



# CMF

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇

CMF中国宏观经济专题报告（第55期）

## 人民币汇率：疫情以来的大国汇率

主办单位：

中国人民大学国家发展与战略研究院

中国人民大学经济学院

中诚信国际信用评级有限责任公司

承办单位：

中国人民大学经济研究所

2022年10月



CMF宏观经济热点问题研讨会（第55期）

## 大国汇率：疫情以来的人民币汇率

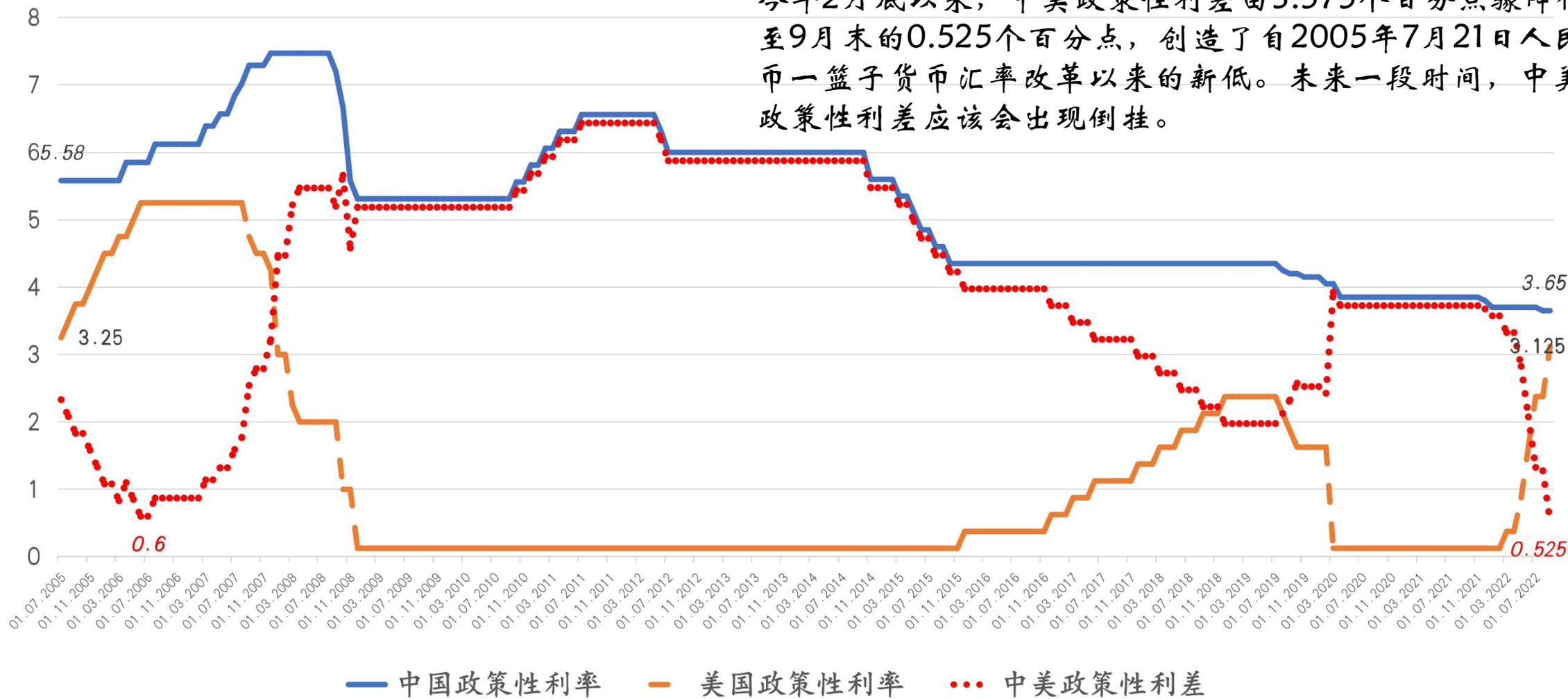
报告人：王晋斌

2022年10月29日

主办单位：中国人民大学国家发展与战略研究院、中国人民大学经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司  
承办单位：中国人民大学经济研究所

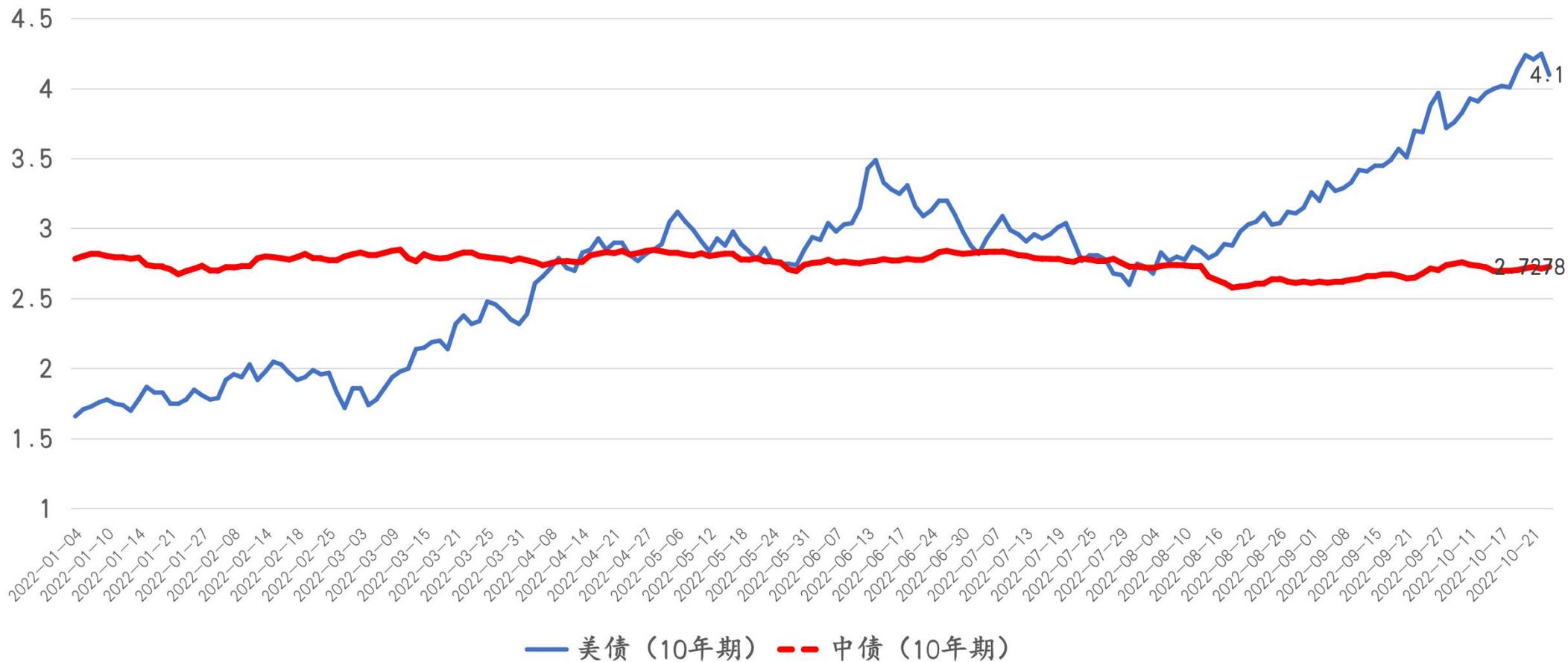
# 一、中美货币政策周期显著错位

今年2月底以来，中美政策性利差由3.575个百分点骤降低至9月末的0.525个百分点，创造了自2005年7月21日人民币一篮子货币汇率改革以来的新低。未来一段时间，中美政策性利差应该会出现倒挂。



