



连平：人民币汇率能保持基本稳定吗



文/意见领袖专栏作家 连平



2022 年以来，疫情反复，通胀高企，俄乌冲突和美联储加息给世界经济带来了复杂的影响和严峻的挑战。人民币汇率年初保持基本稳定，4 月中旬开始出现一波快速贬值。如何在客观分析人民币汇率当下波动成因的基础上，理性判断其未来波动的走势，合理研判人民币汇率政策的方向选择和实施路径，至关重要。

影响货币汇率波动的直接动因是外汇市场供求关系。从境内外汇市场看，4 月中旬后人民币对美元快速贬值的直接触发因素之一，是俄乌冲突后国际市场能源价格大幅上升形成的进口用汇需求的集中释放。但仅仅以短期因素分析解释当前人民币贬值的现象显然是不够的。尤其是这一轮人民币贬值离岸市场上的压力更大。人民币对美元汇率由 2021 年下半年的

强势后又经历了 2022 年初以来的基本稳定阶段，突然进入快速贬值的过程，应该有更多、更深层次的原因。往往市场供求关系的突然变化是由综合性和中长期因素经过一个酝酿过程而形成的。

一、美元走强将持续带来人民币贬值压力

由于两者之间存在负相关关系，人民币对美元贬值首先有必要判断美元弱与否。可能是受到美联储货币政策即将改弦更张的影响，美元指数从 2021 年年中过后逐步走强。而在这一过程中人民币更强的原因是中国国际收支顺差迅速扩大。在 2022 年 3 月美联储第一次加息后，美元指数于 4 月初加快上扬的步伐，4 月中旬后美元对人民币遂出现了快速升值。本轮美元指数走强的原因是较为复杂的，也具有不同以往的特点。由于美联储货币政策由宽松走向紧缩，必然带来全球美元流动性偏紧和利率水平上升。这已为历史上多次相关过程所证实，只是影响的程度不同而已。而这次美联储货币政策收紧的背景和以往有两点不同。一是在正式调整之前，实施了历史上最为宽松的货币政策，疫情暴发后向市场大肆投放美元流动性，造成了更大程度的全球市场美元泛滥。未来一个时期，美联储面临约 4 万亿美元的艰巨缩表任务。二是美中贸易战、疫情冲击和俄乌冲突三重因素叠加形成了历史上最为严重的由供给端推动的通货膨胀压力。这必将导致美联储会以更大力度和更快的行动推进加息和缩表的进程。在一度流动性泛滥的市场高速强力地收紧流动性，既会带来美元利率快速上升和资本回流美元资产，又会导致市场出现较大幅度的阶段性波动。联储加息和缩表

对美元的支撑作用至少在未来两个季度内仍会明显存在，且不排除在未来一个季度内作用力较强。

每当美联储开启加息过程往往会带来全球金融市场出现较大动荡，尤其会引起部分发展中国家经济出现较大困难，导致其资本外流、本币贬值，甚至经济衰退。正因为如此，美联储开启加息过程通常会引起全球避险情绪上升，风险偏好下降，资本流入美元资产。本次美联储加息过程伴随着疫情反复和俄乌冲突。事实已经证明，这两项因素已经在相当程度上冲击了世界经济的供应链，导致通胀高企，带来了世界经济下行的压力，从而必然会强化市场的避险情绪。而美元仍是全球最为重要的支付货币、交易货币和储备货币，美元资产则较大可能依然是主要的避险资产。尤其是目前尚看不清俄乌冲突何时可以结束，而在此期间的军事行动以及制裁和反制裁行动将给世界市场带来更多的不确定性和不稳定性、更多的担忧甚至是恐慌，其结果是持续推升市场的避险情绪，增大避险需求。鉴于导致市场动荡的因素中短期内不会轻易消退，避险需求仍将在年内对美元带来阶段性的支撑作用。

欧元是美元最为重要的负相关货币。欧元在美元指数构成中占比最大为 57%，欧元的强弱直接影响了美元指数的走势。欧元问世后，曾有过欧元强势情况下美元贬值的情形，但大多数情况下则是美元强势而欧元偏弱。其原因是欧元区经济金融运行状况基本上比美国差，主要表现为经济增长低，财政金融状况较弱。俄乌冲突爆发，欧洲经济首当其冲。由于大部分

