

两会观察 | 两会来袭，人民币汇率怎么走？

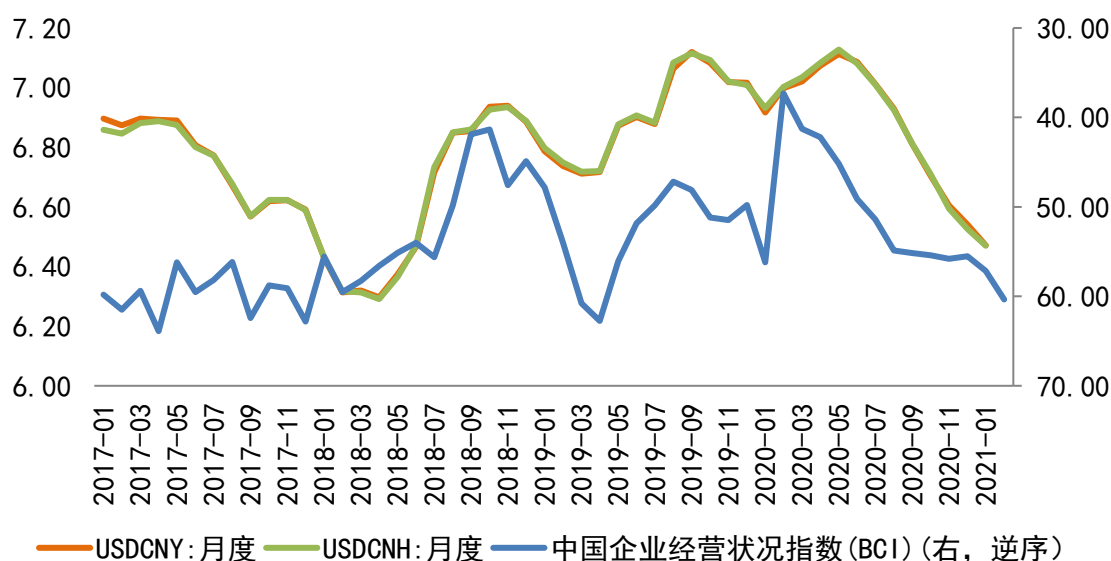
观点一览：1) 对于今年两会重点，我们认为一是，经济增长目标或将继续淡化；二是，货币政策预计回归常态，财政政策总量层面相对收敛；三是，国内循环为主体。2) 2015 年至今，两会前后人民币汇率走势呈现明显反转的概率较低，且当人民币汇率处于上行或下行通道中时，其在两会前后的走势一般趋于一致。在两会召开期间，人民币汇率波动幅度普遍趋弱，整体呈窄幅震荡态势。综上，我们认为，今年两会前后，人民币汇率仍将延续目前走势逻辑，预计短期内人民币下行空间不大，整体走势保持稳定，在当前区间范围内震荡。

全国政协十三届四次会议和十三届全国人大四次会议，将分别于 2021 年 3 月 4 日和 2021 年 3 月 5 日在北京召开。两会一直都是大家关注的动向，希望可以在两会时听到对自己有利的政策出台，而前一年的一些社会经济领域热点也大多会成为次年两会的重点。今年是“十四五”规划开局之年，开启向第二个百年奋斗目标迈进征程。因此，今年两会的重要性不言而喻。

(一) 知晓两会

“两会”是对自 1959 年以来历年召开的中华人民共和国全国人民代表大会和中国人民政治协商会议的统称。由于两场会议会期基本重合，“两会”通常在每年三月份召开，为期 13 天左右。作为国家政治生活中的大事，每年的“两会”都会总结过去、规划未来、设定当年的政府工作和为后续工作的开展奠定总基调，例如经济增速目标、财政赤字规模、赤字率和新增专项债规模、货币政策和财政政策等等，对当年的宏观经济有重大影响。因此，对汇率也有一定的影响力。为什么这么说呢？去年，在美元走弱、我国经济基本面向好、中美利差大幅走阔等因素的影响下，人民币节节攀升，尤其是下半年，其走出了一波强劲的升值行情，成为市场的关注热点。我们认为，汇率不仅仅表示两个国家货币价值的比值，从本质上去看，汇率更是两个国家经济发展水平的相对表现。人民币汇率（美元对人民币）主要体现的就是美国经济和我国经济的相对表现。因此，我国宏观环境对人民币汇率有着重要的影响，且通过我们的观察，近年来汇率对我国宏观环境也较为敏感。汇率与我国经济之间的互动性上，一方面体现在汇率的变动通过贸易、投资等不同传导机制来影响经济增长，另一方面体现在经济增长又会引起汇率的变动。

