



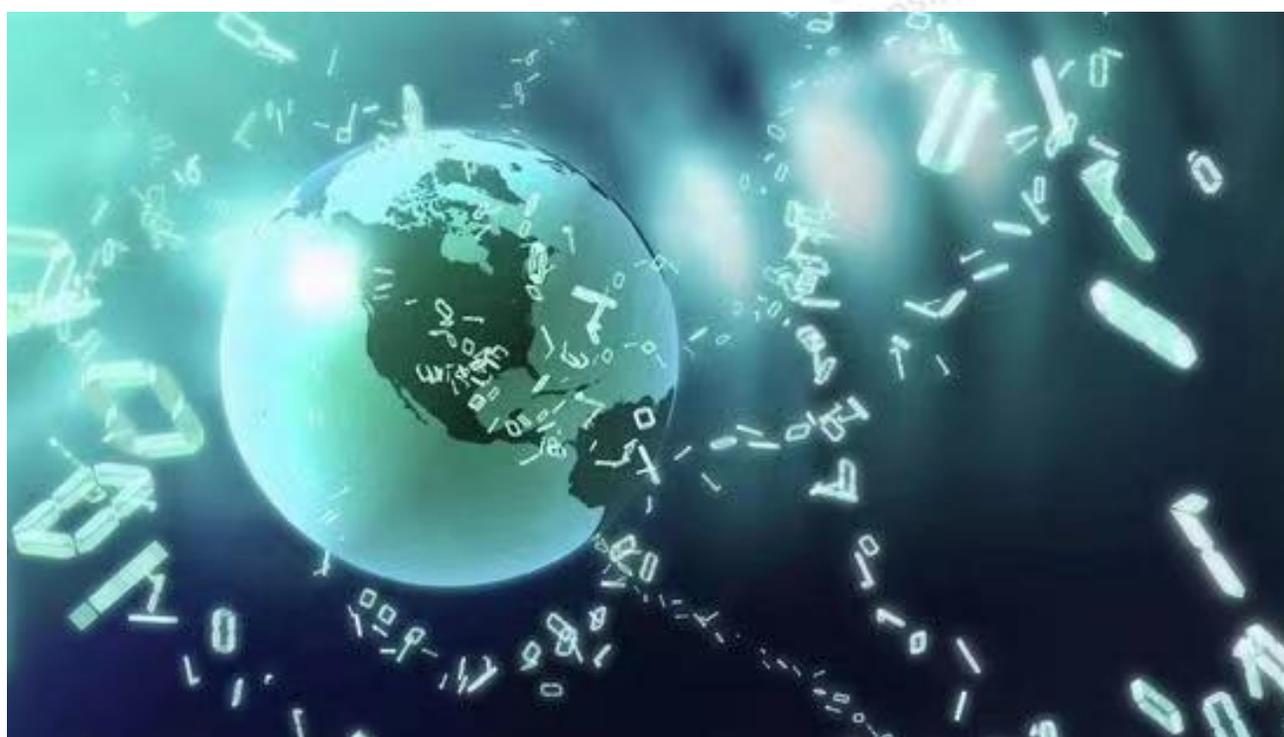
管涛：人民币汇率波动的影响分析及前瞻



意见领袖 | 管涛

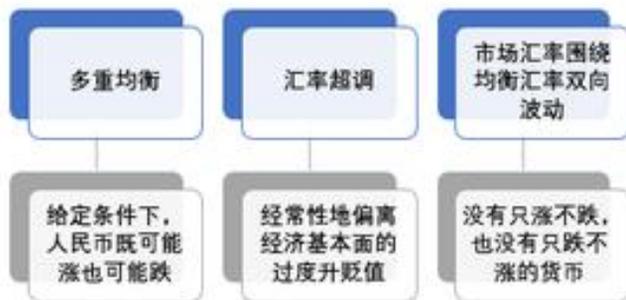
人民币汇率越来越具有大国货币特征，随机游走、弹性增加。今年 3 月份以来的人民币汇率快速调整是多方面因素共同作用的结果，反映了跨境资本流动波动的影响，是市场自发的纠偏。预计明年人民币汇率走势存在三种场景、两个前途，或将呈现双向波动、宽幅震荡走势。