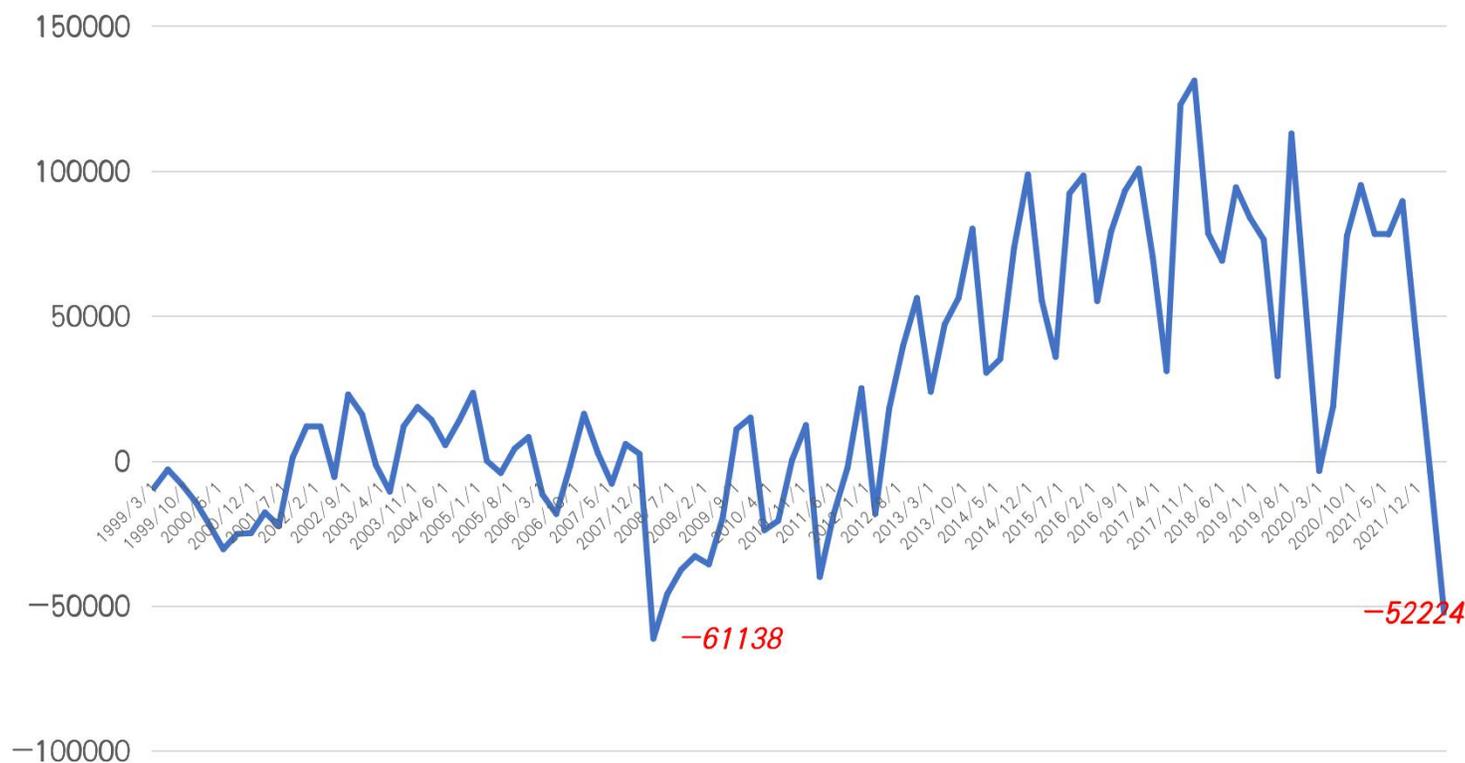
数据来源: BIS policy rate statistics.

# 今年以来10年期中美国债收益率的变化



## 二、俄乌地缘政治冲突弱化了美元定价的名义锚

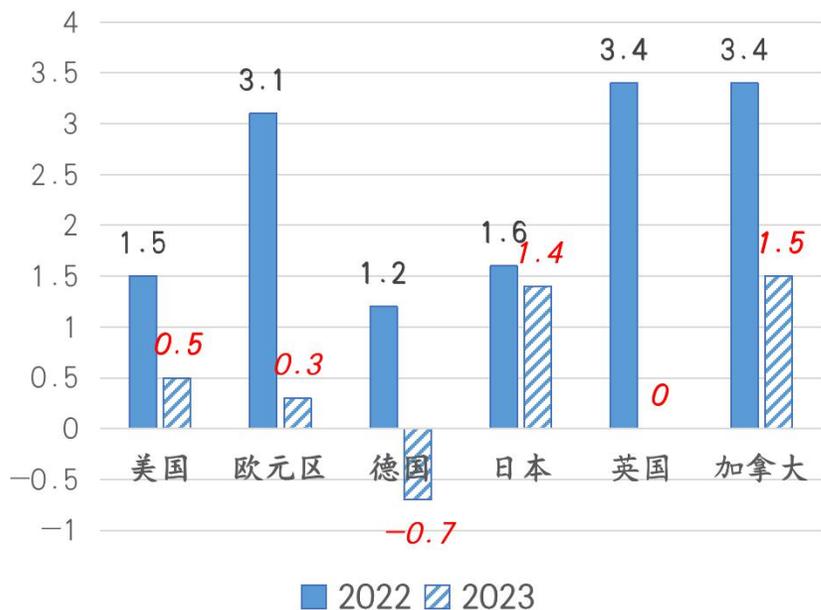
依据德国联邦统计局的数据，今年2季度德国经济增速环比零增长，同比从1季度的3.6%迅速下降至2季度的1.4%，而9月份通胀率高达10%，德国经济基本快进入了“滞胀”阶段。今年7月份德国工业生产指数只有92.6，制造业能源成本的巨大涨幅和工业生产能力萎缩导致德国贸易盈余快速衰减（过去十几年制造业占德国出口40%-50%）。2021年德国还有1724.84亿欧元的顺差，今年1-7月份贸易顺差只有399亿欧元，仅为去年同期的**34.9%**。尤其在成本处于高位的4月份德国对外贸易只有7亿欧元的顺差。



欧元区经常账户出现逆转（百万欧元）

数据来源：ECB。

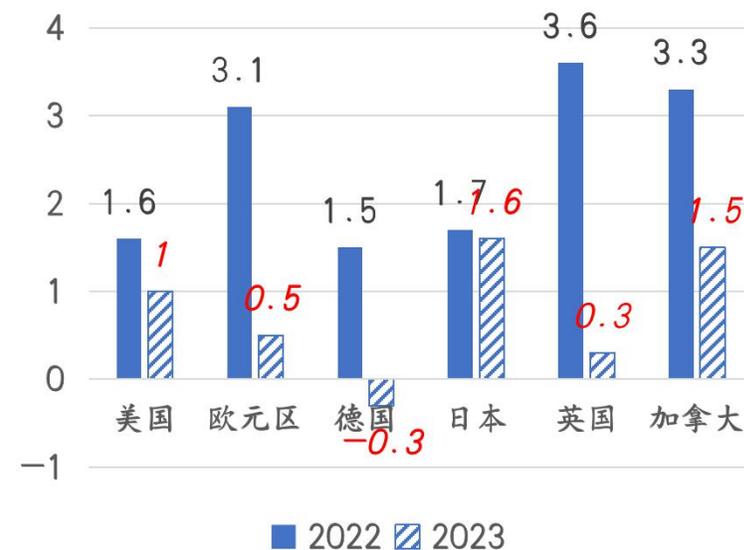
## 二、俄乌地缘政治冲突弱化了美元定价的名义锚



[OECD Economic Outlook, Interim Report September 2022](#)



[UNCTAD, Trade and Development Report 2022, 03 Oct 2022.](#)



[IMF, WEO, Oct, 2022](#)

## 美元指数中经济体货币政策也存在错位

美联储从今年3月份以来加息5次，总计加息了300个基点，联邦基金利率处于3%-3.25%的区间，创造了40年来最激进的加息方式。

欧洲央行从今年7月份以来加息3次，总计加息200个基点，边际借贷便利利率为2.25%。

日本央行继续宽松不加息，政策性利率保持在-0.10%，但开始干预外汇市场。

英国央行自去年底以来7次计息，总计加息215个基点，目前基准利率为2.25%。

加拿大央行从今年3月份以来5次加息，总计加息300个基点，目前政策性利率3.25%。

瑞士央行从今年6月份以来2次加息，总计加息125个基点，目前政策性利率0.50%。

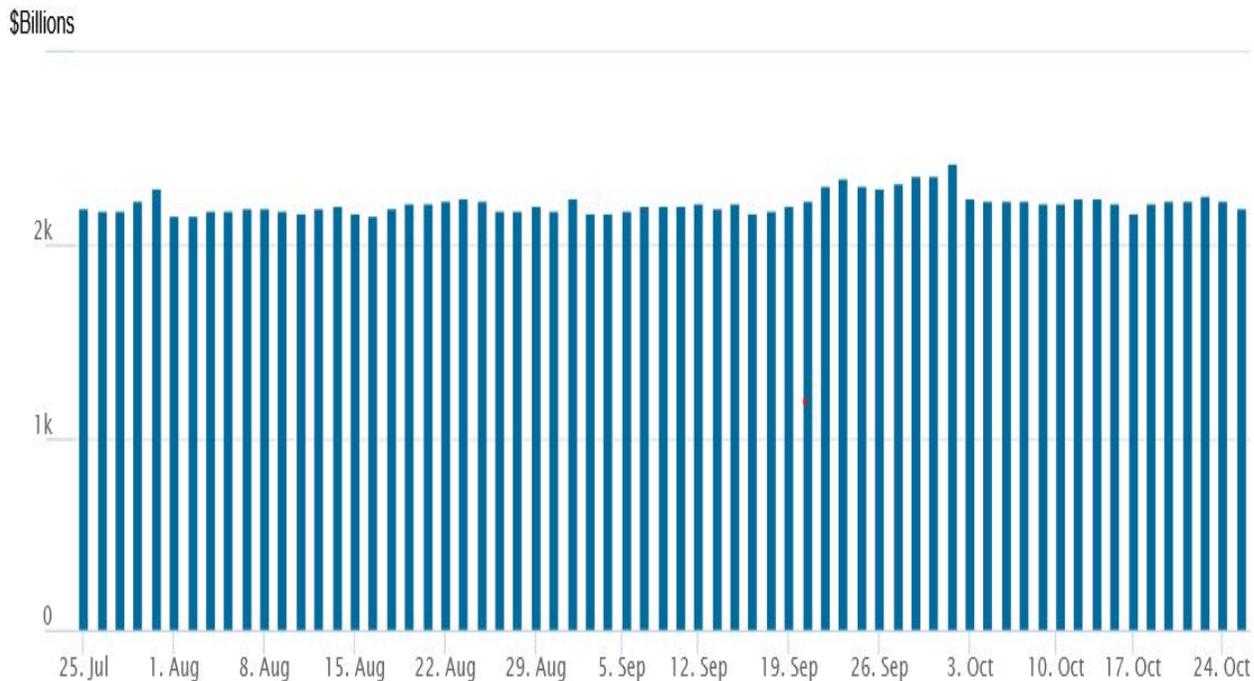
瑞典央行从今年5月份以来3次加息，总计加息175个基点，目前政策性利率为1.75%。

