



管涛：如期而至的人民币汇率市场纠偏



我以“如期而至的人民币汇率市场纠偏”为题，主要从三个方面做个汇报：第一，人民币汇率调整的原因。实际上这一波人民币汇率的调整，我们在去年年底、今年年初的时候就已经猜到了，它的逻辑是非常清楚的。第二，人民币汇率调整的影响。我的总体判断是，不论今年以来的调整，还是8月中旬以来的急跌，它的冲击都是有限的。第三，对四季度人民币汇率走势的展望。

一、今年人民币汇率调整的原因

去年年底，全国外汇市场自律机制第八次工作会议第一次提出：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。所以，我在去年年底的年度策略会上就从五个方面对今年的人民币汇率走势做了分析和展望，当时提出来的基本判断是：大家不要执迷于人民币还会不会破6，要警惕市场或者政策力量引发的汇率纠偏，并且特别提示：汇率跌多了会涨，涨多了会跌。

今年2、3月份以后，我将更多的精力转向关注美联储货币紧缩对中国跨境资本流动和人民币汇率的影响。

首先是2月19日，在CWM50举办的“2022年经济稳增长硬招实招”内部研讨会上，我提到：美联储紧缩的溢出影响对中国来讲可能有四个场景、四个阶段。

然后在4月16日，也就是4~5月份那一波人民币汇率急跌前夕，我

参加清华五道口全球金融论坛的时候明确指出：中国现在已经度过了第一个阶段（美联储缩减购债带来的冲击），可能正在进入第二个阶段。在那场论坛上，我特别提示要警惕 2014 年的经验。

（一）、美联储紧缩溢出影响大致分为四种场景或四个阶段

美联储紧缩对人民币汇率的溢出影响，大致分为四种场景或四个阶段。

具体而言：

第一个场景或阶段，是美联储温和有序的紧缩。美联储缩减购债，中国外资减缓流入；人民币还在升值，只是升值速度放慢。这一阶段已经经历过了，对应于今年前两个月的情况，甚至俄乌冲突爆发以后，市场还炒作人民币是避险货币。因此，3 月初人民币创本轮升值以来的新高，升到 6.30 附近。我们当时就提示，这波行情可能有点像 2014 年的那波行情：2014 年年初人民币升到 6 附近，那时市场都认为人民币马上要破 6，进入 5 的时代。2014 年 3 月 17 日，汇改扩大浮动区间，市场预期人民币会加快升值，结果人民币不但没有升，反而回调了 30%。那时候主要通过汇改来打破单边的升值预期。2014 年 6 月份，外汇储备创了历史新高，达到 3.99 万亿美元。当时有人说外汇储备多了是个负担。但是实际上从 2014 年下半年开始，外汇市场每个月的结售汇都是持续的逆差，年底时银行间市场上人民币兑美元的汇率收盘价相对于当日中间价持续在偏贬值的方向，12 月份以后偏离程度达到了 1% 以上。也就是说，2015~2016 年那一轮人民币贬值并不单纯由 2015 年“8·11”汇改引起，而是之前就积累了贬

值压力，也出现了贬值迹象。只是“8·11”汇改严格地按照参考篮子货币调节，这才揭开了“潘多拉盒子”。

第二个场景或阶段，是美联储更加激进地加息，甚至启动缩表，这会引发美国经济金融的动荡，导致中国阶段性的资本外流，人民币会有涨有跌、双向波动。实际上4月底以来的两次人民币汇率急跌，一个重要的触发因素就是美元指数大涨。

关于第三、四个场景或阶段，后面再讨论。

(二)、今年以来人民币汇率两轮调整的原因分析

今年人民币汇率出现过两波急跌，这两波汇率的变动逻辑有一定相似性，非常清晰。前两个月人民币还在升值，但到3月中旬（到3月15号）就已抹去了年内所有涨幅。3月份下半个月，人民币围绕去年底的水平反复震荡，直到4月底出现了人民币的快速下跌，8月中旬以来又出现了新的调整。下面展开说明原因：

首先，2020年6月以来的人民币升值，主要得益于四个利好：1、中国疫情防控好；2、经济复苏；3、外部美元走势弱；4、中美利差大。

然而，这四大利好在2021年都出现了变化：中国经济复苏放缓，美元指数止跌反弹，中美利差收敛；仅保有的一大利好，就是应对德尔塔病毒的疫情防控措施整体有效，外贸出口保持景气。所以去年人民币兑美元小幅升值，人民币汇率指数大涨，走出了“美元强、人民币更强”的行情。

