



管涛：人民币急跌，央行为何没有出重招？





4 月底以来，受美元指数走高、金融动荡加剧、国内疫情反弹等因素影响，人民币汇率延续了 3 月中旬以来的市场纠偏行情，连续跌破 6.40、6.50 比 1 的关口。到 5 月 21 日，境内人民币汇率中间价从 3 月初的 6.30 跌至 6.75 附近，最多较年内高点回落了 7.2%，创 2020 年 10 月份以来的新低。市场开始担心汇率下跌可能失控，而央行除 4 月 25 日宣布下调金融机构外汇存款准备金率外，再未采取其他措施。相反，货币政策继续坚持以我为主，除结构工具推陈出新外，5 月 20 日还下调 5 年期贷款市场报价利率 15 个基点。为何央行对人民币汇率波动如此淡定？最新外汇收支数据或可揭开其中的谜底。

2018 年以来人民币汇率宽幅震荡已成新常态

2015 年“8.11”汇改之初，人民币汇率经历了持续单边下跌，汇率中间价由汇改前夕的 6.12 跌至 2016 年底的 7.0 附近。到 2017 年初，较汇改之前最多累计下跌了 12%。但借美元指数回调之机，我国于 2017 年 5 月底在中间价报价机制中引入逆周期因子，引导人民币汇率止跌回升，到年底最多反弹了 7.0%（见图 1）。自此，人民币汇率摆脱了单边下跌走势，开始有涨有跌、双向波动。2018 年以来，人民币汇率有过两次大起大落的宽幅震荡。

图 1：人民币汇率中间价与洲际交易所美元指数

（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；倚天财经；WIND；中银证券 凭澜观涛

第一次是 2018 年，先涨后跌。2018 年初，人民币延续了 2017 年的升值走势，4 月初升至 6.2764，升至“8.11”汇改以来的次高点。但 2018 年 4 月初至 2018 年 11 月初，受美元指数反弹、中美经贸摩擦等影响，人民币汇率再度跌至 7.0 附近，累计下跌 10%。再到 2020 年 5 月底，跌破 7.10，累计下跌 12%（见图 1）。

第二次是 2020 年，先抑后扬。2020 年前 5 个月，受新冠疫情冲击和地缘政治因素影响，人民币总体承压，到 5 月底跌至十二年新低。但 2020 年 6 月初至 2020 年底，疫情防控好、经济复苏快、贸易顺差大、中美利差阔、美元走势弱等利好共振，人民币汇率中间价由 7.13 升破 6.60，累计上涨 9%。再到 2022 年 3 月初，涨至 6.30 附近，累计上涨 13%。不过，这轮升值尚未突破 2018 年初的高点（见图 1）。

前述两波行情显示，当人民币汇率趋于均衡合理后，有可能呈现大起大落的走势。2018 年人民币汇率先涨后跌，缓解了汇率政策对货币政策的掣肘，央行迎着美联储四次加息和缩表的压力四次降准（含年初普惠金融降准），运用数量工具引导市场利率走低。2020 年，如果没有前 5 个月的大跌，恐怕也不会有后 7 个月的大涨，同时人民币汇率灵活给了央行货币政策先进先出的空间和底气。

2018 年以来，人民币汇率不论涨跌，我们都没有求助于新的资本外汇管制工具。而且，市场主体对人民币汇率有涨有跌的双向波动适应性明显增强，“低买高卖”的杠杆调节作用基本正常发挥。如 2020 年 5 月份，

人民币汇率创十二年新低之际，当月银行即远期（含期权）结售汇顺差 208 亿美元，高于上月顺差 86 亿美元的规模；不含远期履约的银行代客收汇结汇率环比上升 6.3 个百分点，大于付汇购汇率 4.4 个百分点的升幅（见图 2）。

图 2：境内外汇供求状况与市场结售汇意愿（不含远期履约）

（单位：亿美元；%）



数据来源：国家外汇管理局；WIND；中银证券

注：（1）收汇结汇率=（银行代客结汇-远期结汇履约）/银行代客涉外外币收入，付汇购汇率=（银行代客购汇-远期购汇履约）/银行代客涉外外币支出；（2）远期结（售）汇履约=上月远期结（售）汇累计未到期额+当月远期结（售）汇签约-当月远期结（售）汇累计未到期额。