### 三、加息美元+“事件”美元：美元指数存在“超调”的可能性



美元指数创下了2002年5月以来的新高，存在“超调”是国际金融市场作用的结果。美联储加息的吸引和地缘政治动荡避险情绪的推动，导致资金从其他经济体，尤其是新兴经济体流出。

# 美元央行互换开始增加，内外流动性显著差异



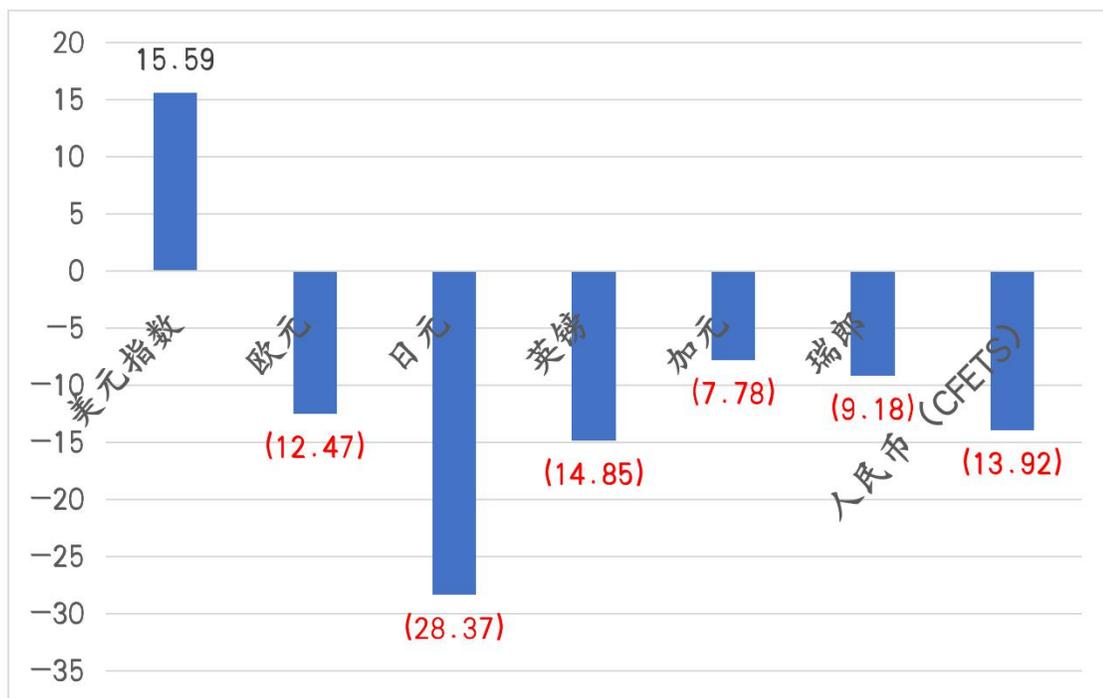
New York Fed, Reverse Repo Operations;

COUNTERPARTY	TRADE DATE	SETTLEMENT DATE	MATURITY DATE	TERM (DAYS)	INTEREST RATE (%)	AMOUNT
European Central Bank	10/19/2022	10/20/2022	10/27/2022	7	3.33	210,500,000
Swiss National Bank	10/19/2022	10/20/2022	10/27/2022	7	3.33	11,090,000,000

Central Bank Liquidity Swap Operations

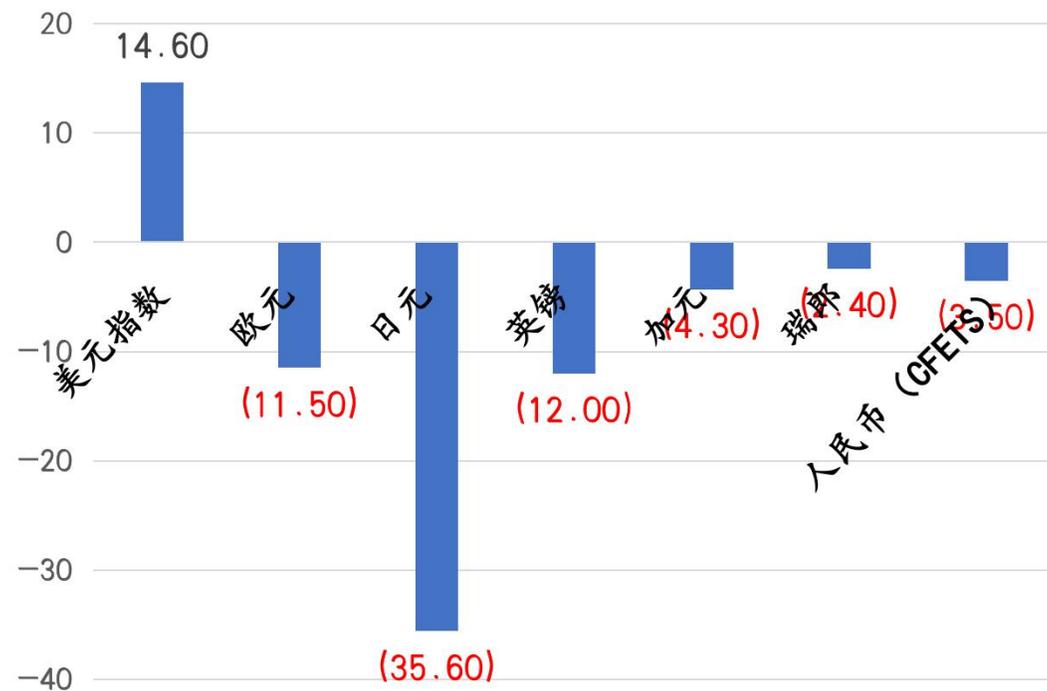
## 四、人民币在全球主要货币中的表现

疫情以来人民币汇率三大特征：相对稳健、市场化、弹性增加。



今年以来美元指数和全球重要货币表现

数据来源：WIND。截至10月28日下午17:41。



疫情 (2020) 以来美元指数和全球重要货币表现

数据来源：WIND。截至10月28日上午9:00。

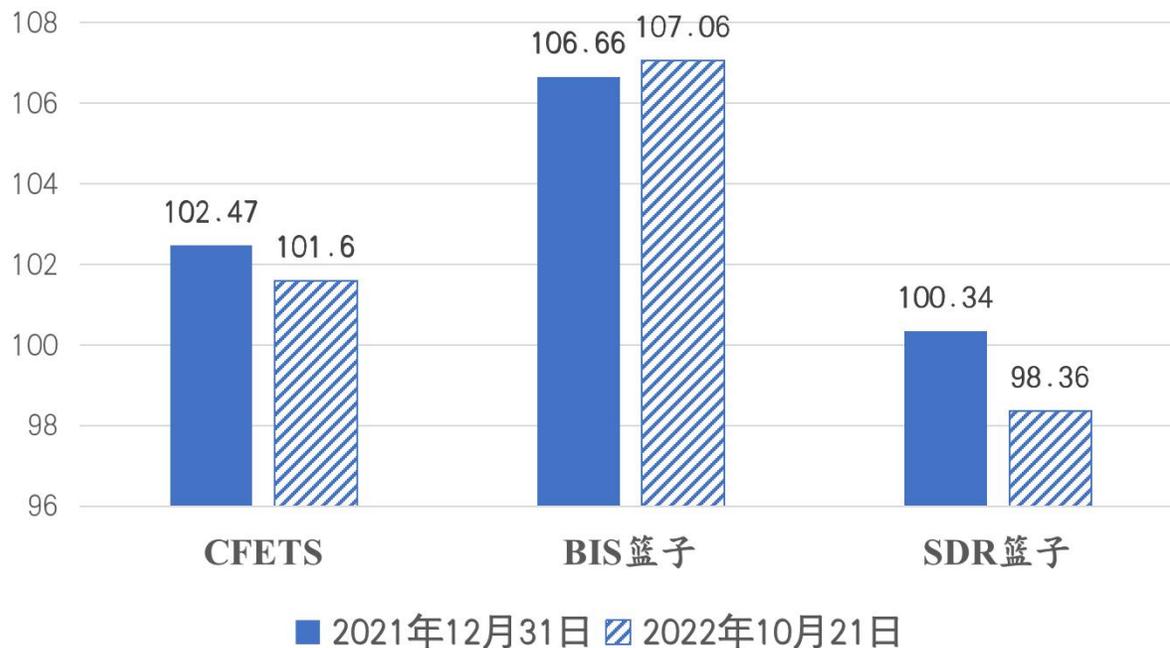
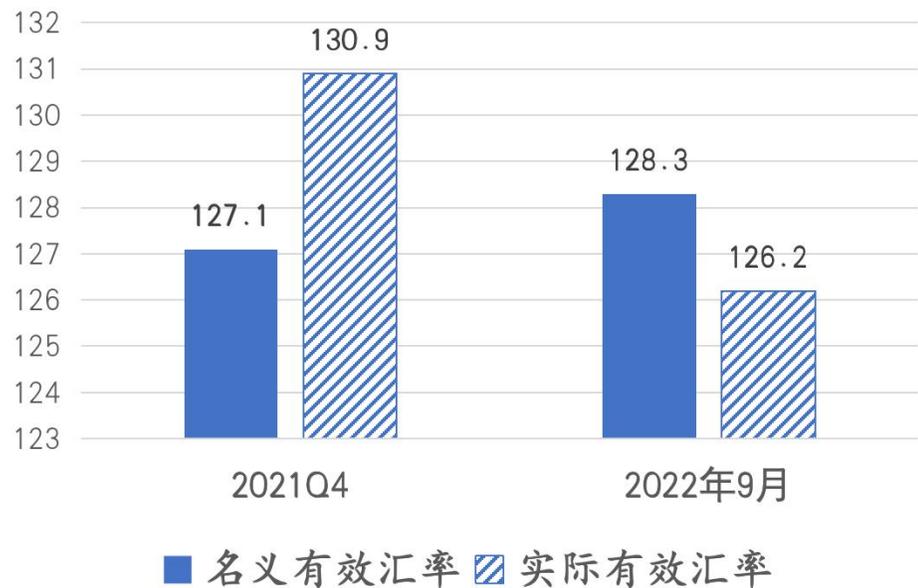
## 市场化

