



# 管涛：近期人民币汇率波动 是市场纠偏而非政策引导





注：本文发表于《第一财经日报》2022年4月24日。

上周（4月18~22日），境内人民币汇率（以下如非特指，均指人民币兑美元汇率）收盘价（即银行间市场下午四点半收盘价）和中间价于20和21日先后跌破6.40比1，到周五分别收在6.4875和6.4596，当周分别累计下跌1.7%和1.0%（见图1）。周五夜盘，境内外人民币汇率交易价均跌破6.50。去年11月份，央行首次提出“偏离程度与纠偏力量成正比”。市场力量的纠偏终于再次降临。

又猜到了这轮人民币汇率调整

去年，当市场看多人民币汇率会升破6.0时，笔者直言这将是小概率事件，并“猜测”人民币走得可能没有想象的那么强。结果，即便全年人

人民币多边汇率涨幅较大，但人民币兑美元双边汇率涨幅仅略高于 2%，年内最高价未涨破 6.34（见图 1）。

图 1：人民币双边和多边汇率与洲际交易所（ICE）美元指数

（单位：元人民币/美元；1973 年 3 月=100）



资料来源：中国外汇交易中心；WIND；中银证券

凭澜观涛

今年，笔者又预警了美联储紧缩可能带来的风险。2 月底，笔者应邀撰文，提出了七个溢出渠道、四种影响场景和六大应对之策，该文于 3 月底正式对外发表（参见《管涛：发达经济体货币紧缩对中国的溢出渠道及应对》）。日前，笔者参加清华五道口全球金融论坛时进一步指出，美联储政策紧缩是今年影响人民币汇率走势的重要因素，并做出了四个场景或者四个阶段的判断（参见《管涛：若美联储货币紧缩力度超预期，人民币汇率或会重新承压》）。

第一个场景或阶段，美联储温和有序紧缩，中国外资流入减缓，人民币升值减缓；第二个场景或阶段，美联储更加激进的加息甚至同时启动缩表，会引起美国经济金融市场动荡，导致中国阶段性资本外流，人民币汇率有涨有跌、双向波动；第三个场景或阶段，美联储货币紧缩力度超预期，有可能刺破资产泡沫，引发经济衰退，中国将难以独善其身，人民币汇率会重新承压；第四个场景或阶段，危机之后，美联储重回货币宽松，如果中国能继续保持经济复苏在全球的领先地位，就可能重现资本回流，人民币汇率会更加强势。

当时，笔者明确表示，中国现已平稳度过了第一个阶段——美联储缩减购债，但对后面仍要高度关注和警惕，因为形势发展变化可能是非线性的。现在看来，笔者又不幸言中。3月中旬以来的这波人民币汇率回调，特别是过去三个交易日就累计跌去一两毛钱，美联储紧缩预期增强就是一个重要背景。同时，这也再次印证了笔者关于运用公开信息可以做趋势判断的研究经验。

### 最近这波急跌是市场做空压力的集中宣泄

2020年6月初起，国内疫情防控好、经济复苏快，外部美元指数弱、中美利差大等利好共振，一起指向人民币汇率升值，到年底累计涨了近10%。去年，经济复苏放缓、金融市场动荡、美元指数反弹、中美利差收敛等因素的支撑作用减弱，但疫情防控领先、外需景气延续，驱动人民币汇率迎着美指反弹继续小幅升值（见图1）。

今年3月份议息会议之后，随着美国通胀进一步走高，市场的货币紧缩预期越来越强。美指加速反弹，4月中旬一举升破100；美债收益率飙升，叠加中美货币政策分化，中美利差快速收敛甚至倒挂。上周，美联储更加“鹰歌”嘹亮。周一，圣路易斯联储主席布拉德公开建议5月份一次性加息75BP；周四，鲍威尔在IMF年会上表示，5月份将讨论加息50BP，之后可能需要进行类似幅度的加息以抑制通胀；周五，野村证券最新预测，美联储6、7月份将连续加息75BP。受此影响，上周美指站稳100以上，日元兑美元汇率创二十年新低，人民币兑日元汇率则创了六年半新高（见图1~图3）。