注：本文为 CMF 宏观经济热点问题研讨会（第 55 期）发言整理。



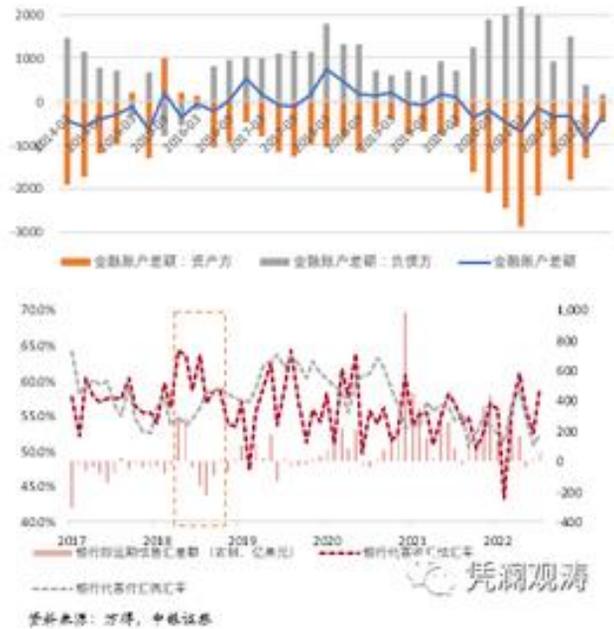
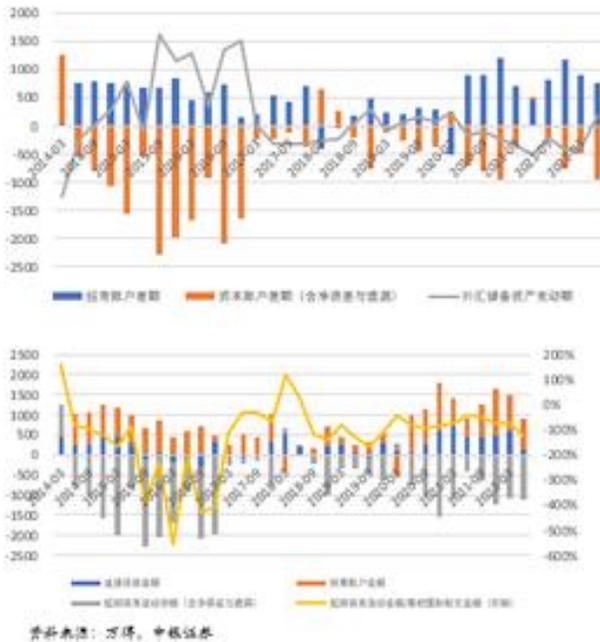
一、人民币汇率的资产价格属性

尽管人民币还没有完全可兑换，还有对跨境资本流动有一定的管理，人民币汇率也是有管理浮动而不是自由浮动，但人民币越来越具有资产价格属性，具有大国货币一样汇率随机游走的特征，汇率弹性增加，具体体现在以下几个方面。



首先是多重均衡，即在给定基本面的情况下人民币既可能涨也可能跌；其次是汇率超调，即经常性出现有涨有跌的双向波动，可能会出现偏离经济基本面的过度升贬值。今年人民币汇率中间价和收盘价最大涨幅，前十个月都创1994年汇率并轨以来的新高。1994年年初一次性调整，今年前10个月中间价最大的波幅是13.9%，收盘价是15.8%，波动比较大。

今年中国经常项目顺差扩大，中国是主要经济体中少有的经常项目顺差扩大的国家，其他都是经常项目顺差减小甚至变为逆差。中国的国际收支结构一直是经常项目顺差、资本项目逆差。所以，我们不能由经常项目顺差简单分析和预测人民币会升值，也不能由资本项目流出分析和解释人民币会贬值。但今年的情况是很明显的，因为在经常项目顺差扩张的情况下，人民币面临贬值压力，从国际收支角度看就是资本流出的压力加大，特别是短期资本流出较多。今年上半年的国际收支数据可以印证这一判断。



从今年3月份开始，人民币汇率经历了一波调整，到9月份市场上外汇依然是供求基本平衡，结售汇总体略有顺差，顺差合计575亿美元，但同比下降44%。所以从这些数据看人民币具有大国货币的特征，越来越具有资产价格属性。

二、近期汇率波动的影响分析

人民币汇率波动到目前为止调整了10%以上，八个月时间人民币跌破整数位。上次2018年4月初起，人民币从6.28跌到2020年5月底的7.2元附近用了26个月，这次仅用8个月就从6.3最低跌到了7.3以下，所以调整幅度是比较大的。对人民币汇率波动的影响分析有以下几个维度。

- ◆ 汇率弹性有助于各国做出调整，以适应各国货币政策收紧步伐的差异。如果汇率变动阻碍了央行货币政策的传导机制和/或产生了更广泛的金融稳定风险，则可以使用外汇干预措施。此类干预措施应成为IMF综合政策框架中规定的解决脆弱性的综合方法的一部分。
- ◆ ——IMF2022年秋季《全球金融稳定报告》