时间	调整	在岸汇率 (CFETS)
2017年5月26日	启动逆周期因子	6.86
2018年1月9日	暂停	6.52
2018年8月24日	启动逆周期因子	6.88
2020年10月27日	暂停	6.72
2022年10月27日		<b>7.21</b>

## 弹性增加

	日波动率	年收益率 (%)
2016	0.136195	-6.6
2017	0.131026	6.4
2018	0.258845	-5.7
2019	0.145744	-1.7
2020	0.190644	<b>6.1</b>
2021	0.050154	<b>1.4</b>
2022	<b>0.27653</b>	<b>-13.51</b>

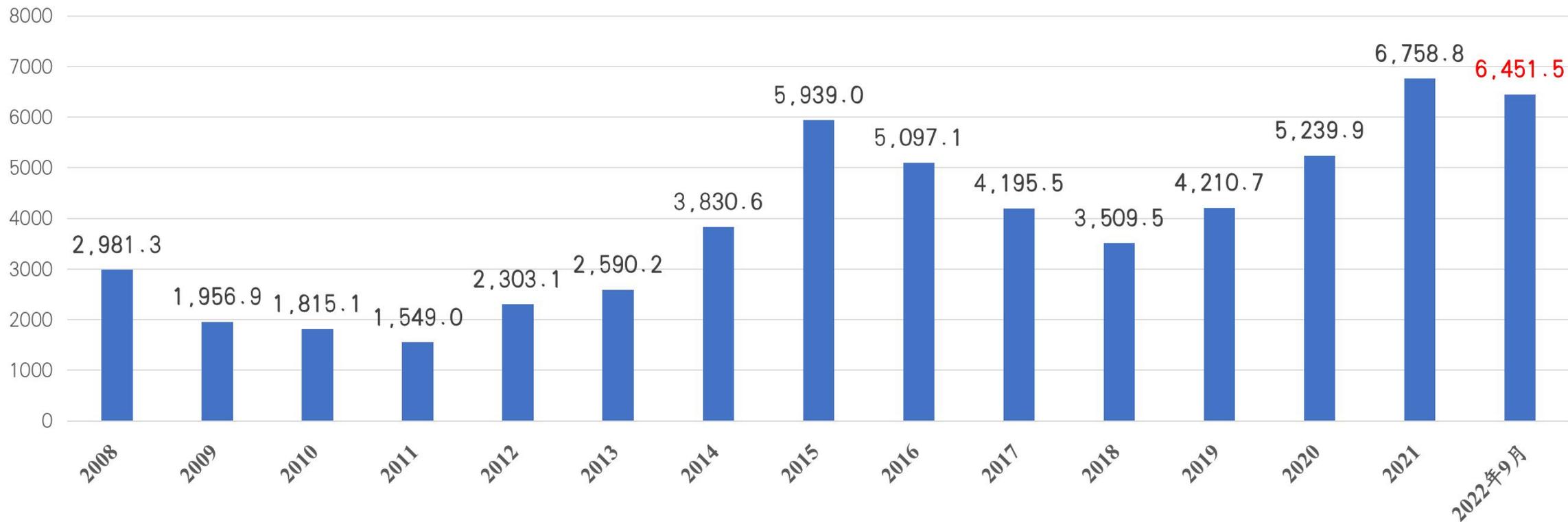
# 人民币有效汇率：一篮子货币汇率基本稳定



BIS: Nominal effective exchange rates, Broad (60 economies) indices (2010 = 100)

人民币汇率指数  
数据来源：中国外汇交易中心

## 五、人民币汇率：结构性因素对冲周期错位因素



进出口商品贸易顺差(单位: 亿美元)

数据来源: 中国海关。

## 六、宏观审慎政策与货币政策自主性

央行宣布从2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，外汇存款准备金率由8%下调至6%，释放外汇流动性。

央行决定自2022年9月28日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%，调节远期外汇需求，抑制货币投机需求，稳定外汇市场预期。

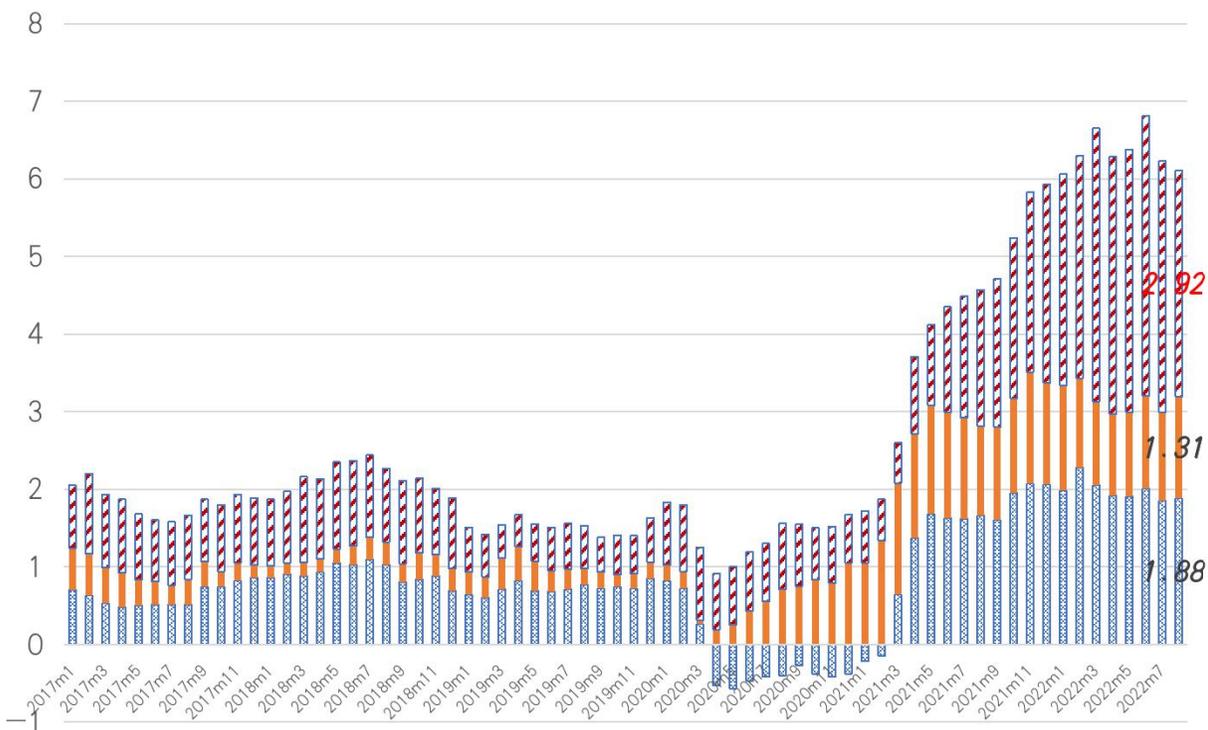
央行决定10月25日发布消息，为进一步完善全口径跨境融资宏观审慎管理，增加企业和金融机构跨境资金来源，引导其优化资产负债结构，人民银行、外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25。