图 1：近年来人民币汇率与国内经济基本面关系愈发密切



数据来源：WIND 南华研究

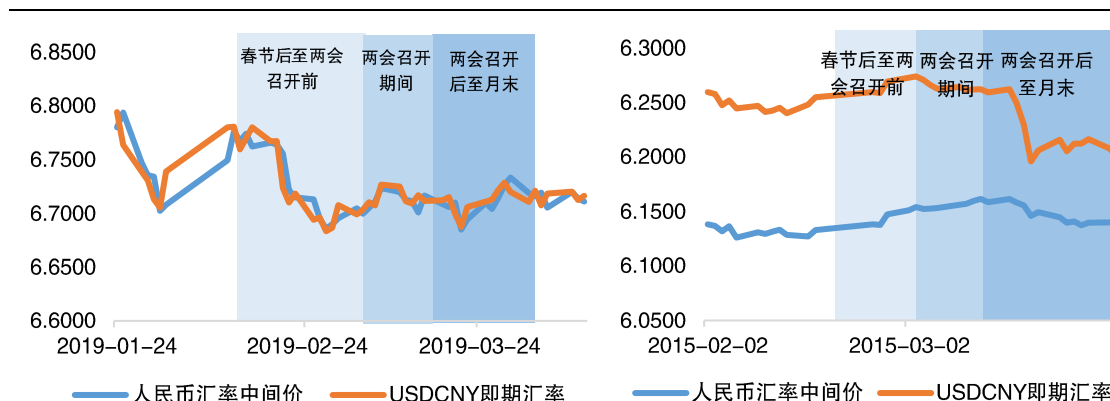
(二) 两会前瞻

对于今年两会重点，我们仅对汇率相关的重点内容进行了简要的预测：一是，经济增长目标或将继续淡化。2020 年由于新冠疫情，政府工作报告没有提出经济增长目标，强调的是优先稳就业保民生。考虑到低基数影响下的 GDP 增速将较高，精准确定 2021 年经济增速目标难以实现，需要平滑看待 2020 年和 2021 年的 GDP 增速。因此，预计今年两会将淡化经济增长目标；二是，货币政策预计回归常态，财政政策总量层面相对收敛。随着经济的恢复，疫情冲击逐步消退，我国经济向常态化回归，国内通胀表现温和，积极因素增多，内生动力逐步增强，宏观政策逐步回归正常化具有合理性，因此预计货币政策基调将会是合理适度、缓慢退出、不急转弯；三是，国内循环为主体。去年以来，“双循环”新发展格局已深入人心，在我国发展环境面临深刻复杂变化下，“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”多次被提出。

(三) 两会前后汇市变化

那么，人民币汇率在两会行情下，会有何特点？我们对 2015 年以来春节假期之后至两会召开前、两会召开期间及两会召开后至月末的人民币汇率涨跌幅及波动率变化进行了统计，发现：首先，在两会前后人民币汇率走势出现明显反转的概率较低，走势仅在 2015 年和 2019 年出现了逆转，但涨跌幅变化并不大。究其原因分别是，2015 年春节后至两会召开前期，我国面临较大的经济下行压力，但因两会期间政策利好频发，多项稳增长、促改革、惠民生的政策举措出台，提振了市场对国内经济前景的预期以及对人民币升值的预期，并且增强了市场持有人民币的意愿，从而推动人民币汇率扭转贬值态势；2019 年人民币汇率对中美关系极为敏感，春节后至两会召开前期中美关系十分乐观，中美谈判进展积极提振了市场情绪，人民币汇率升值。随后中美贸易摩擦暂缓的利好消息逐步被市场消化，市场在等待新一轮中美谈判中（两会召开至月末期间）人民币汇率呈窄幅震荡趋势。其次，在人民币汇率处在上行或下行通道中时，其走势在两会前后趋于一致。最后，在两会召开期间，除 2016 年人民币汇率中间价的波动率较前期增强外，其余观察年份的波动幅度均出现不同程度的减弱，人民币汇率中间价整体呈窄幅震荡态势。究其原因主要是央行在 2016 年春节和两会期间对人民币在岸和离岸市场进行大量干预，以维持人民币汇率中间价的相对稳定。USDCNY 即期汇率方面，其在历年（2015 年至 2020 年）两会召开期间的波动幅度均较春节至两会召开前时期呈现不同程度的减弱。

图 2：2015 年及 2019 年两会前后人民币汇率走势回顾



数据来源：WIND 南华研究

表 1：两会前后人民币汇率中间价涨跌幅及波动率变化情况

观察年份	涨跌幅变化			波动率变化		
	春节后至两	两会召开	两会召开	春节后至两	两会召开	两会召开

	会召开前	期间	后至月末	会召开前	期间	后至月末
2020	-2.89%	-0.45%	-0.51%	4.07%	3.87%	3.53%
2019	0.18%	-0.31%	-0.43%	4.20%	2.11%	2.46%
2018	0.16%	0.14%	0.87%	3.26%	2.87%	3.93%
2017	-0.32%	-0.44%	-0.14%	2.93%	2.38%	2.71%
2016	0.27%	0.49%	1.22%	2.20%	3.01%	3.90%
2015	-0.21%	-0.12%	0.20%	1.08%	0.54%	0.89%

数据来源：WIND 南华研究

表 2：两会前后 USDCNY 即期汇率涨跌幅及波动率变化情况

观察年份	涨跌幅变化			波动率变化		
	春节后至两会召开前	两会召开期间	两会召开后至月末	春节后至两会召开前	两会召开期间	两会召开后至月末
2020	-2.45%	-0.75%	-0.55%	5.01%	4.16%	4.27%
2019	0.46%	-0.06%	-0.31%	4.82%	2.25%	2.29%
2018	0.31%	0.27%	1.06%	5.20%	2.29%	3.16%
2017	-0.06%	-0.44%	0.09%	1.99%	1.62%	1.64%
2016	0.27%	0.47%	1.15%	5.63%	2.95%	3.46%
2015	-0.21%	0.22%	1.19%	1.21%	0.58%	2.57%

数据来源：WIND 南华研究

(四) 汇市展望

综上，我们认为，结合当前的情况来说，今年两会前、两会期间及两会召开后至月末，人民币汇率仍将延续目前的走势逻辑，考虑到近期美国再通胀所导致的美债收益率上行将使得中美利差不断收窄，在美债收益率上涨阶段增加了美元指数走向的不确定性等因素，预计短期人民币下行空间不大，整体走势保持稳定，在当前区间范围呈震荡走势。

风险提示：监管措施发生剧变、宏观经济指标出现意外变化

重要声明：本报告和内容仅供参考，不构成任何投资建议。