

# 人民币兑美元汇率单边升值趋势可能已经结束

宝城期货金融研究所 程小勇

1 月份，人民币汇率升值势头有所放缓，这其中既有美联储在新一轮财政刺激预期下可能提前结束资产购买计划，美元汇率止跌反弹的原因，也有中国经济可能触及峰值，中美利差缩减的原因。

从人民币汇率走势的长期驱动力来看，主要来源于经济增长前景、货币政策、通胀预期和贸易顺差等因素有关。对于未来人民币汇率，我们认为单边上涨的趋势可能已经结束，未来双向波动可能会是常态。主要原因在以下几个方面：

一是中国经济复苏已经回到潜在增速水平附近，进一步上冲的空间较小。人民银行货币政策司司长孙国峰介绍，目前，经济已经回到潜在产出水平，企业信贷需求强劲，货币信贷合理增长，说明当前利率水平是合适的，这意味着当前利率进一步下降的可能性较小。总的来看，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定，与我国对外贸易和经济基本面是相符的。与其他主要货币相比，人民币对美元汇率升值幅度也较为适中。

从经济指标来看，工业制造业增速可能触顶。12 月工业增加值超预期，主要原因是天冷导致发电、煤炭生产、天然气生产进一步带动，制造业持平于 11 月。从分项看，制造业同比增速为 7.7%，持平上月；采矿业同比增速为 4.9%，大幅高于上月的 2.0%；公用事业同比增速为 6.1%，大幅高于上月的 5.4%。

工业方面，12 月单月继续加速的主要是黑色金属、通用设备、计算机电子、医药制造等行业，而化学原料和化学制品制造业、橡胶和塑料制品制造业、有色金属冶炼及压延行业、专用设备制造业、汽车业、电气机械及器材制造业增加值有所减速。从主要产品看，增速处于高位集中于冶炼（钢材、有色）、设备（工业机器人、机床、发电设备）、电子产品（平板电脑），主要与海外疫情带来的出口需求增长有关。

从产业利用率来看，去年 12 月规模以上工业企业产能利用率升至 78%，创下 2017 年供给侧改革以来最高纪录，由于海外需求由中国制造业满足，再加上企业利润率处于高位，工业企业产能利用率达到很高水平。

投资方面，去年 12 月全国固定资产投资增速回落至 11.3%，但依旧高于去年上半年。主要驱动力来源于制造业，而房地产投资和基建投资增速是回落的。去年 12 月，制造业投资增速略微回落至 10.2%，上月为 12%；房地产投资增速回落至 9.2%，上月为 11.5%；基建投资（不含电力）增速回落至 4.3%，上月为 5.9%。

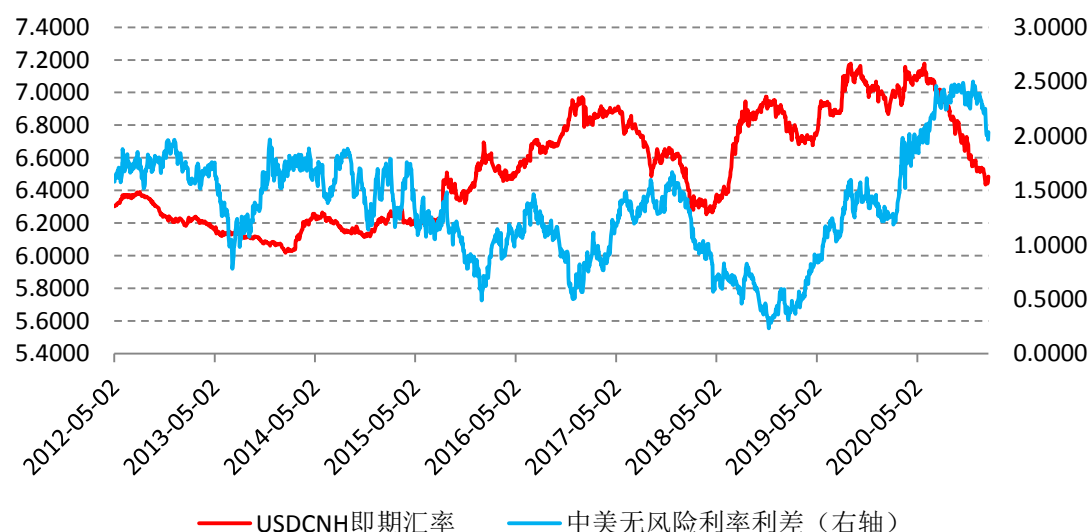
其中制造业中下游行业投资增速在 12 月表现强劲，但进一步提升空间较小。增速明显加快的是汽车（12 月单月增速为 20.9%，11 月单月增速为-12.1%）、通用设备（12 月单月增速为 27.5%，11 月单月增速-3.3%）、专用设备（12 月单月增速为 32.3%，11 月单月增速为 13.2%）、电气机械（12 月单月增速为 27.9%，11 月单月增速为-0.9%）。电子设备制造业 12 月单月增速有所回落，为-3.4%，但 11 月的增速为 36.4%。

房地产方面，去杠杆下，企业的行为倾向于加快销售、减少拿地、加快新开工与施工。融资受限下投资整体是承压的，但在高销售的对冲下，回落是偏慢的。12 月，商品房销售面积增速为 11.47%，前值为 12.05%；新开工面积当月同比为 6.3%，前值为 4.1%。

另外，由于疫情改变了居民生活习惯，航空、餐饮等消费表现偏弱。而在海外工业生产逐步恢复的情况下，电子产品出口增速也难以继。国家统计局公布的数据显示，12 月社零当月同比增速为 4.6%，前值为 5%。11 月拉动限额以上增长的主要贡献力量是通讯器材，达到 43.6%，可持续性不高，12 月通讯器材增速回落至 21%。

二是中美利差回落，这意味着人民币兑美元汇率单边升值势头可能已经结束。统计数据发现，截至 2021 年 1 月 15 日，中美 10 年起国债利差回落至 2.0363 个百分点，在去年 11 月 20

日一度升至 2.5005 个百分点。而 2012 年 5 月以来，美元兑离岸人民币汇率和中美利差呈现中等偏高的负相关关系。



图为美元兑离岸人民币汇率和中美利差走势对比

三是大规模财政刺激增加了美国居民储蓄，未来某段时间可能引发美国通胀上升，从而美元汇率可能会反弹。数据显示，美国家庭的累计储蓄比大流行前高出约 1.5 万亿美元。储蓄增加、房价上涨和股市飙升共同驱动四季度美国家庭净资产增加了 8 万亿美元，使其比 2019 年第四季度的水平高出 11%。相比之下，大萧条期间的家庭净资产下降了 15% 以上。

因此，2021 年，继续押注人民币兑美元汇率单边大幅升值的投资策略面临一定的风险，投资者可以运用芝商所的美元/离岸人民币期货合约来对冲风险。该期货合约具有以下几个优势：基于离岸人民币曲线的对冲和风险管理机会；享有高额对销率，与芝商所其它产品的对销率最高可达 45%；期货保证金与其他双边场外交易外汇产品相比资本效率更高，还可通过在 CME Clearing 清算的场外交易人民币产品享有跨市场保证金机会等。