但是今年 3、4 月份以后，仅剩的利好因素也阶段性地出现逆转。

特别是 3 月份美联储议息会议之后，随着美国通胀进一步走高，市场货币紧缩预期越来越强，美元指数加速反弹，中美利差快速收敛甚至出现了阶段性倒挂。4 月 18 日~4 月 22 日，美联储释放了很多“鹰派”信号。4 月 18 日圣路易斯的联储主席布拉德第一次公开建议：5 月份一次性加 75bp。4 月 21 日，鲍威尔在 IMF 春季年会上安抚市场“5 月份只会加息 50bp”，但同时强调之后可能会进行类似幅度的多次加息，以抑制通胀。4 月 22 日野村证券发布了最新的预测，美联储 6、7 月份将会连续加息 75bp。就我所知，野村是第一个猜到了 6、7 月份美联储会连续加息的市场机构。在这样一个鹰派的氛围下，4 月底的时候，美元指数站稳在了 100 以上，然后日元兑美元汇率跌到 20 年以来的新低。

所以，美元走强是汇率波动的一个重要触发因素。3 月中旬，人民币出现了一波快速回调，但那波回调还不能称之为贬值，只是把年内的涨幅抹去，直到 4 月底才出现了明显的下跌。4 月 18 日~4 月 22 日，因为国内个别城市的疫情没能得到有效控制，经济循环畅通的问题更加突出，加重了市场对中国经济复苏和出口前景的担忧。

美国时间 4 月 19 日，国际货币基金组织在春季年会上下调了今年经济增长的预测值。紧接着，北京时间 4 月 20 日，人民币汇率应声跌破 6.40，之后一路下跌。到 5 月 16 日，人民币汇率中间价和收盘价较年内高点最多跌幅 7.2%，盘间曾经跌破过 6.8%。也就是说，一个月内下跌 7.2%，达到

了 2020 年 10 月份以来的新低。

所以，4 月底 5 月初这一波汇率快速调整，主要由美元走强、地缘政治风险外溢、国内疫情多点散发致使经济复苏和外贸出口前景不明等因素导致。

5 月 17 日，上海发布了社会面基本清零的消息，此后人民币汇率止跌回升。5 月 20 日，五年期 LPR 利率超预期下调，进一步释放了稳增长的信号，改善了市场情绪。5 月底，人民币兑美元汇率一度升破 6.7，最多升到 6.65 附近。此后人民币汇率重新围绕 6.70 上下波动，在低位盘整震荡。该情形一直持续到 7 月上中旬。

7 月上中旬以后，收盘价、中间价又先后跌破 6.70。8 月 19 日，收盘价、中间价双双跌破 6.80。8 月 29 日，交易价跌破 6.90。8 月 31 日，中间价、收盘价分别比上年底下跌 7.4%，较年内高点最多跌幅达到 8.6% 和 8.8%。也就是说，6 个多月的时间内人民币跌幅接近 9%。具体来看，我觉得本轮下跌的一个重要拐点是 8 月 15 日。虽然汇率是在 8 月 19 日跌破 6.80，但实际上明显下跌是从 8 月 15 日开始的，10 个交易日跌了一毛多钱。为什么是这个时间呢？其中一个重要原因是美元指数在走强。美元指数在 5、6 月份突破 105 的高点以后，出现了一波回调行情，曾经一度跌回 104 以下。但 7 月下旬特别是 8 月上中旬以来，随着市场对美联储紧缩的预期进一步加强，美元指数重新反弹，升破 108。8 月 15 日~8 月 31 日，美元指数反弹了 2.8%，期间人民币汇率中间价和收盘价跌了 2% 以上，

但人民币汇率指数只跌了 0.3%，应该说基本保持稳定。

综上所述，本轮人民币下跌的第一个重要原因不是人民币弱，而是美元太强，与上一轮的逻辑类似。最近一段时间，美元兑很多非美货币都创了一、二十年的新高。美元兑日元创 24 年以来的新高，兑欧元创 20 年以来的新高，兑英镑创英国脱欧公投以来的新高。

第二个原因是中美利差倒挂。一个很重要的背景是，8 月 15 日，人民银行意外下调政策性利率，把一年期“麻辣粉”（中期借贷便利，MLF）和七天逆回购利率各下调了 10bp。8 月 22 日，一年期和五年期 LPR 利率又分别下调了 5bp 和 15bp（非对称下调）。这导致境内市场利率进一步走低，和美国市场利率走高形成了鲜明对比，中美利差倒挂进一步加深。举例来看，8 月 15 日~8 月 31 日，一年期美元兑人民币的远掉期的点数达到了负的一毛多钱（-1, 049bp），比 8 月 1 日~8 月 12 日的日均水平扩大了 35.2%。在负利差的情况下，远期人民币兑美元是升值的。这进一步增强了远期购汇价格的吸引力，因为未来一年的价格比现在还要便宜一毛钱。在这种情况下，8 月份以来远期购汇越来越多，加大了即期外汇市场购汇

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_46085