## 七、未来中美货币政策周期错位的程度变化

### 美国通胀率分项数据（环比季调，同比未季调）

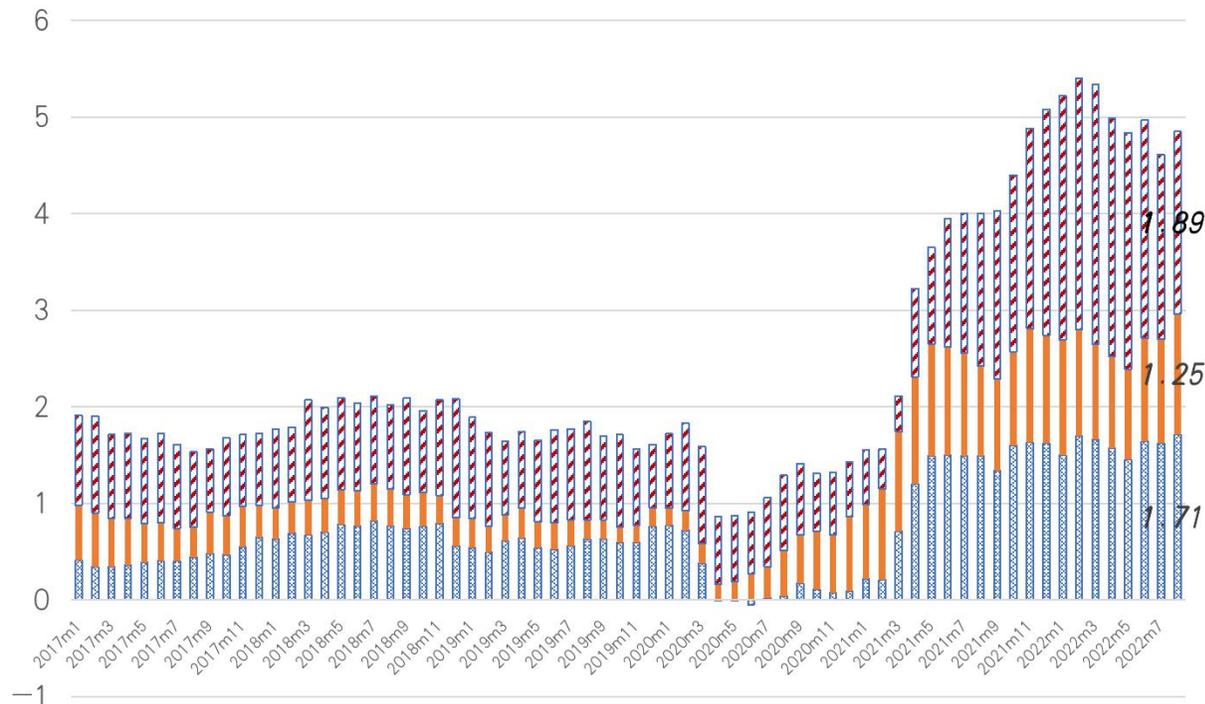
	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	9月末(同比)
<b>CPI</b>	<b>0.6</b>	<b>0.8</b>	<b>1.2</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>1.3</b>	<b>0.0</b>	<b>0.1</b>	<b>0.4</b>	<b>8.2</b>
食品	0.9	1.0	1.0	0.9	1.2	1.0	1.1	0.8	0.8	11.2
居家食品	1.0	1.4	1.5	1.0	1.4	1.0	1.3	0.7	0.7	13
外出食品	0.7	0.4	0.3	0.6	0.7	0.9	0.7	0.9	0.9	8.5
能源	0.9	3.5	11.0	-2.7	3.9	7.5	-4.6	-5.0	-2.1	19.8
能源大宗	-0.6	6.7	18.1	-5.4	4.5	10.4	-7.6	-10.1	-4.7	19.7
汽油(所有类型)	-0.8	6.6	18.3	-6.1	4.1	11.2	-7.7	-10.6	-4.9	18.2
燃油(I)	9.5	7.7	22.3	2.7	16.9	-1.2	-11.0	-5.9	-2.7	58.1
能源服务	2.9	-0.4	1.8	1.3	3.0	3.5	0.1	2.1	1.1	19.8
电力	4.2	-1.1	2.2	0.7	1.3	1.7	1.6	1.5	0.4	15.5
公用(管道)燃气服务	-0.5	1.5	0.6	3.1	8.0	8.2	-3.6	3.5	2.9	33.1
<b>核心CPI</b>	<b>0.6</b>	<b>0.5</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>0.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.6</b>	<b>6.6</b>
不包括食品和能源商品	1.0	0.4	-0.4	0.2	0.7	0.8	0.2	0.5	0	6.6
新车	0.0	0.3	0.2	1.1	1.0	0.7	0.6	0.8	0.7	9.4
二手车和卡车	1.5	-0.2	-3.8	-0.4	1.8	1.6	-0.4	-0.1	-1.1	7.2
服装	1.1	0.7	0.6	-0.8	0.7	0.8	-0.1	0.2	-0.3	5.5
医疗保健品	0.9	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.2	-0.1	3.7
不包括能源服务的服务	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.4	0.6	0.8	6.7
房租	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7	6.6
交通服务	1.0	1.4	2.0	3.1	1.3	2.1	-0.5	0.5	1.9	14.6
医疗服务	0.6	0.1	0.6	0.5	0.4	0.7	0.4	0.8	1	6.5

# 1. 美国通胀因素分解 (Shapiro, Adam, 2022) : 截至8月份



需求驱动 不确定 供给驱动

美国经济PCE通胀因素分解

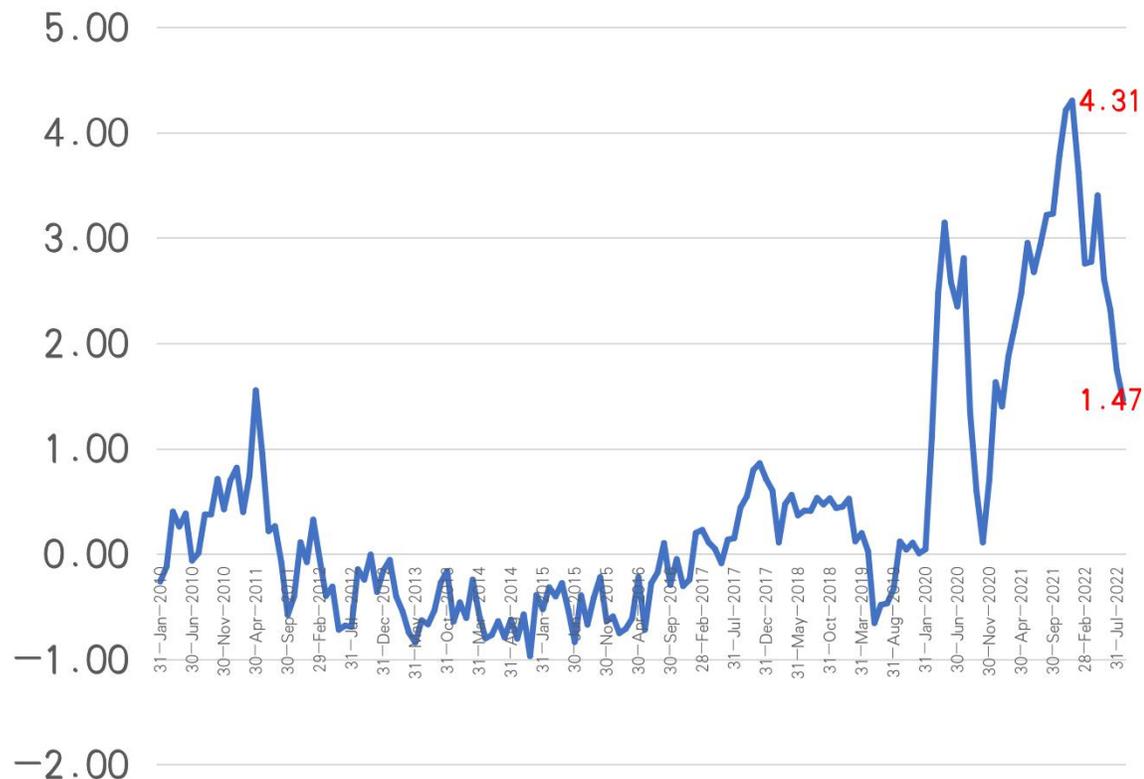


需求驱动 不确定 供给驱动

美国经济核心PCE通胀因素分解

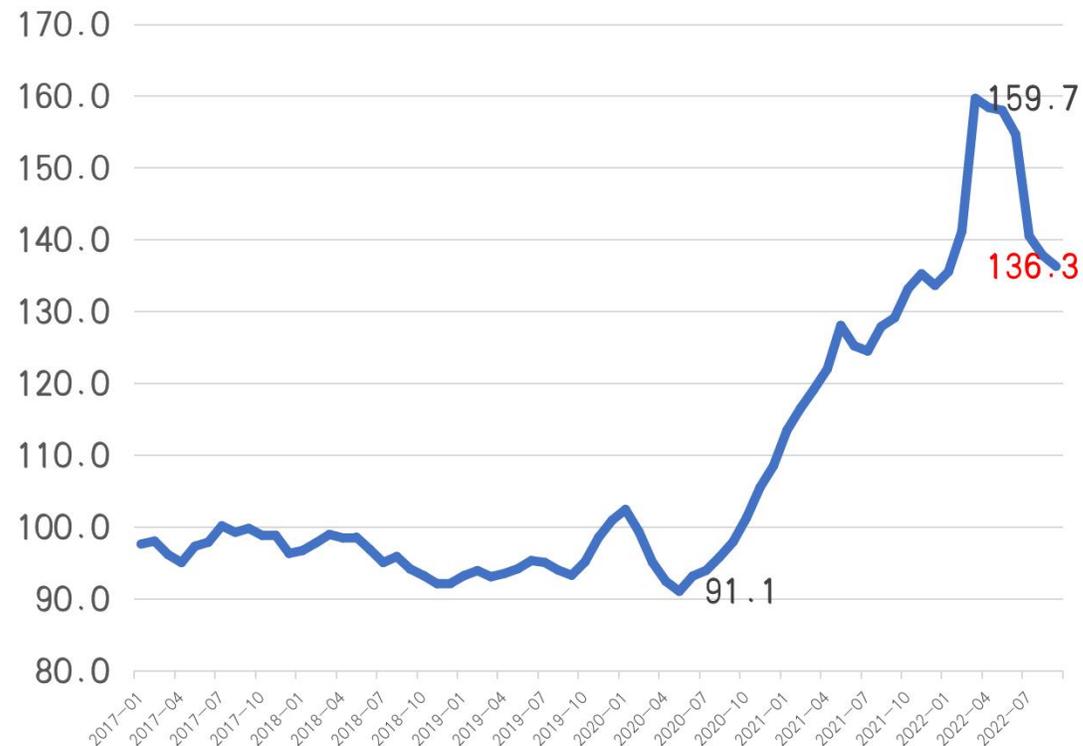
9月份PCE同比6.2% (持平), 核心PCE5.1% (环比上升0.5%, 8月份4.9%)

