



管涛：人民币汇率近期回调是如期而至的市场纠偏，宜平常心看待人民币汇率宽幅震荡



意见领袖 | 管涛

要点

近期人民币快速回调是如期而至的市场纠偏，是内外部多重因素综合作用的结果。宜平常心看待人民币汇率宽幅震荡。近年来民间货币错配改善、汇率市场化程度提高，市场主体对于人民币汇率有涨有跌、双向波动的适应性和承受力增强，我国有基础也有条件保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。应对未来的汇率宽幅波动，各方应积极拟定应对预案。

注：本文发表于《中国证券报》2022年6月6日。



今年以来，我国经济运行总体实现平稳开局，但在国内疫情多点散发、

国际地缘冲突风险外溢等超预期因素影响下，经济发展环境的复杂性、严峻性、不确定性上升。在此背景下，人民币汇率（如非特指，本文所指人民币汇率为人民币对美元双边汇率）双向波动加大，3月中旬特别是4月底以来呈现宽幅震荡行情。近期人民币汇率为什么会快速回调？如何看待这波人民币汇率调整？未来人民币汇率走势如何？应当如何应对？

近期回调是如期而至的市场纠偏

2020年6月初启动的这轮人民币汇率升值，到今年已进入第三个年头。去年11月份全国外汇市场自律机制第八次工作会议指出，双向波动是常态，合理均衡是目标，偏离程度与纠偏力量成正比。没有只跌不涨或者只涨不跌的货币，涨多了会跌、跌多了会涨。故今年3月中旬以来的人民币汇率回调，是市场力量的纠偏。

2020年下半年人民币汇率震荡走高，主要是因为疫情防控好、经济复苏快、贸易顺差大、中美利差阔、美元走势弱等内外部利好因素共振，故七个月时间人民币累计上涨近10%。去年，经济复苏放缓、金融市场动荡、美元指数反弹、中美利差收敛等不利因素渐显，但因为疫情防控领先、外需景气延续，驱动人民币汇率迎着美元指数反弹继续升值2%。今年以来，前述利好进一步弱化甚至阶段性逆转。

今年初，人民币汇率延续了之前的强势，甚至2月底国际地缘冲突爆发之后，还走出了“美元强、人民币更强”的独立行情。到3月初，刷新2018年5月份以来的高点。人民币一度被贴上“避险货币”的标签。然而，

前两个月无论从汇率涨幅还是供求关系来看，人民币升值的量价动能均有所减弱。

3月中旬特别是4月底以来，人民币汇率急跌，从6.30一路跌至6.80附近（5月中旬交易价盘间跌破过6.80），这是多重因素综合作用的结果。

一是美联储紧缩预期加强，美元指数快速走高，美债收益率飙升，中美利差快速收敛甚至倒挂。美联储紧缩对人民币汇率的影响大致分为四个阶段或四种场景。中国现已平稳度过第一个阶段——美联储缩减购债，人民币延续强势只是升值放缓，但要高度关注后期的影响，警惕美联储进一步紧缩的溢出效应可能是非线性的。最近的人民币汇率急跌正对应着第二个阶段或第二种场景，即美联储更大力度的货币紧缩，经济金融震荡加剧，人民币汇率呈现有涨有跌的双向波动。特别是4月18日至22日那周，美联储官员纷纷发表鹰派言论，支撑美元指数站稳在100以上。“美元强、人民币弱”的逻辑最终发挥作用。

二是国际地缘政治风险外溢，触发外资减持人民币资产。债券通数据显示，2月至4月外资连续较多净减持人民币债券。由于外围不稳定因素，加之3月中旬以来国内疫情反弹，推动人民币汇率快速回调，到3月15日一举抹去年内所有涨幅。3月份下半月，人民币汇率围绕去年底的水平反复震荡，直至4月底触发新一轮急调行情。

三是国内疫情散发，经济复苏和外贸前景不确定性因素增多，加剧了市场情绪波动。4月20日，人民币汇率跌破6.40。

今年前 5 个月，人民币汇率中间价累计下跌 4.3%，较年内高点最多下跌 7.2%。同期，中国外汇交易中心口径的人民币汇率指数累计下跌 2.3%，小于同期双边汇率的跌幅。美元兑人民币汇率升值 4.5%，也小于同期美元指数 6.0% 的涨幅。这显示人民币汇率总体保持了基本稳定，人民币汇率走弱一定程度上是因为当前美元过于强势。

宜平常心看待人民币汇率宽幅震荡

近年来人民币汇率宽幅震荡已成新常态。2018 年以来，人民币有过两次大开大合的震荡行情，一次是 2018 年 4 月初到 11 月初，累计贬值 10%；另一次是 2020 年 6 月初至 2020 年底，累计升值 9%。这表明，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 年以来，人民币汇率不论涨跌，我国都没有求助于新的资本外汇管制工具。人民币升贬值意味着人民币汇率灵活性增加，有助于及时释放市场压力、避免预期积累。最近这波人民币汇率调整，最多跌了 7% 左右，虽然跌幅还比不上 2018 年那次，但跌速要快于当时。不过，在当前中美利差收敛甚至倒挂情况下，企业和家庭的购汇意愿在 6.70 附近是要比在 6.30 附近更弱了。

