如下三个阶段（见图4）：第一个阶段是2019年12月31日至2020年3月20日，该指数由95.09升至99.03，升幅为4.1%；第二个阶段是2020年3月20日至2020年7月31日，该指数由99.03降至95.03，下跌了4.0%；第三个阶段是2020年7月31日至2020年12月31日，该指数由95.03升至98.68，升幅为3.8%。

二、2020年人民币汇率总体上升的原因

2020年，人民币兑美元汇率呈现快速上升的原

因有如下四点。

第一，由于新冠肺炎疫情对中国与美国的冲击存在时间差，再加上中国政府应对疫情的反应速度与政策力度显著好于美国，导致中国经济复苏程度始终显著好于美国，进而导致中美无风险利率之差显著拉大，大量短期国际资本流入中国，推动了人民币兑美元汇率上行。

2019年第四季度至2020年第三季度，中国季度GDP同比增速分别为6.0%、-6.8%、3.2%和4.9%，美国则分别为2.5%、0.6%、-9.0%和-2.6%。2020年第二季度，中美季度GDP同比增速之差拉大至12.2%，但第三季度，又缩小至7.5%。

美国经济深度下滑导致美联储实施了极其宽松

图5 中美利差 (单位: %)

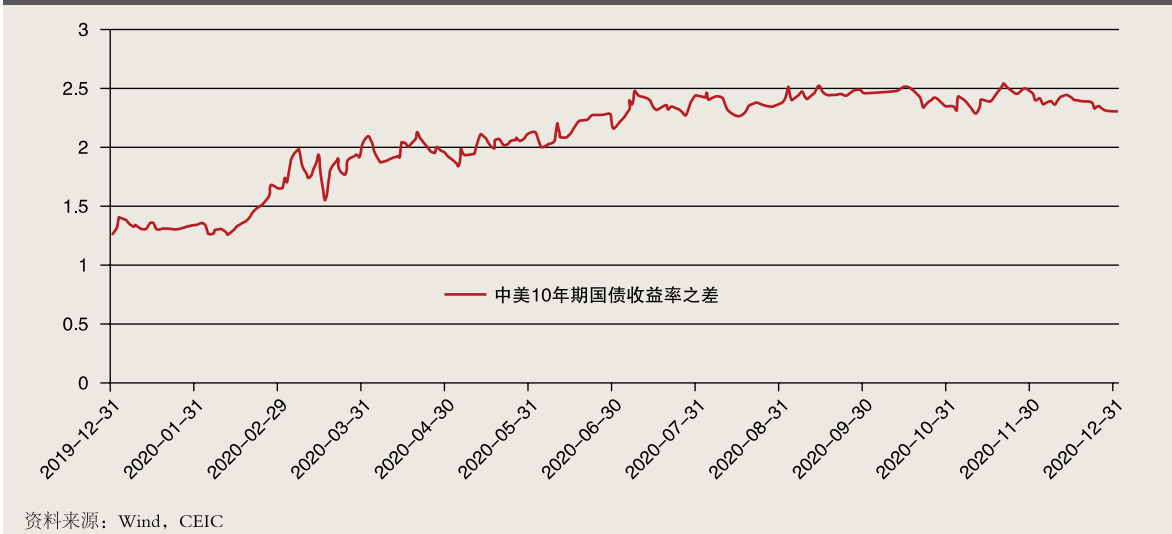
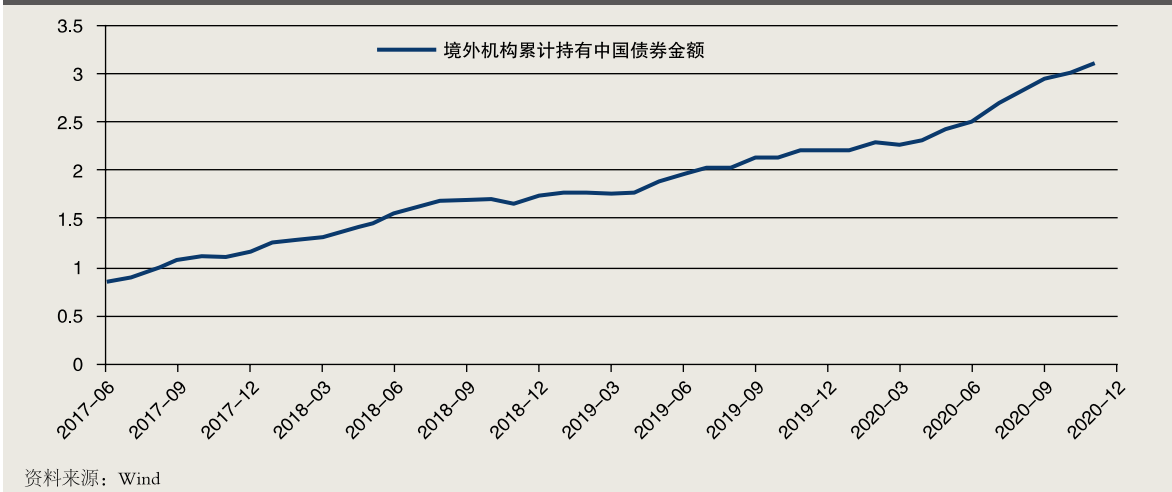