欧盟国家能源严重依赖俄罗斯，欧洲正面临着能源安全危机和通货膨胀压力。与此同时，区域内的贸易投资受到干扰、供应链受阻、能源价格高企正在传导至中下游制造业产品，消费品价格上涨明显加快。近期，重要国际机构纷纷预测欧洲经济增速将明显放缓。正在展开的针对俄罗斯的制裁和俄罗斯的反制裁举措，已经并将进一步阻挠和破坏欧盟的国际经济、交易和投资活动，导致欧洲经济增长放缓，金融风险隐患滋生，资本加快步伐离开欧洲，其结果必然会对欧元贬值产生压力。但欧洲通胀水平明显低于美国，3月美国CPI高达8.5%，而欧洲大部分国家CPI都不超过6%。欧元区的问题是经济下行压力较大。正因为欧元区经济相对疲弱，近日欧央行表示，年内可能加息2-3次，每次25个基点。欧元区年内最多75个基点的加息幅度与美国可能150个基点的加息幅度相比，其货币政策收紧的力度明显小于美国，对欧元的支撑力度较弱。鉴于俄乌冲突仍将持续一段时间，其对欧洲的负面影响将会中长期存在，欧元疲弱对美元走强的推动力会在一个时期内存在。

二、支撑人民币阶段性强势的因素正在发生变化

美元强势会给人民币汇率带来贬值压力，反过来人民币强势也会带来美元贬值的压力。2021年下半年，在美联储加息预期逐步酝酿下，美元开始走强。而人民币在三季度中期时对美元开启了一个升值过程，遂形成了一个美元走强而人民币更强的局面。这种历史上不太多见的现象既不能否定美元指数走强会带来人民币贬值压力的判断，也不能推翻人民币与美元

的负相关性，只能说明存在国际收支双顺差下境内外汇市场上对人民币需求阶段性明显增加的现实。

进入 2022 年以来，我国国际收支状况发生了一系列变化。一季度我国出口增速为 15.8%，二季度预计 8%左右，相比去年呈显著放缓态势，贸易顺差收窄，月度水平仅为去年四季度的约 50%。俄乌冲突爆发以来，海外需求有所减弱，但能源价格高企下进口规模不减。一季度东南亚国家出口增长步伐加快，对我国出口可能具有一定的替代效应。而受疫情影响，我国出口供给能力有所减弱，PMI 出口订单连续多月下滑，未来一个时期这种状况可能会持续存在。

3 月以来，我国多地疫情反复，对生产和消费带来了不小的阶段性冲击，导致稳增长压力陡然上升。市场普遍担忧今年经济增长的预期目标是否能够完成。国际货币基金组织（IMF）在 4 月下旬将中国经济增长预测下调了 0.4 个百分点至 4.4%。境内资本流出阶段性较为明显。2-3 月，境外机构减持国债规模分别达到 804 亿和 1125 亿元；3 月北向资金净流出 450 亿元，而 1-2 月却为净流入 207 亿元。证券投资项下的结售汇逆差规模扩大，由 2 月的 27 亿美元增至 3 月的 101 亿美元。这些数据表明资本与金融账户具有一定的阶段性资本流出压力，增加了市场上的外汇需求。但总体上规模不大，比起 2016 年的情形，目前资本流出的压力要小的多。4 月，我国外汇储备减少了 683 亿美元，引发市场对资本流出的担忧。事实上，外储减少的原因 80%以上可从汇率和资产价格变化中得到解释。

在美联储开启加息过程的同时，我国货币政策仍然“以我为主”，保持积极偏松的操作方向。4月央行再度小幅降准，并通过投放增量的低利率再贷款和再贴现，在增加市场流动性的同时，推动市场利率水平下降。近来中美利差不断收窄，并曾出现阶段性的倒挂。在客观上，在美联储货币政策收紧的同时，我国实施偏松货币政策自然会承受一定的压力，但我国货币政策毕竟需要服务于国内相关的政策目标。事实上，在市场有较高呼声情况下，货币当局最近一次降准的幅度仅为0.25%，且依然没有调降政策利率，已经表明了货币当局在平衡内外影响因素方面的考量。尽管如此，中美货币实施方向背离必然会在一定程度上影响资本流动和汇率波动。

三、人民币汇率中长期保持基本稳定的因素犹在

由上述分析可见，虽然现阶段人民币面临来自多方面的一定程度的贬值压力，但从深层次和中长期看，人民币仍将获得多方面重要支撑，拥有保持基本稳定的韧性。未来，人民币汇率仍有较大可能在一定区间内波动，出现趋势性大幅度贬值的可能性很小。

我国是世界首屈一指的贸易大国，2021年占全球出口市场份额的

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_41522

