



管涛：汇改以来中国外汇市场韧性明显增强



意见领袖 | 管涛

2015 年“8·11”汇改之初，中国遭遇了高烈度的跨境资本流动冲击，经历了资本外流、储备下降、汇率贬值。2017 年，人民币汇率止跌回升。此后，人民银行基本退出了外汇市场常态化干预，回归汇率政策中性。中国外汇市场韧性日益彰显。本文拟对中国外汇市场韧性的表现及原因进行分析，并提出加强外汇市场韧性的对策建议。



中国外汇市场韧性改善的两大主要表现

“疾风知劲草”。不是说汇率升值、资本内流不会影响外汇市场运行，而是汇率贬值、资本外流这种逆风逆水的环境，才能更好地测试外汇市场稳健性的成色。2018 年以来，中国外汇市场经历了多次人民币汇率急跌的挑战和资本流向逆转的冲击。

经受了人民币汇率急跌的挑战

“8·11”汇改初期，由于人民币汇率中间价意外下跌，引发了市场贬值恐慌。到2016年底，人民币汇率离“破7”，外汇储备离破3万亿均差一步之遥。当时，市场激辩保汇率还是保储备。2017年人民币汇率不跌反涨近7%，外汇储备余额也新增1294亿美元。此后，人民币汇率围绕均衡合理水平呈现有涨有跌、宽幅震荡的走势（见图1）。在人民币急跌行情中，“低（升值）买高（贬值）卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥，境内外汇供求保持基本平衡。

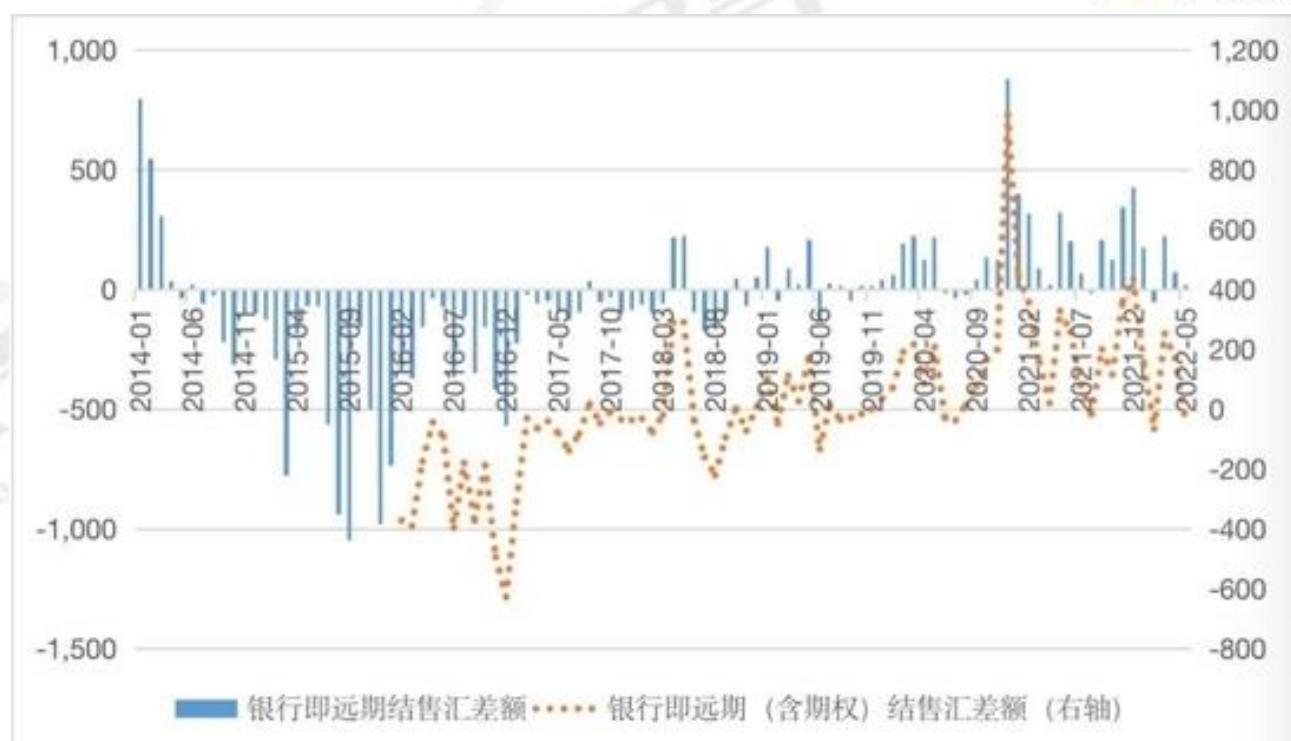


第一次是2018年4月初至11月初的人民币汇率快速回调。2018年初，人民币延续了上年强势，4月初升至6.28左右，创汇改以来新高。此后，随着美元指数反弹、经贸摩擦升级、国内经济下行，人民币汇率一路