图6 境外机构累计持有中国债券金额 (单位: 万亿元)



的货币政策，而中国经济触底反弹导致中国央行已经开始逐渐实施货币政策正常化。货币政策方向的差异导致中美利差迅速拉大。2020年，中美10年期国债收益率之差逐渐拉大（见图5）。2019年12月31日至2020年12月31日，中美10年期国债收益率差由125个基点拉大至228个基点。2020年期间有三次显著放大。一是2020年2月14日至2020年3月9日，由129个基点拉大至199个基点，这对应着图1中人民币兑美元汇率在2020年上半年的第二波上升；二是2020年6月8日至2020年6月29日，上述收益率之差由202个基点拉大至228个基点，但该期间人民币兑美元汇率呈现出双边震荡走势；三是2020年6月29日至2020年12月31日，

中美10年期国债收益率之差持续放大，保持在240个基点上下波动。

如此之大的无风险利差自然会让中国迎来大规模的短期资本流入。债券通的数据显示，截至2020年11月末，境外机构累计持有中国债券3.09万亿元人民币，较2020年10月末增加了967亿元（见图6）。这导致了2020年6月至2020年年底人民币兑美元汇率的快速上行。

第二，中国金融市场加快了向外国机构投资者开放的步伐，中国金融产品也被越来越多地被纳入全球金融指数，从而在总体上会增加外国投资者对中国金融资产的配置。2019年9月10日，中国央行宣布取消对QFII与RQFII的投资额度限制。中国

