



高瑞东：中美利差倒挂，人民币 汇率怎么走



文/新浪财经意见领袖专栏作家 高瑞东

本轮美联储货币紧缩周期中，经常项下资金流出压力可能依旧弱于资本项下，考虑到中美实际利差仍处于较高水平，并且国内股市已经进行了深度调整，资本项下资金流出压力也会明显小于 2015 年-2016 年。因而，年内人民币汇率大概率仍会维持双向波动，但波动性将会有所增强，美元兑人民币中间价将在 6.3—6.8 之间震荡。

回溯来看，在内外平衡压力增大期间，央行基本未曾动用过政策利率工具，更多是通过数量型工具对冲经济下行压力。另外，人民币汇率贬值与资本项下资金流出，往往会呈现螺旋加强的关系，进而对境内金融市场的稳定性带来负面冲击。

一、美联储紧缩周期下人民币汇率承压

2015 年至 2018 年美联储货币紧缩周期中，以 CFETS 人民币汇率指数和美元兑人民币中间价为代表的人民币汇率，均呈现出明显的贬值态势。节奏上来看，在美联储货币紧缩预期发酵和紧缩初期，人民币汇率的贬值压力相对更加明显；在紧缩中后期，随着货币紧缩对美国经济基本面的负面效应逐渐显现，美元指数的回落减弱了人民币的贬值预期，并且人民币贬值与外汇储备的减少呈现出相伴而生的特征。

上一轮美联储货币紧缩周期主要集中在 2015 年至 2018 年。如果我们将美联储货币政策的正常化，分为宽松收敛和紧缩周期两个阶段。那么，

上一轮美联储货币政策正常化的宽松收敛阶段,起始于 2013 年 5 月 22 日,美联储时任主席伯南克当天在国会证词中表示,美联储可能会在后续几次会议的某一次逐步放慢购买资产的步伐,随后 12 月 FOMC 会议宣布开始实施 Taper,直至 2014 年 10 月 FOMC 会议宣布第三轮 QE 正式结束。当时我国施行的还是更倾向于政策调控的“有管理的浮动汇率制”,汇率市场化程度较低,因而,当时美元兑人民币中间价基本在 6.1-6.2 的区间内维持震荡。

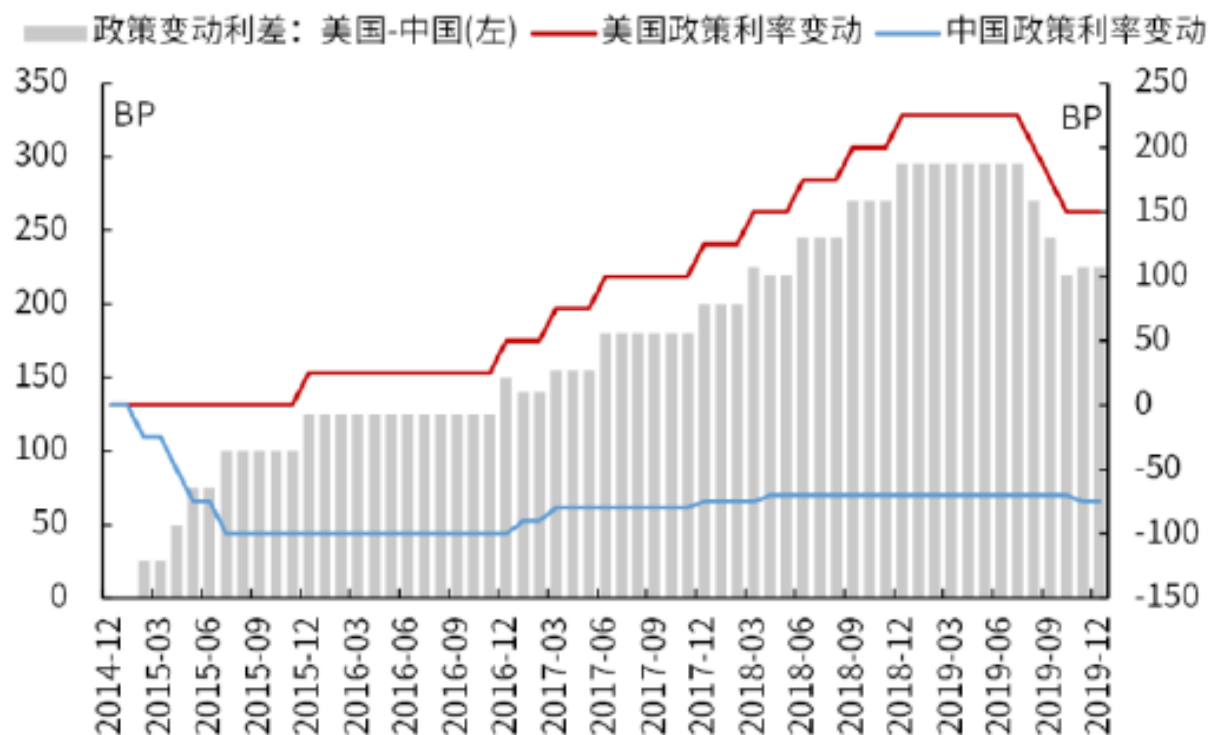
在 2014 年 10 月结束第三轮 QE 后,12 月 FOMC 会议便开始释放 2015 年加息 100BP 的预期指引,最终于 2015 年 12 月 FOMC 会议宣布加息 25BP,直至 2018 年 12 月结束加息。期间,美联储还于 2017 年 10 月至 2019 年 9 月进行了持续两年的资产负债表缩减。在这个过程中,由于人民银行在“811 汇改”中引入做市商报价,人民币汇率市场化程度明显提高,因而,人民币汇率对美联储货币紧缩的反应更加充分,美联储加息和缩表周期前期人民币汇率明显承压,人民银行曾于《2015 年第三季度货币政策执行报告》中的专栏部分指出:

“但前一段时间,市场预期美联储将在 2015 年年内加息,导致美元总体走强,人民币实际有效汇率相对于全球多种货币表现较强。根据国际清算银行的测算,2014 年以来至 2015 年 7 月人民币名义有效汇率和实际有效汇率分别升值 11.6%和 11.3%,与此同时我国货物贸易则保持较大顺差,市场主体对人民币汇率的趋势认识不同,导致人民币汇率中间价偏离

市场汇率幅度较大，持续时间较长，影响了中间价的市场基准地位和权威性。为避免失衡过度累积，需要通过增强中间价的市场化程度和基准性加以调整。”

在人民币汇率明显承压的同时，我国外汇储备也呈现出明显的下行态势，2014年12月末，我国官方外汇储备为3.84万亿美元，但到了2016年12月末，官方外汇储备便已下行至3.01万亿美元，减少净额达到0.83万亿美元。人民币汇率贬值与外汇储备流失形成螺旋演进的趋势，一方面，外储流失会加大人民币汇率贬值压力，另一方面，人民币汇率贬值反过来又会助推外汇储备流失。

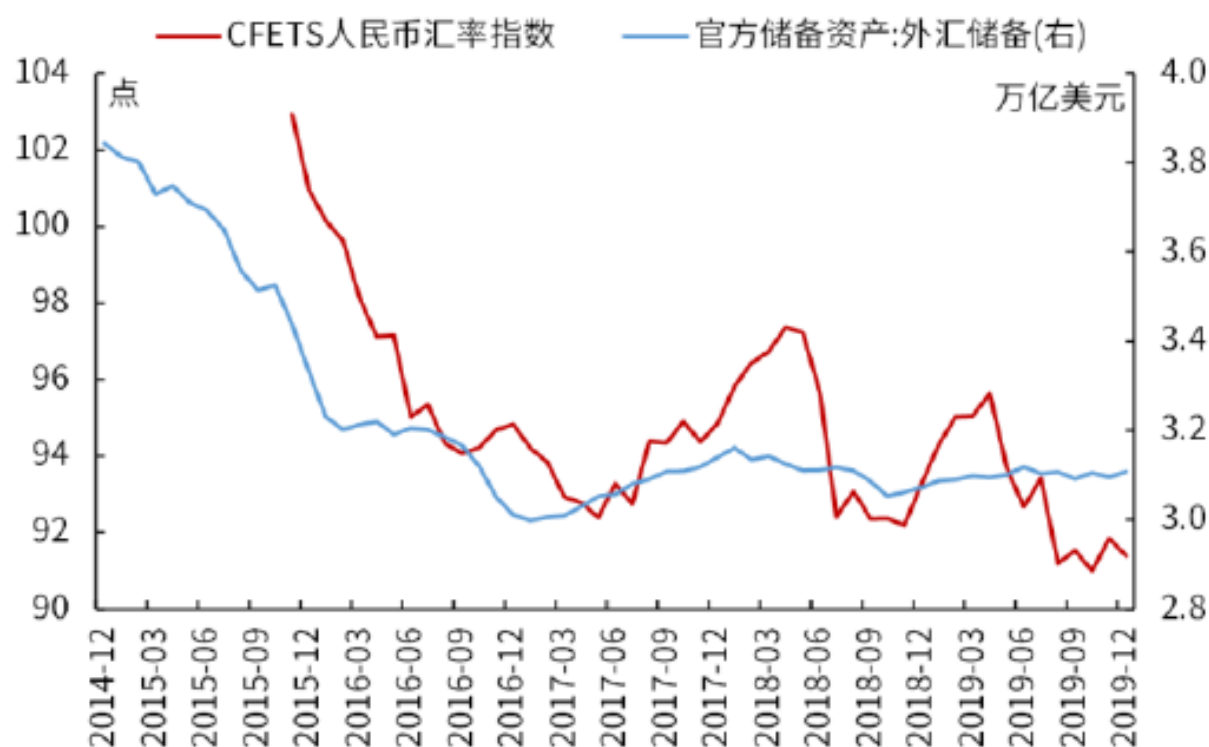
图 1：2015 年至 2018 年美联储紧缩期间的中美政策利率变动



资料来源：iFinD，光大证券研究所

数据说明：政策利率变动均是以 2014 年 12 月政策利率为基准，后续政策利率相较于基准的变动幅度。其中，美国政策利率选用的是联邦基金目标利率，中国政策利率在 2016 年之前选用的是 1-3 年贷款基准利率，2016 年及以后选用的是 7 天期逆回购操作利率，数据截至 2019 年 12 月。