01

企业汇兑
损益

02

金融市场
稳定

03

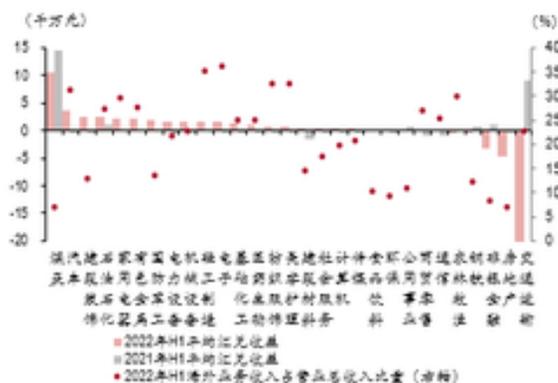
国内物价
稳定

凭澜观涛

1、微观层面分析

微观层面分析汇率涨跌对企业汇兑损益的影响。这一次汇率调整利好外汇收入和资产，利空外汇支出和负债。根据万得数据统计，今年上半年人民币汇率下跌 5%，汇兑收益和损失轧差以后，上市公司剔除财务数据异常的公司，净汇兑收益 307 亿，去年同期人民币涨了 1%，但是是净汇兑损失 33 亿。从这个意义上看，上市公司在人民币调整中有赚有赔，但总体上是赚的多赔的少，甚至从公司个数来讲有 60%的上市公司上半年预期有汇兑收益。所以认为股票市场把人民币汇率的调整视作利空是不恰当的。

- ◆ 根据万得数据统计，今年上半年，A股上市公司（不包含财务数据异常的公司）净汇兑收益共为307亿元人民币，去年同期则为净损失33亿元。
- ◆ 其中，有2828家上市公司出现汇兑收益，占到A股上市公司的59.3%。特别是上游产业和产品出口型行业，由于进口依赖程度较低，海外业务收入占比高，汇兑收益较多，如煤炭、汽车、建筑和石油石化行业汇兑收益居前列。
- ◆ 由于需要大量进口海外铁矿石和航油，钢铁和交通运输业上半年汇兑损失较多。此外，作为中资美元债的重要融资主体，房地产企业同期平均遭受了4814万元的汇兑损失。



资料来源：万得，中银证券

凭澜观涛

从上市公司的汇兑损益情况看，总体上是净汇兑收益。2015年8.11汇改人民币意外贬值引发市场恐慌，其原因是因为二十多年的人民币单边行情，民间积累了巨额的对外净负债，所以贬值在贸易渠道有改善作用，但是在金融渠道由于对外净负债产生了负作用。当时因为对外净负债比较多，但是经历了2015年、2016年两年集中调整后，现在民间对外净负债大幅减少，到今年6月底的时候，民间对外净负债比2015年6月底减少了1.21万亿美元，占GDP比重下降了15个百分点。在这样的情况下，市场对于汇率的波动容忍度适应性大大提高。而且，二季度民间对外净负债环比减少2642亿美元，其中人民币汇率波动产生的负估值效应贡献了103%。

人民币贬值可能会形成“资本外流-汇率贬值”的恶性循环的说法有极大的误导性。因为外资担心的不是汇率的涨跌，而是汇率僵化导致的资本外汇管制的“不可交易”的风险。汇率弹性增加有助于减轻对行政手段

的依赖，有助于提高货币政策的自主性，提振境内外投资者的信心。

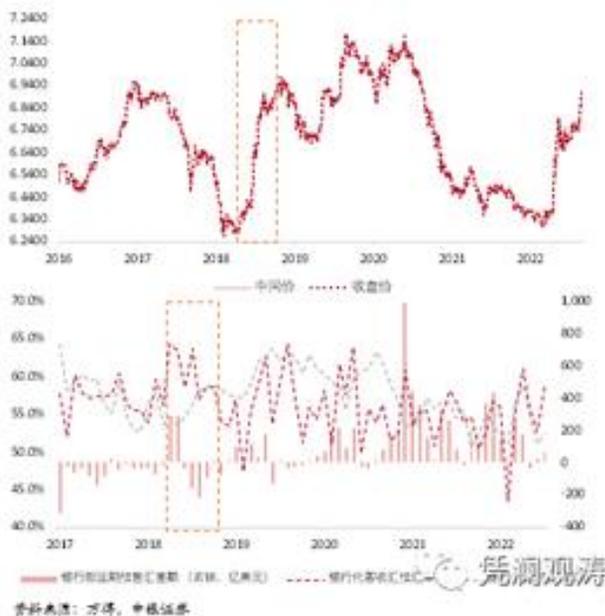
2、宏观层面分析

宏观层面关注对金融市场稳定和国内物价稳定的影响。不久前，国际货币基金组织在秋季《全球金融稳定报告》里说，要保持汇率弹性，适应各国货币政策的差异，但也提示，如果汇率变化影响了央行货币政策传导，或者产生了更加广泛的金融稳定的风险，可以使用外汇干预措施。也就是说，在汇率灵活的情况下，通常央行对汇率波动会善意地忽略，但是当汇率过度或异常波动，影响金融稳定和物价稳定时，央行要做出反应。这时候实施外汇干预不是单纯稳定汇率，而是实现央行货币政策自己的目标，即实现金融稳定、物价稳定。