人民币汇率不构成国内货币政策的掣肘。央行此前多次强调，货币政策以我为主，即主要根据国内经济形势把握好稳健货币政策实施的力度和节奏，同时增强人民币汇率弹性，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器的功能。通俗地讲，就是货币政策对内，汇率政策对外。保持汇率灵活更有利于吸收内外部冲击，增强货币政策的自主性，提振境内外投资

者的信心。去年下半年以来，货币政策致力于国内稳增长，已多次降准降息。今年3月份之前，不论降准还是降息，都没有影响人民币对美元继续强势。即便是近期人民币急跌之际，5月20日早盘5年期LPR利率下调15个基点的消息披露后，当天A股三大指数大涨1%以上、北向资金流入超百亿元，人民币汇率收盘价较上日反弹了1.4%。可见，人民币汇率有序调整，不会影响国内货币政策的力度和节奏。6月2日，央行在新闻发布会上表示，面对境内外环境超预期的变化，我国外汇市场总体保持稳定，也表现出很强的韧性。下一步货币政策要靠前发力、适当加力，继续加大稳健货币政策实施力度。

人民币急跌不等于外汇必然供不应求。今年2月份人民币升值，当月银行远期（含期权）结售汇为逆差65亿美元；3、4月份，人民币加速贬值，结售汇却分别顺差252亿、170亿美元。这表明，汇率由市场决定不等于由供求决定，人民币贬值不等于外汇必然供不应求。同时，不同于市场担心的贬值恐慌，3、4月份，剔除远期履约的银行代客收汇结汇率分别环比跳升12.6和4.9个百分点，高于同期银行代客付汇购汇率分别环比上升5.6和1.9个百分点的水平。这表明，尽管人民币连续走低，但市场结汇意愿上升大于购汇动机的增强，企业“逢高结汇”的判断依然成立，市场主体依然保持了理性。这应该是面对近期人民币汇率剧烈波动，央行仅在4月25日下调金融机构外汇存款准备金率1个百分点，释放汇率维稳信号之后未再出其他实质性措施的重要原因。迄今为止，外汇市场初步经受了人民币汇率急跌的考验。此时，若央行“出大招”，反而可能干扰

市场运作、动摇市场信心，是“帮倒忙”。

“资本外流、汇率贬值”的市场担忧并未兑现。今年2月份以来，出现了外资减持人民币债券和股票的情况。市场上曾有人担心，在这种情形下，人民币走弱可能形成“外资减持—汇率贬值”的恶性循环。但事实胜于雄辩，2月份以来，外资连续三个月净减持人民币债券，累计规模达3014亿元。这既反映了中美利差收敛甚至倒挂以及地缘政治风险外溢的影响，也反映了全球债券市场调整引发的资产再平衡效应。今年前4个月，美债收益率飙升、中债收益率趋降，全球债券指数下跌7.5%，中证全债指数上涨1.3%，为避免债券投资组合中的人民币资产超配，外资或被迫采取减持人民币债券的操作。相较而言，股票作为典型的风险资产，4月份以来，跨境资金流动情况有所改善。3月份，陆股通项下累计净卖出451亿元；4、5月份，在人民币急跌中转为累计净买入63亿元和169亿元。股价、陆股通和汇价都是透明的，今年一季度人民币汇率稳，股市照样跌、外资一样有流出。若不解决外资关心或者担心的问题，即便汇率稳住了，外资高位套现走路后短期内也不会回来。况且，汇率涨跌是“双刃剑”，不存在升值好、贬值坏的“二分法”。境外投资者天然要面对汇率波动，他们更担心的是汇率僵化可能导致的“不可交易”风险。汇率灵活有助于及时释放压力，减轻对资本外汇管理手段的依赖。显然，6.70相对6.30的汇率水平，有助于加速存量外资的调整，吸引增量外资的流入。

保持基本稳定有基础也有条件

中国抵御跨境资本流动冲击有“五重保护”。第一重保护是中国贸易顺差大，直接投资是净流入，不同于贸易赤字国家对于外资流入的依赖程度高。第二重保护是民间外汇资产持有增加，增强了二级外汇储备的“蓄水池”功能。第三重保护是宏观审慎措施，如逆周期因子、外汇风险准备金率、金融机构外汇存款准备金率、跨境投融资宏观审慎系数等。第四重和第五重保护分别是资本外汇管理和外汇储备干预。

在此轮人民币汇率调整过程中，已经触发了四重保护。首先是基础国际收支顺差较大的第一重保护。自 2 月份外资减持人民币资产以来，银行代客证券投资项下涉外收付持续净流出，到 4 月份累计净流出 966 亿美元。同期，银行代客货物贸易项下涉外收付累计净流入 1194 亿美元，两项较好完成了对冲，最终银行代客涉外收付录得顺差 201 亿美元。

其次是民间外汇储备较多的第二重保护。2 月份银行结售汇逆差，央行外汇占款增加，或表明银行运用自身外汇头寸平补了市场外汇供求缺口。3、4 月份，非金融企业境内外汇存款合计减少 344 亿美元，显示企业在 3 月中旬以来的这波人民币急跌行情中，更多用自有外汇对外支付或结汇，

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_42643