图7 美、欧、日央行资产负债表总资产规模变动趋势（2006—2020年）

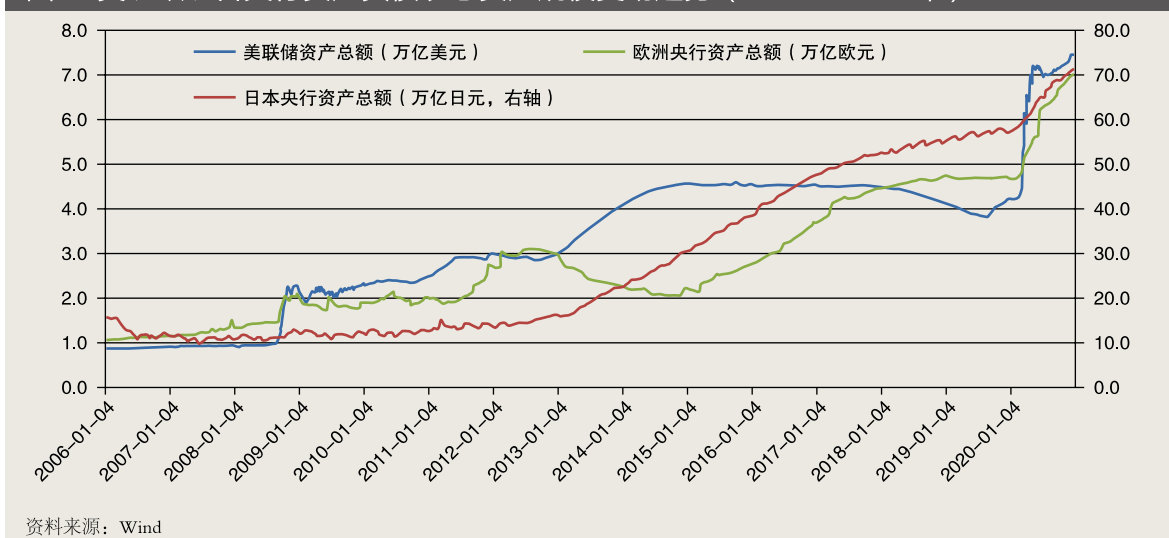
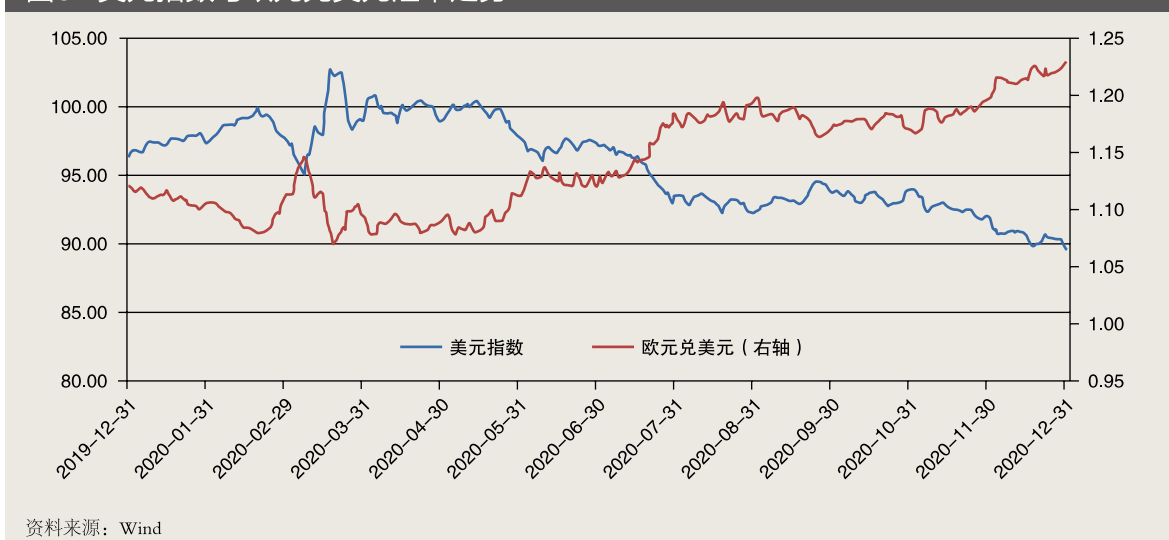


图8 美元指数与欧元兑美元汇率走势

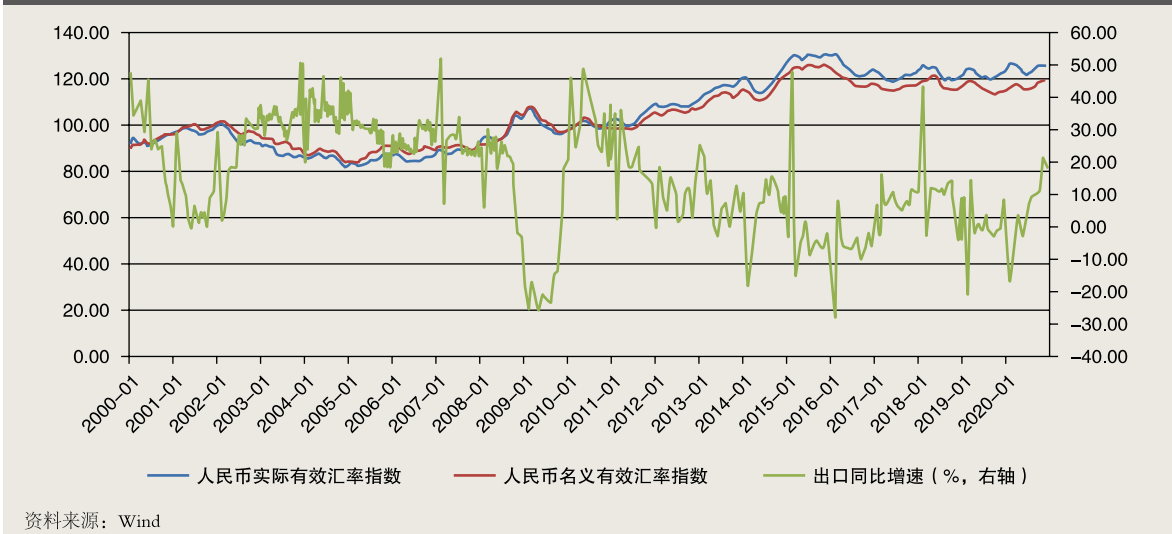


政府债券分别于2019年4月、2019年9月和2020年9月，先后被纳入了彭博巴克莱全球综合债券指数（BBGA）、摩根大通全球新兴市场多元化债券指数（GBI-EMGD）和富时世界国债指数（WGBI）。迄今为止，中国债券已经被三大国际债券指数全面接纳。根据海通证券的估计，纳入三大国际指数预计能够带来2400亿~3800亿美元的被动跟踪资金流入。