图2：2年期中美国债收益率差（单位：BP）



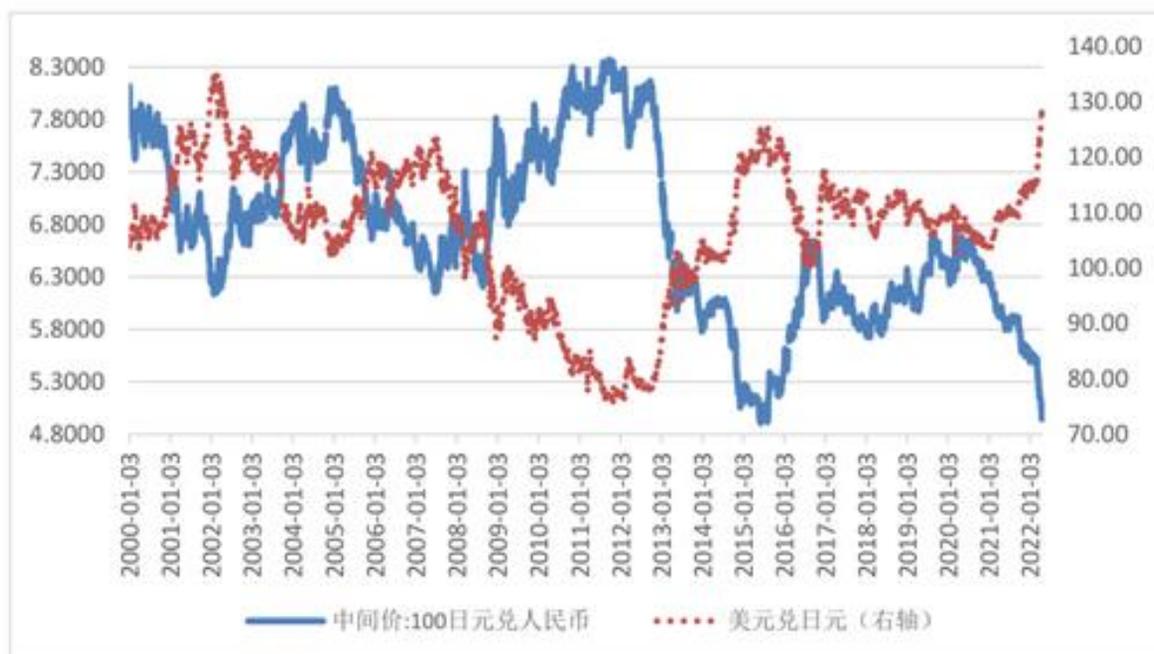
资料来源：中债登；美联储；WIND；中银证券

注：2022年4月份为每日数据。

凭洞观涛

图 3：人民币兑日元汇率和美元兑日元汇率

(单位：元人民币/100 日元；日元/美元)



资料来源：国家外汇管理局；美联储；WIND；中银证券

凭澜观涛

3月初，人民币汇率还创下近四年来新高，但自中旬起出现调整的苗头。当时，俄乌冲突风险外溢叠加中概股监管加强、国内疫情大幅反弹，人民币汇率快速回调，一举抹去去年内所有涨幅，之后围绕去年底的水平反复震荡。上周，因个别城市疫情蔓延未得到有效控制，经济循环畅通问题更加突出，加重了市场对国内经济复苏和出口前景的担忧。周三，IMF下调中国今年经济增长预测值0.4个百分点，人民币汇率于当日起跌破6.40。到周五，中间价和收盘价较上月底分别下跌1.7%和2.2%，较去年底分别下跌1.3%和1.8%（见图1）。