## 供给冲击因素



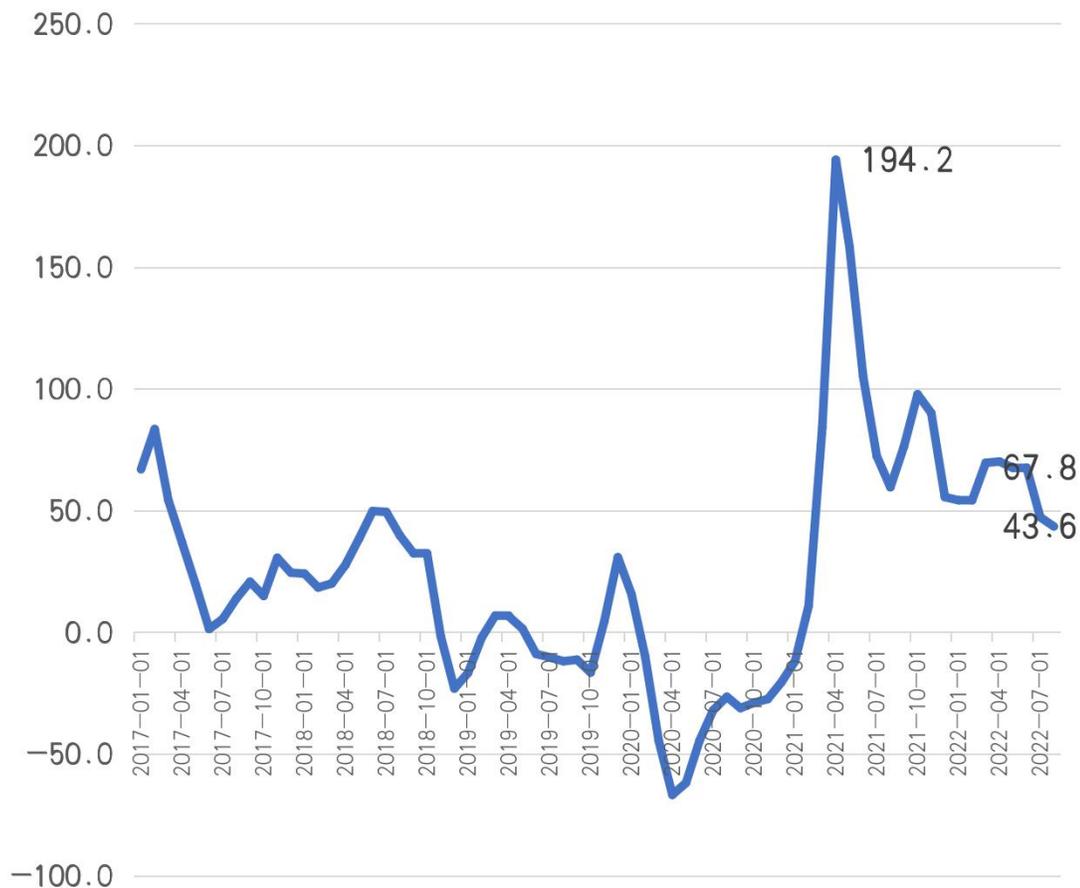
### 全球供应链压力指数

数据来源: Fed New York.



数据来源: FAO Food Price Index. 2014-2016=100

# 美国原油进口价格指数 (80美元/桶是底线?)

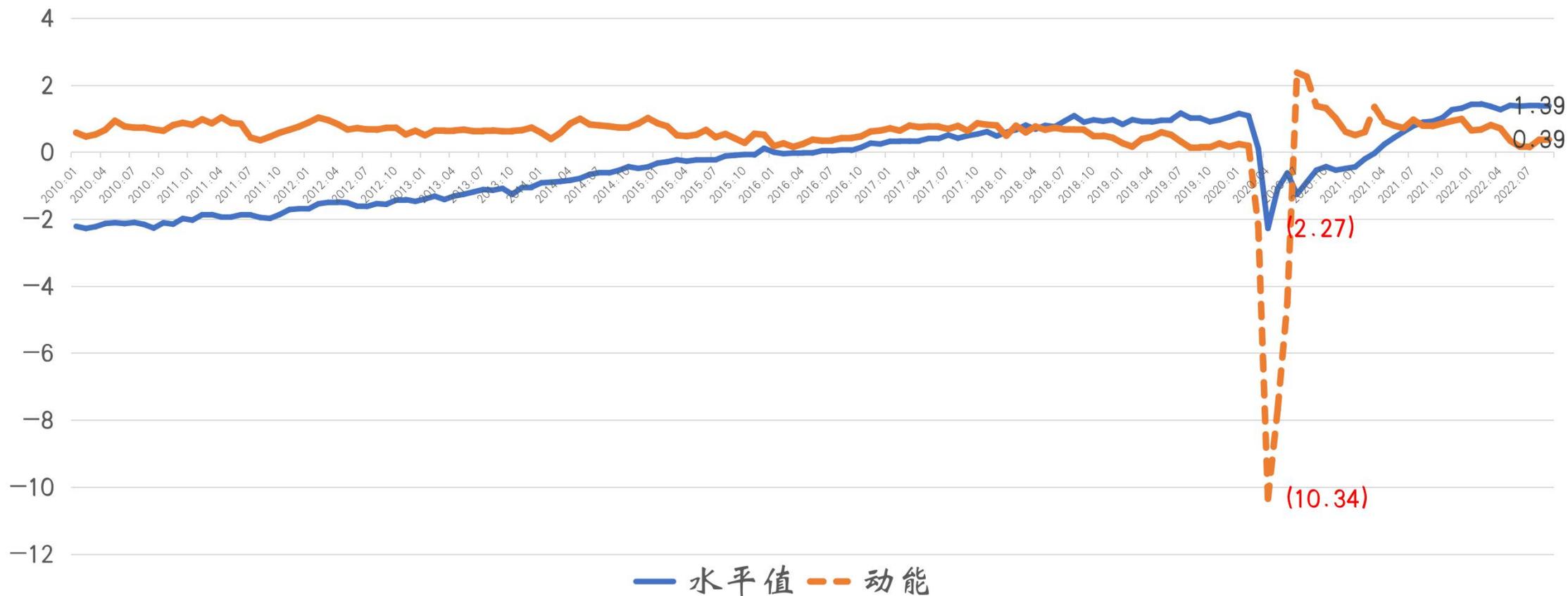


	2020	2021	2022	2023
<b>WTI Crude Oil<sup>a</sup></b> (dollars per barrel)	39.17	68.21	95.74	88.58
<b>Brent Crude Oil</b> (dollars per barrel)	41.69	70.89	102.09	94.58
<b>Gasoline<sup>b</sup></b> (dollars per gallon)	2.18	3.02	4.03	3.57
<b>Diesel<sup>c</sup></b> (dollars per gallon)	2.56	3.29	4.97	4.29
<b>Heating Oil<sup>d</sup></b> (dollars per gallon)	2.44	3.00	4.57	4.21
<b>Natural Gas<sup>d</sup></b> (dollars per thousand cubic feet)	10.76	12.21	15.14	15.60
<b>Electricity<sup>d</sup></b> (cents per kilowatthour)	13.16	13.72	14.86	15.32