第三，全球发达国家央行开闸放水，导致全球流动性过剩（见图7）。面对疫情，几乎所有发达国家的央行都实施了史上最宽松的货币政策。这其中包括实行零利率或者负利率，也包括比较大规模的

公开市场的操作，例如，量化宽松。2021年，在全球经济复苏程度有限的前提下，发达国家可能很难退出极其宽松的货币政策，其能做的无非是在增量上不再加码。其中，值得关注的一个事件是美联储于2020年8月调整了货币政策框架，其平均通胀目标将在较长的时间内维持在2%的水平。这就意味着，即使2021年美国核心通胀率超过了2%，美联储也可能在短期内不会收紧货币政策。因此，一个大概率事件是2021年发达国家央行的宽松货币政策还将继续维系。2020年，包括中国在内的新兴市场都面临短期资本大规模流入的情况。以中国为例，2020年大量外国资金流入中国债券市场。在全

图9 出口同比增速与人民币有效汇率走势



球债券收益率为零甚至负利率的情况下，中国 10 年期国债收益率仍有超过 3% 的收益率，这就是一种无风险套利。

第四，美元指数自身在波动中下行。由于在美元指数中，欧元兑美元汇率的权重高达 57.6%，因此美元指数走势与欧元兑美元汇率走势之间呈现出非常显著的负相关（见图 8）：当欧元兑美元升值时，美元指数倾向于下跌；反之，当欧元兑美元贬值时，美元指数倾向于上升。总体来看，美元指数在 2020 年呈先升后降的态势，对应着欧元兑美元汇率的先降后升。在整个 2020 年，美元指数由 96.4 跌至 89.9，跌了 6.7%，其走势大致可以分为两个阶段。第一阶段是 2019 年 12 月 31 日至 2020 年 3 月 19 日，美元指数由 96.4 升至 102.6，升幅 6.5%。事实上，仅在 2020 年 3 月 9 日至 3 月 19 日这 10 天之内，美元指数就由 95.0 升至 102.6，升幅高达 8.0%。这 10 天内，恰好也是全球金融市场在新冠肺炎疫情冲击下波动最剧烈之际。随着美股在 10 天内 4 次熔断，全球市场上出现了美元流动性危机，对美元流动性的需求显著超过供给。这是美元指数在短期内急剧上升的根本原因。第二阶段是 2020 年 3 月 19 日至 2020 年年底，美元指数由 102.6 降至 89.9，跌了 12.4%。赵伟（2020）认为，从历史经验来看，2020 年的美联储“大放水”与美元指数走弱之间并没有明显的相关关系。短周期来看，美欧经济偏离程度对美元指数走势影响最大，因而美元指数在

2020 年 5 月以来的走势，与美国疫情总体控制差于欧洲，从而持续拖累经济预期有关。导致 2020 年 3 月下旬以来美元指数总体下行的主要原因，是随着疫情在美国的恶化，导致其经济增速与无风险利率双双下行，进而造成美国与其他重要发达经济体的增长差与利差均显著收窄。

此外，2020 年人民币对美元的升值幅度，要显著低于欧元等货币对美元的升值幅度。这意味着人民币对美元升值在较大程度上受到美元指数下跌的影响。

三、2020 年 6 月以来人民币汇率较快上升蕴含的潜在风险

2020 年 6 月以来人民币汇率较快上升蕴含的潜在风险之一，是人民币过快升值，在经过一段时滞后可能冲击出口。

2019 年 12 月至 2020 年 11 月，人民币有效汇率呈现出波动中上行的态势。在此期间，人民币实际有效汇率指数上升了 3.2%，人民币名义有效汇率指数上升了 4.6%。具体看，人民币有效汇率的波动又可分为三个阶段：第一个阶段是 2019 年 12 月至 2020 年 3 月，人民币有效汇率与名义有效汇率均呈显著上升态势；第二个阶段是 2020 年 4 月至 2020 年 6 月，人民币有效汇率与名义有效汇率均呈下跌态势；第三个阶段是 2020 年 7 月至 2020 年 11 月，人