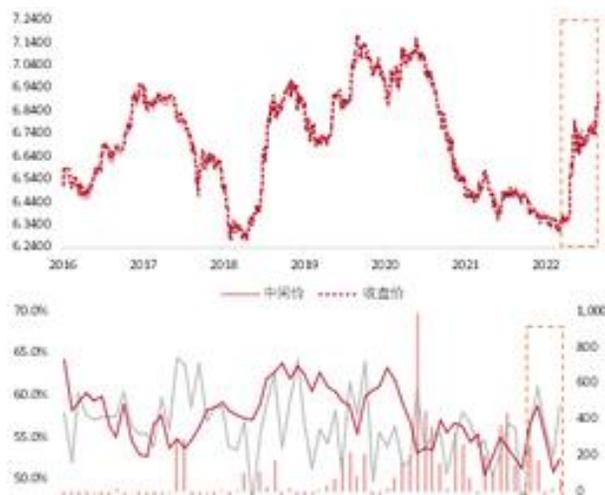
首先关注对外汇市场的影响，即在人民币汇率波动过程中，是否造成了外汇市场像 2015 年、2016 年汇改时出现贬值的恐慌。2018 年从 4 月初到 10 月底，七个月的时间人民币跌了 10%，这个过程中，外汇市场结售汇仍然是顺逆差交替出现，但总体是顺差。正常的外汇市场一定是低买高卖，即升值的时候买外汇得多卖外汇的少，贬值的时候卖外汇得多买外汇得少。在 2018 年调整过程中确实收汇结汇率比升值期间是跳升的，付汇购汇率是下降的，所以当时外汇市场并没有再次出现贬值的恐慌。今年的数据显示，3 月初人民币冲高回落，9 月份人民币跌破整数关口，10 月份还在延续调整。迄今为止，和 2018 年的表现如出一辙。3-9 月份，银行即远期（含期权）结售汇，只有 5 月份和 9 月份出现了 40 亿和 49 亿美元

的少量逆差，其他月份都是顺差，而这7个月累计顺差575亿美元，仍然是外汇供求平衡略有盈余。

- ◆ 2018年一季度人民币继续升值，当季各月结售汇依然逆差。反倒是4、5月份，人民币重新走低之初，连续两个月两三百亿美元顺差，6~9月份均为逆差，10月份又转为顺差。4~10月份，累计顺差70亿美元。
- ◆ 汇率杠杆调节作用正常发挥：
 - ✓ 2018年4、5月份，人民币从6.20跌至6.40时代，不含远期履约的银行代客收汇结汇率均值为63.9%，较2017年1月~2018年3月（升值期间）均值跳升7.0个百分点；付汇购汇率为54.2%，下降3.0个百分点。
 - ✓ 2018年6~10月份，人民币进一步从6.40跌入6.90时代，银行代客收汇结汇率均值回落至59.2%，仍高于前期升值期间均值2.3个百分点；付汇购汇率回升至57.3%，与前期均值基本持平。
- ◆ 人民币破“7”的2019年8~12月份和2020年2~7月份的11个月中，有5个月份为结售汇逆差，平均逆差29亿美元，其他6个月份均为顺差，平均顺差103亿美元。其中，2020年5月，人民币跌破7.10，跌至十二年来新低，当月录得结售汇顺差208亿美元。



- ◆ 2022年3、4月份，人民币从6.30跌至6.50时代，银行结售汇连续两个月较大顺差，顺差合计423亿美元，同比增长1.41倍，前两个月合计顺差84亿美元，同比下降89.5%。同期，银行代客收汇结汇率均值为58.4%，较2020年6月~2022年2月（升值期间）均值跳升4.5个百分点；付汇购汇率为57.7%，下降2.2个百分点。
- ◆ 5~9月份，人民币汇率继续走强，从6.50进入6.70时代，银行结售汇除5月、9月份40亿美元少量逆差外，6、7月份继续顺差，5个月累计顺差152亿美元，仍属于基本平衡、略有盈余。同期，银行代客收汇结汇率均值回



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_48120