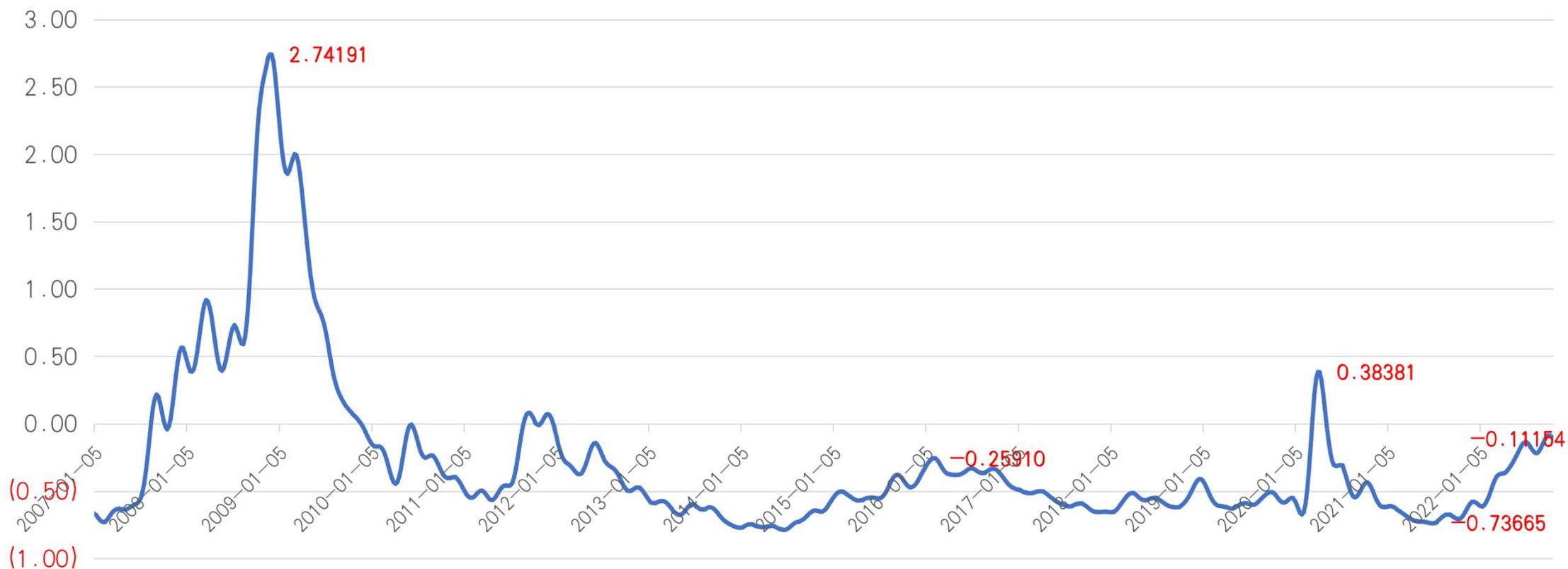
数据来源: Federal Reserve Bank of St. Louis

EIA, SHORT-TERM ENERGY OUTLOOK, *October 12, 2022*

## 2、劳动力市场紧张状态持续：Kansas City Fed Labor Market Conditions Indicators (LMCI)



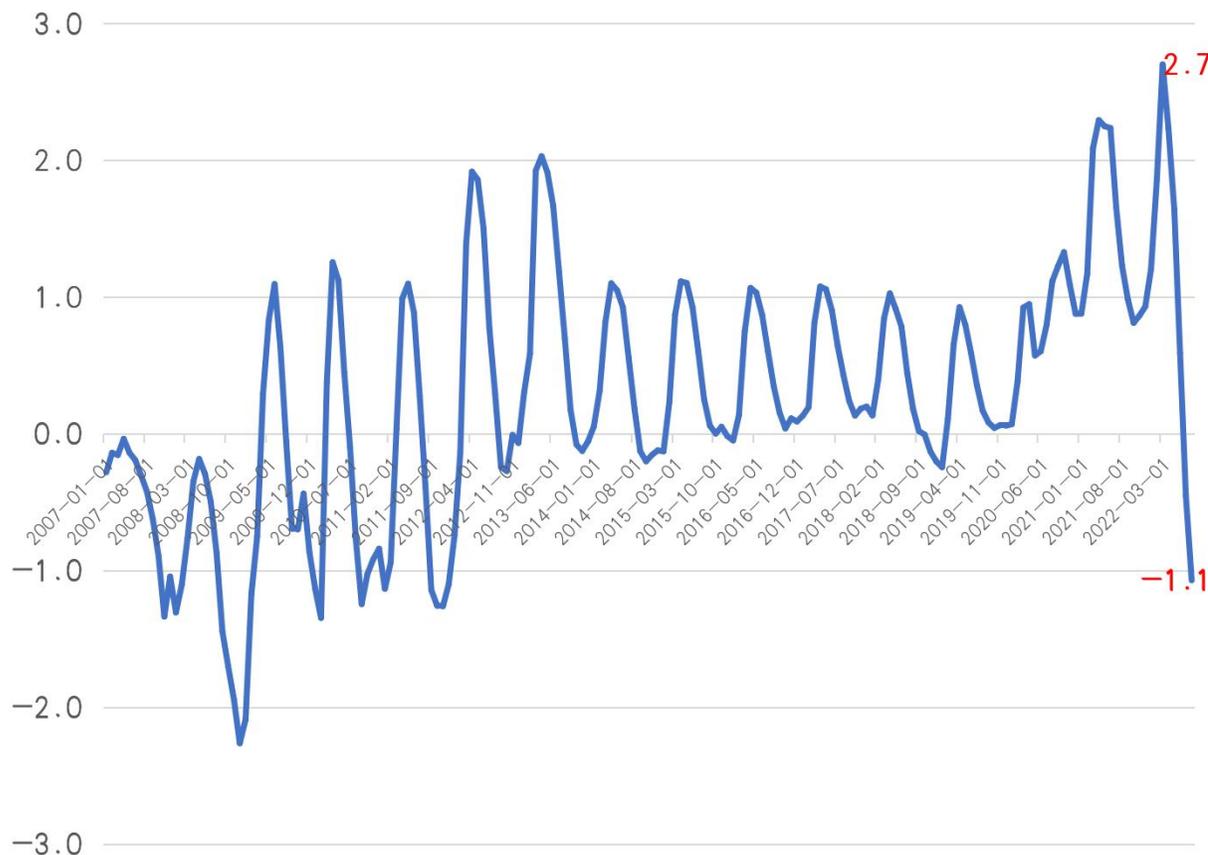
### 3、金融条件快速收紧



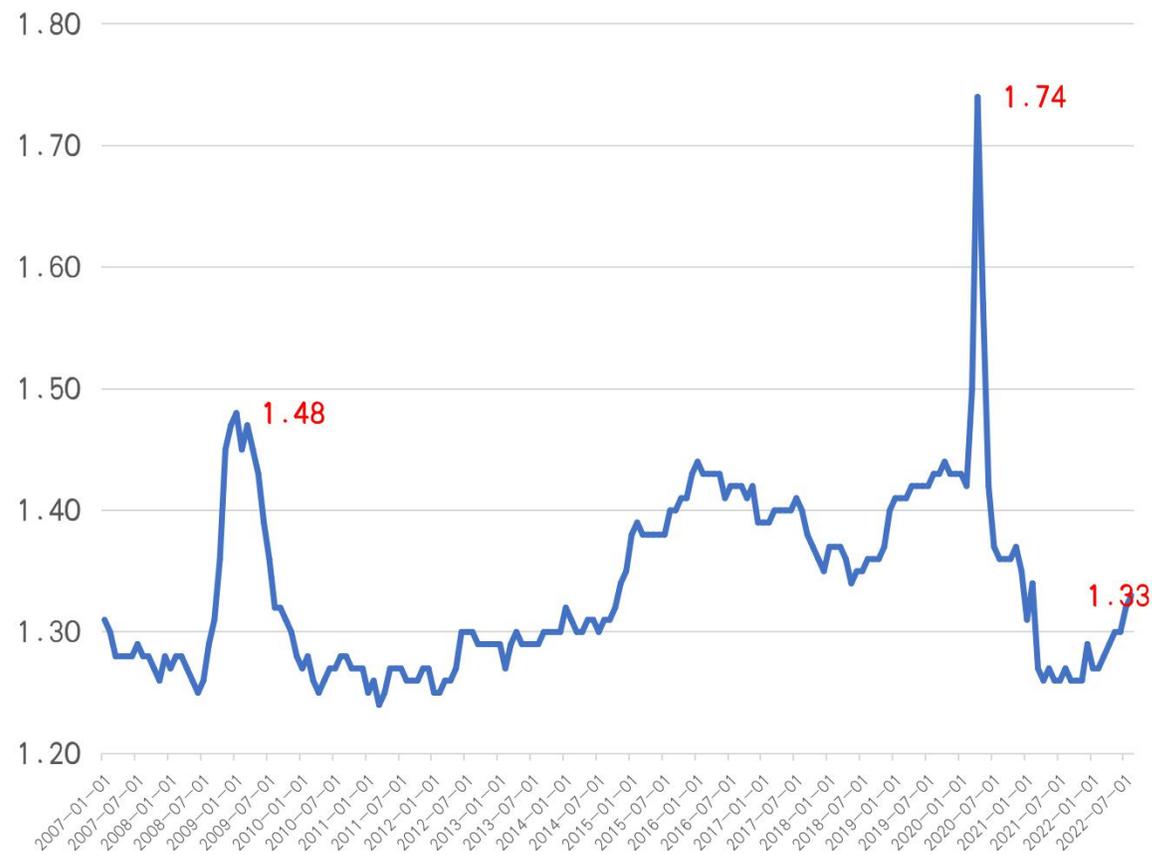
Chicago Fed National Financial Conditions Index, Index, Weekly, Not Seasonally Adjusted

10月21日为-0.11154。

## 4、部分重要经济指标下行 (9月份制造业PMI为50.9)



S&P/Case-Shiller U.S. National Home Price Index, Percent Change, Monthly, Not Seasonally Adjusted。3季度平均房价涨幅同比14.8%，从去年4季度23.1%下滑。



Total Business: Inventories to Sales Ratio, Ratio, Monthly, Seasonally Adjusted

## 5、部分重要指标仍然有韧性

9月份非农就业26.3万人，失业率3.5%。

依据BEA的数据，8月份个人可支配收入环比0.4%，2012年的链式（Chained (2012) dollars）环比0.1%。8月份个人消费支出（PCE）环比0.4%，2012年的链式（Chained (2012) dollars）环比0.1%。8月份工资薪金11.302万亿美元，高于1月份的10.8512万亿美元。

今年2季度总私人投资4.61万亿美元，比1季度4.671万亿美元有所下降，但高于去年4季度的3.943万亿美元（去年GDP同比5.7%）。

今年2季度总私人储蓄4.942万亿美元，与2019年4季度的4.903万亿美元接近。

9月份工业设备使用率80.3408，高于疫情前2017-2019年的月度均值78.1143；9月份工业生产总指数105.1762，高于疫情前2017-2019年的月度均值101.8898。