有人将近期人民币汇率波动归咎为中间价报价机制的有意引导，这有

悖事实。无论3月中下旬还是近日的调整，都是离岸市场驱动。离岸人民币汇率（CNH）相对在岸人民币汇率（CNY）持续偏弱，3月11~31日日均差价一分五厘钱，4月20~22日更达到两分七厘钱。这反映外资减持境内人民币金融资产后，在离岸市场购汇，推动CNH走弱。此外，日元兑美元汇率创新低引发了市场对于干预日元贬值的猜测，加之中国经济前景不明，触发了借低息日元购买高息人民币资产的日元利差交易平仓。由此引起的购汇行为加速了CNH下行，推低了CNY（见图4）。如果央行有错，也“错”在逆周期因子淡出使用后，遵守了中间价报价机制的透明度原则，没有对之进行调控。

图4：境内外人民币汇率及其差价（单位：元人民币/美元；BP）



资料来源：ICAP；WIND；中银证券

注：CNH 相对 CNY 偏强为负值，偏弱为正值。

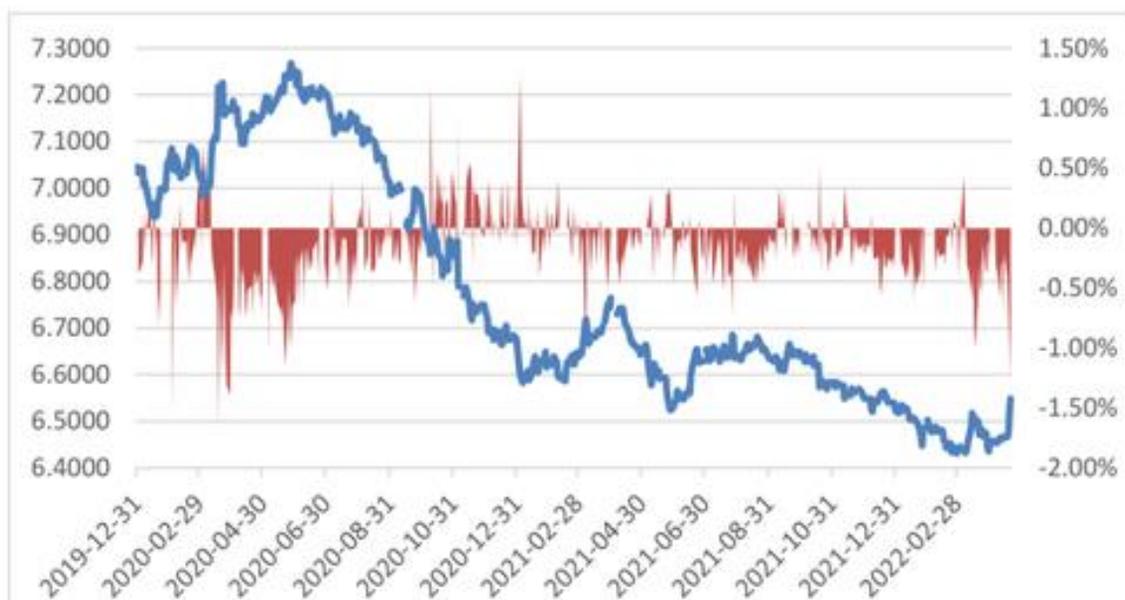
凭湖观涛

## 宜平常心看待人民币汇率的涨跌

从 1 年期无本金交割远期 (NDF) 隐含的人民币汇率预期看, 4 月 20~22 日, 日均贬值预期 1.16%, 较 3 月 11 日~4 月 19 日的 0.42% 有所上升, 但并非显著的水平, 且最高也不过是 1.29% (见图 5)。未来, 要注意其是收敛还是发散, 若是趋于发散则需引起重视。当然, 更要关注其背后是否引发了市场恐慌性抢购和囤积外汇。

图 5: 1 年期 NDF 人民币汇率及其隐含的汇率预期

(单位: 元人民币/美元; %)



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\\_40739](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_40739)