图 2：人民币汇率贬值与外储减少相伴而生



资料来源：国家外汇管理局，光大证券研究所

数据截至 2019 年 12 月

那我们不禁要问,本轮美联储货币紧缩周期已于 2022 年 3 月份开启,人民币汇率会面临较强的贬值压力吗? 这种压力又会如何影响国内货币政策空间, 以及国内金融市场?

二、人民币供需的紧平衡格局趋于弱化

人民币汇率的形成主要取决于市场供求关系。需求层面, 经常项下资金流出压力可能较弱, 资本项下资金流出压力更为值得关注; 供给层面, 中美货币扩张速度相对态势的逆转, 也将给人民币汇率带来贬值压力; 政策层面, 汇率在合意区间内的双向波动符合政策意图, 若贬值压力超出合意区间, 不排除再次引入逆周期因子等政策调节工具。因而, 年内人民币

汇率大概率仍会维持双向波动，但波动性将会有所增强，预计美元兑人民币中间价将在 6.3—6.8 之间震荡。

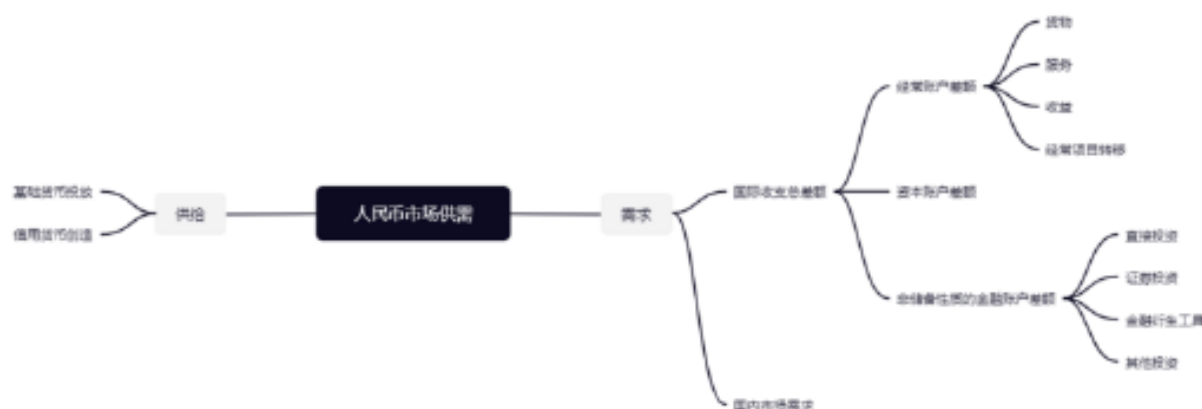
人民币汇率的形成主要取决于市场供求关系，市场情绪波动也会对其产生扰动。在经历三次大型汇率制度改革之后，我国形成了“以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度”，具体到中间价的形成机制，便是外汇市场做市商报价的加权平均值。因而，人民币汇率的形成主要取决于两个因素，一个是起到决定性作用的市场供求关系，另一个是外汇做市商的情绪扰动。

“人民币对美元汇率中间价的形成方式为：交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向外汇市场做市商询价。外汇市场做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化进行报价。交易中心将全部做市商报价作为人民币对美元汇率中间价的计算样本，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价加权平均，得到当日人民币对美元汇率中间价，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。”（《中国人民银行关于银行间外汇市场交易汇价和银行挂牌汇价管理有关事项的通知》（银发[2014]188 号））

人民币供需主要受到国际收支和货币供给两方面因素的影响。首先，从人民币的市场需求来看，主要有两个来源，一个是国内市场需求，可以通过国内通货膨胀情况予以反映；另一个是海外市场需求，可以通过国际收支差额带来的结售汇需求予以反映。其中，依据国际收支平衡表，国际

收支总差额可以进一步拆解为经常账户差额、资本账户差额以及非储备性质的金融账户差额，它们分别对应着对外贸易和跨境投资的强弱程度。其次，从人民币供给来看，则主要取决于央行的基础货币供给，以及商业银行的信用货币创造情况。

图 3：人民币市场供需的主要影响因素



资料来源：光大证券研究所整理

人民币汇率走势与国际收支差额具有明显的正相关性，上一轮美联储货币紧缩期间，人民币汇率的贬值压力，主要源于非储备性质的金融账户项下资金的外流。如果我们将通货膨胀理解为一种货币现象，则较为稳定的国内通胀水平，意味着货币供给的增长率基本符合经济产出量的增长率，也就保证了人民币的国内供需基本平衡的。因此，人民币汇率的波动更多取

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40164