下跌，到11月初两次跌至7附近，8个月累计下跌将近10%（见图1）。但市场未见贬值恐慌，相反结汇动机增强、购汇意愿减弱：2018年4月至10月，剔除远期履约的银行代客收汇结汇率平均为60.6%，较2017年1月至2018年3月均值高出3.6个百分点；银行代客付汇购汇率平均为56.4%，回落0.8个百分点（见图2）。同期，银行即远期（含期权）结售汇月均顺差10亿美元，2017年1月至2018年3月为月均逆差65亿美元（见图3）。



注：为更好反映市场结售汇意愿，剔除了远期结售汇履约因素。



注：由于外汇局从 2016 年 1 月起公布外汇期权交易数据，故 2016 年 1 月（含）之前仅有银行即远期结售汇差额的可比数据，此后才有银行即远期（含期权）结售汇差额数据。

第二次是 2019 年 8 月人民币“破 7”和 2020 年 5 月底人民币汇率跌至 12 年来新低。受中美经贸摩擦影响，2019 年 5 月，自“8·11”汇改以来人民币第三次跌至 7 附近，但这次依然守住了这个整数关口。8 月初，中美经贸谈判再陷僵局，人民币应声“破 7”，打开了可上可下的空间。2020 年初，新冠肺炎疫情暴发给国内经济造成严重冲击，人民币由升转跌。到 5 月底，叠加地缘政治因素，人民币汇率跌破 7.10（见图 1）。然而，这没有改变企业“逢高结汇”的特征：2019 年 8 月至 2020 年 5 月，银行代客收汇结汇率平均为 57.5%，较 2018 年 11 月至 2019 年 7 月均值高出 1.7 个百分点；银行代客付汇购汇率平均为 60.4%，上升 0.4 个百分点（见

图 2)。同期，银行即远期（含期权）结售汇月均顺差 73 亿美元，2018 年 11 月至 2019 年 7 月月均顺差 21 亿美元（见图 3）。

第三次是 2022 年 3 月中旬以来的人民币急跌行情。2020 年 6 月初起，疫情防控有效、经济复苏领先、中美利差走阔、美元指数走弱等多重利好共振，人民币汇率重新走强，到 2022 年 3 月初人民币汇率升至 6.30 附近，创下四年来新高。但 3 月中旬以来，由于地缘政治风险外溢、国内疫情多点散发、美元指数强势反弹，人民币再度走弱，到 5 月中旬跌至 6.80 附近，两个月时间累计下跌 7% 以上（见图 1）。这也没有影响企业“逢高结汇”：2022 年 3 月至 5 月，银行代客收汇结汇率平均为 57.6%，较 2020 年 6 月至 2022 年 2 月均值高出 3.6 个百分点；银行代客付汇购汇率平均为 56.8%，上升 0.9 个百分点（见图 2）。同期，银行即远期（含期权）结售汇月均顺差 128 亿美元，2020 年 6 月至 2022 年 2 月月均顺差 200 亿美元（见图 3）。

抵御了资本流向逆转的冲击

从国际收支口径看，“8·11”汇改初期，由于中国遭遇了“藏汇于民”和“债务偿还”的双重冲击，资本外流规模迅速扩大，形成了“资本外流—储备下降—汇率贬值”的恶性循环。其中，债务偿还增加主要源于 2015 年三季度至 2016 年一季度，中国短期利用外资（即非储备性质的非直接投资金融账户负债方）流向逆转。2016 年二季度起，该项目恢复持续净流入，2020 年二季度人民币汇率由弱转强后加速流入。2022 年一季度，受

内外部因素的综合影响，人民币汇率快速回调，短期利用外资由上季净流入 620 亿转为净流出 618 亿美元，与短期对外投资净流出合计，短期资本净流出 1096 亿美元，环比增长 203%。但是，同期不含估值影响的外汇储备资产增加 394 亿美元，同比多增 6%（见图 4）。



注：（1）非储备性质的非直接投资金融账户差额包含了证券投资、金融衍生品交易和其他投资差额，不含净误差与遗漏净额，俗称国际短期资本流动；（2）外汇储备资产增加为负值，减少为正值。

短期利用外资流向变化，主要反映了外资人民币金融资产的持仓调整。2015 年以来，中国加快境内股市和债市开放，吸引了外来证券投资。2018 年以来，陆股通和债券通项下，外资大幅增持人民币股票和债券资产，仅个别月份短暂减持。但是，债券通项下，2022 年 2 月至 5 月，外资连续净

减持人民币债券，累计达 4108 亿元。陆股通项下，仅 3 月份外资净卖出 451 亿元，一季度累计净卖出 243 亿元，加上外资累计减持人民币债券 1266 亿元，导致当季国际收支外来证券投资录得史上最大逆差 387 亿美元。不过，二季度，陆股通项下又恢复净买入，累计达 961 亿元（见图 5、图 6）。



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_44305