民币有效汇率与名义有效汇率均呈宽幅上升态势。

2020年，受疫情冲击，中国出口在第一、第二季度大幅下挫，出现了负增长。中国经济最先从疫情冲击中缓和过来，第三、第四季度开始企稳回升，出口在2020年11月的同比增速达21.1%（见图9）。在全球因受疫情冲击，需求普遍疲软的情况下，中国的出口表现得如此亮眼，主要有两个原因：一是在疫情影响下，中国在医疗物资和远程办公领域的出口增长非常明显；二是疫情对中国和全球的冲击不同步，中国企业的供应链早于其他新兴市场国家恢复。短期内，中国企业在全球产业链的地位不降反升。

未来一段时间，出口额同比增速估计难以维持2020年第三、第四季度的高水平，原因有三：一是外部需求的复苏可能不及预期；二是其他新兴市场经济体的复工复产将导致中国在全球产业链上的短期不可替代性逐渐被削弱；三是2020年下半年人民币有效汇率的快速上升在经过一段时滞后将对出口增速造成负面影响。这意味着未来净出口对经济增长的贡献与2020年第三、第四季度相比可能会有所下降。

2020年6月以来人民币汇率较快上升蕴含的潜在风险之二，是短期资本流入过快，会继续助推汇率上行，并可能带来资产价格的过快上涨。2020年中国国际收支将是一个规模较大的经常账户顺差与规模可控的金融账户逆差的组合。展望2021年，一方面，2020年的经常账户顺差是基于疫情冲击下的特殊表现，并不具备可持续性；另一方面，由于中国成功地控制住了疫情，使得从2020年第二季度起，中外增长差与利差迅速拉大，从而吸引了较大规模的证券投资流入。例如，2020年，中国债券市场的资金流入接近1万亿元人民币（见图6）。较大的中外增长差与利差将会延续至2021年。

预计2021年中国可能出现规模较小的经常账户顺差与规模较大的金融账户顺差的组合。在双顺差再度出现的情况下，人民币兑美元汇率以及人民币有效汇率依然存在一定的上行空间。不过，在2020年外国证券投资汹涌流入的背景下，2020年第三季度中国金融账户依然出现了849亿美元的逆差，说明通过错误与遗漏项的资本流出规模依然巨大，这一点值得警惕。

四、对2021年人民币汇率的展望

2021年，人民币兑美元汇率的走势将面临较大的不确定性。短期内人民币兑美元仍可能面临一定的升值压力，而多种因素的变化则可能意味着人民币对美元的升值速度会下降，汇率的双边波动有望显著上升。综合分析，继续推高人民币汇率的因素有如下三点。

第一，中美经济增速差可能缩小，但宽利差仍将维持。随着疫情逐渐趋于稳定，在2020年下半年美国经济增速开始反弹。这意味着，从2020年第四季度起，中美经济增速之差可能会逐步趋于收窄。另外也意味着，中美无风险利差进一步扩大的概率很低，适当收缩的概率正在上升。值得注意的是，与全球发达国家央行实施大规模的宽松货币政策不同，中国央行从2020年5月起就从边际上收紧了货币政策，旨在防范过于宽松的货币政策可能引发资产价格泡沫（包括房市与股市）；但考虑到2021年中国经济复苏基础依然不太牢固，且财政政策大概率会回归正常化，预计2021年中国货币政策不会继续按照2020年5月以来的节奏收缩，而是会大致保持在当前水平上。

第二，美元指数可能在波动中下行。美元指数在2020年先升后降，从2020年3月的103左右降至2020年年底的90上下，跌幅可谓显著。管涛（2020a）认为，美元走势在2021年存在较大的不确定性，即便在基准情况下，世界经济重启，美元指数回落，但在后疫情时代，美元回落持续的时间和调整的幅度则取决于主要经济体修复的速度。笔者认为，美元指数在2021年下行幅度较为有限。疫苗在2021年下半年可能在美国大规模接种，美国经济可能超预期反弹。这意味着美元指数在2021年可能先降后升，中枢大概在87—88左右。

第三，拜登上台后中美经贸摩擦可能暂时缓和。与秉持孤立主义、民粹主义的特朗普政府相比，拜登政府的表现可能会更加成熟老练。拜登政府大概率会回归奥巴马政府的多边主义经济外交策略。特朗普政府是退群，拜登政府可能会重新入群。特朗普政府是既敲打竞争对手也敲打盟友，拜登政府可能会更加团结盟友来遏制竞争对