凭澜观涛

当前这轮人民币汇率调整，两个半月时间累计回调 6%~7%。其中，4 月份，中间价下跌 4.1%，为“8.11”汇改以来单月跌幅次高，仅次于汇改

当月的 4.3%。应该说, 这波调整速度是比较快的, 但累计跌幅还不算太大。况且, 如果说贬值有可能触发恐慌性购汇的话, 显然市场主体在 6.80 附近的冲动会弱于在 6.30 附近。

人民币急跌不等于结售汇逆差和市场恐慌性购汇需求激增

通常, 大家会以为, 汇率由市场决定, 人民币贬值必然意味着外汇供不应求, 人民币跌得快也就意味着贬值压力、贬值预期强。然而, 事实并非如此。今年 4 月份, 银行即期结售汇顺差 190 亿美元, 远期净结汇累计未到期额和未到期期权德尔塔净头寸合计净减少 20 亿美元; 银行即远期(含期权) 结售汇顺差 170 亿美元, 虽然环比减少了 82 亿美元, 却远高于去年同期的 20 亿美元 (见图 2)。

当月, 境内银行间市场下午四点半人民币汇率收盘价相对当日中间价偏弱的交易日占到 47%, 二者的偏离累计贡献了同期中间价跌幅的 28%。这也印证了人民币汇率走弱主要是因为美元走势太强, 而非外汇供不应求。当月, 央行外汇占款环比下降 176 亿元, 为去年 9 月份以来首次减少, 应该不是因为央行干预这波汇率调整, 而是由其他操作引起的。

至于说人民币贬值是否引发了市场恐慌, 关键是看是市场结售汇意愿的变化。汇率市场化, 应该是升值的时候买外汇的多、卖外汇的少, 贬值的时候卖外汇的多、买外汇的少 (即 “低买高卖”)。如果人民币越跌, 市场越囤积和抢购外汇 (类似 2016 年底的情形), 显然就是市场失灵了, 但这并非汇率市场化之初衷。

银行代客结售汇统计中包含了前期签约的远期结售汇到期履约，故为了更好地反映即期市场主体结售汇意愿的变化，宜从银行代客结售汇中剔除远期结售汇履约额。据此，我们观察到，4 月份，银行代客收汇结汇率为 60.9%，在上月环比跳升 12.6 个百分点的基础上，又上升了 4.9 个百分点；银行代客付汇购汇率 58.7%，在上月环比上升 5.9 个百分点的基础上又提高了 1.9 个百分点（见图 2）。

这表明，3、4 月份，在人民币汇率连续走低的情况下，市场结汇和购汇动机均有所增强。从这个意义上讲，无论当前讲市场结汇还是购汇的多了都没有错，但总体上结汇动机增强更甚。由此可见，企业“逢高结汇”的判断依然成立，市场主体依然保持了理性。

外资减持也不等于跨境资金净流出

4 月份，债券通项下，外资净减持人民币债券 1085 亿元，是连续第三个月净减持，减持规模环比下降了 40 亿元。这既反映了中美利差收敛甚至倒挂的影响，也反映了全球债券市场调整引发的资产再平衡效应，还反映了俄乌冲突引起的地缘政治风险外溢（见图 3）。

图 3：中美利差与债券通境外持有人民币债券变动（单位：BP；亿元人民币）



资料来源：中央结算公司；上海清算所；美联储；WIND；中银证券

相较而言，股票通项下的跨境资金流动情况有所改善。4 月份，陆股通项下，外资由上月累计净卖出 451 亿元转为净买入 63 亿元。这显示，人民币汇率调整并未引起市场所担心的外资减持、汇率贬值的恶性循环。与港股通轧差以后，当月股票通项下累计净流出由上月 848 亿元骤降至 24 亿元（见图 4）。

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_42227