手。从这一视角出发，2021年全球贸易环境可能会好于2019年与2020年。预计中美经贸摩擦在2021年继续恶化的概率很小，有可能出现较为积极的缓和。然而，拜登上台并不会改变美国在中长期遏制中国崛起的战略取向，因而不宜对此过于乐观。中美博弈的形势可能会发生变化，但长期化、持续化的趋势不会改变。

虽然以上三点因素会驱动人民币对美元呈升值态势，但如下四点因素也可能导致人民币汇率下行。第一，中国央行开始采取更加中性的外汇与资本管制政策。例如，央行取消了金融机构远期售汇准备金、淡出了逆周期因子的使用、扩大了QDII规模、上调了境内企业境外放款的宏观审慎调节系数（由0.3上调至0.5）、下调了跨境融资宏观审慎调节参数（由1.25下调至1）等。第二，中国央行虽然从2020年5月起从边际上收紧了货币政策，但不排除中国经济若在2021年不及预期或系统性金融风险上升，中国央行或将重新考虑采用边际放松的货币政策。第三，如果美国经济超预期复苏，美联储将被迫提前收缩货币政策。美国商务部的公开信息显示，美国经济已表现出复苏迹象。第四，如果中美经贸摩擦超预期恶化，可能将导致人民币兑美元贬值。在拜登政府上台后，美国对华进行遏制甚至封锁的总体战略并不会发生改变，中美经贸摩擦很可能长期化与持续化，而且拜登政府将回归到通过多边主义策略向中国施压的路径上。这会让中国政府更难进行应对。在经过一段时间的平静期（例如，2021年上半年）之后，中美经贸关系可能再度发生新的变数，不排除出现超预期恶化的可能。

市场分析人士对人民币走势的分析，持有与本文不同的观点。张菁（2020）认为，2021年，人民币汇率的高点大概在6.2~6.3附近，驱动人民币汇率上行的逻辑将从“先进先出优势+美元下跌”双驱动转为“美元下跌”的单驱动。魏伟和薛威（2021）则认为，短期美国强于欧洲，发达国家好于新兴市场经济体的格局还将会延续，从而会带来美元指数继续回升，非美货币整体走弱，人民币兑美元汇率将会呈现双向波动态势，但仍有进一步上行的可能性。管涛（2020b）较为谨慎地分析了2021年经

济基本面和金融市场的变化，认为导致人民币汇率升跌的因素同时存在，2021年人民币汇率走势的变化可能没有想象中的那么强。

五、总结与启示

预计2021年美元兑人民币汇率破7的概率很小，更有可能围绕6.2~6.6的区间上下波动，中枢水平在6.4左右。最后值得一提的是，考虑到6.1是1994年人民币汇改以来至今这26年间汇率的最高点（也是2015年“8·11”汇改之前的汇率水平），因而一旦人民币汇率在特定情形下突破了6.1，那么再突破6.0也就并非难事；但如果中国央行开始采取更加中性的外汇与资本管制政策、重新采用边际放松货币政策，美国经济复苏超预期以及中美双边摩擦超预期恶化，那么人民币兑美元汇率可能再度下行。

预计2021年人民币兑CFETS货币篮指数可能在93-98区间内波动，人民币兑BIS货币篮指数可能在97-102区间内波动。2021年中国外汇储备可能温和增长，外汇储备的结构未必会显著变化。在人民币汇率升值与境内外利差高企的背景下，人民币国际化的速度将会再度加快。

参考文献：

- [1] 管涛：如何看待当前人民币汇率快速上涨[J]. 国际金融，2020a（11）：15-18
- [2] 管涛：逻辑比结论重要，关于明年货币政策与人民币汇率的猜想[EB/OL]. 中银证券货币政策和汇率研究报告，2020b
- [3] 魏伟、薛威：“拜登行情”高潮来临[EB/OL]. 平安证券商品与汇率市场周报，2021.1.17
- [4] 张菁：由升转稳，重视波动[EB/OL]. 中信期货利率衍生品策略报告（汇率），2020.12.20
- [5] 赵伟、徐骥、曹金丘：美元看空“陷阱”[EB/OL]. 开源证券研究报告，2020.12.20

（责任编辑：赵廷辰）