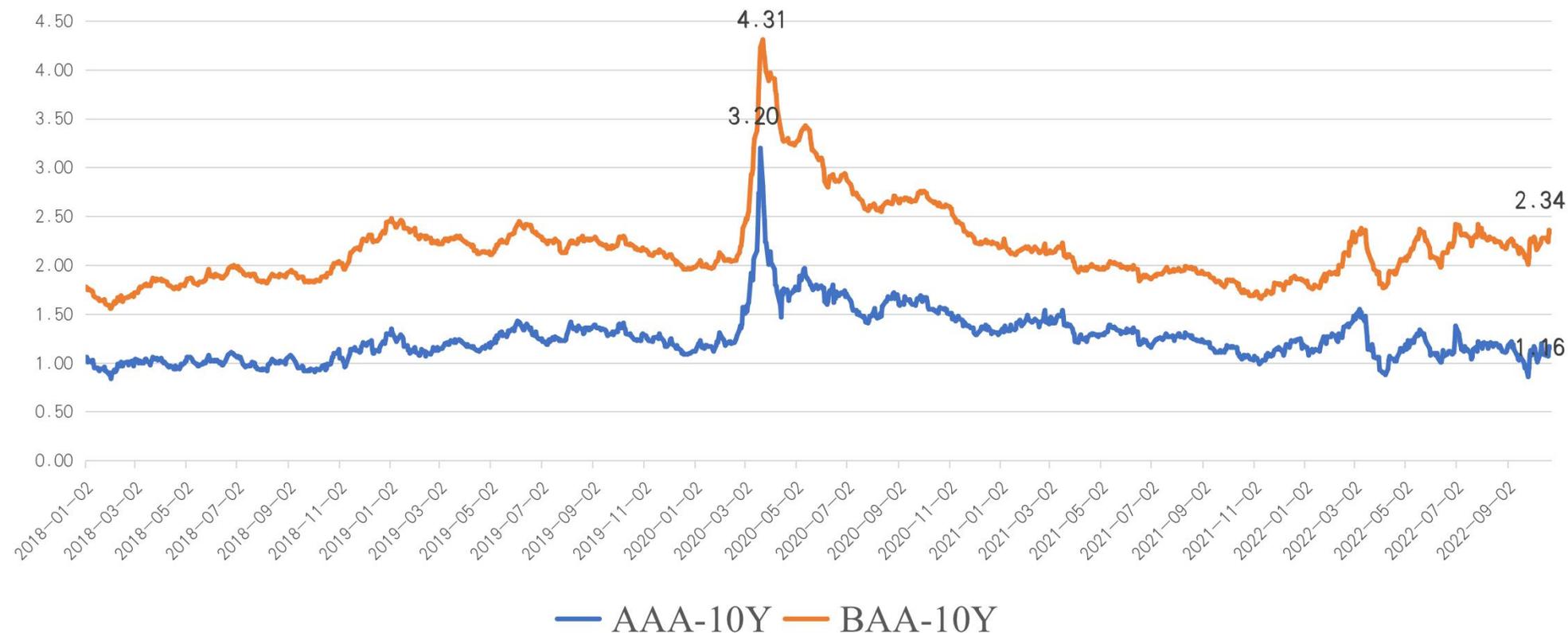
除了政府部门外，经济中的杠杆水平也基本处于次贷危机以来的低位。

## 6. 金融市场对美国增长的预期变坏 (截至10月25日)



10-Year Treasury Constant Maturity Minus 3-Month or 2-years Treasury Constant Maturity, Percent, Daily, Not Seasonally Adjusted

## 7、市场风险偏好尚未逆转(截至10月24日)

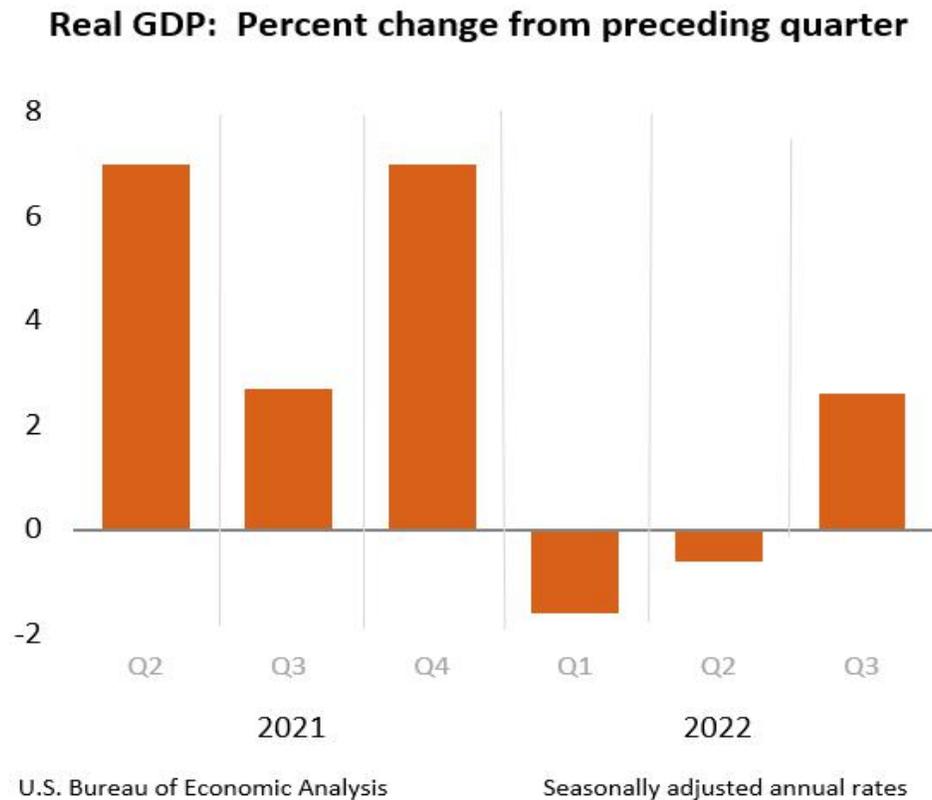


Moody 's Seasoned Aaa and Baa Corporate Bond Yield Relative to Yield on 10-Year Treasury Constant Maturity, Percent, Daily, Not Seasonally Adjusted.

## 8、衰退风险与美联储今年加息的顶

1920年以来，美国经济历史上12次技术性衰退出现了10次衰退。今年1-2季度环比负增长1.6%和0.6%，属于技术性衰退。依据历史比例来看，存在出现衰退的概率。3季度环比年率2.6%。

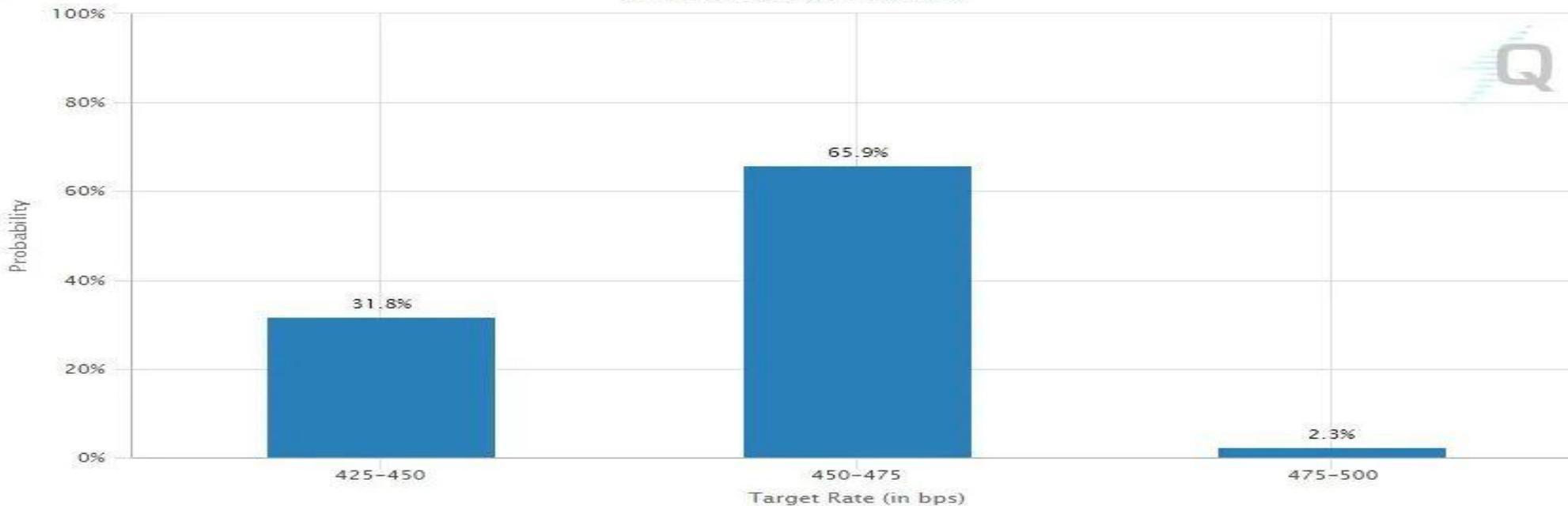
今年不会，时间可能出现在明年1-2季度，但衰退可能是比较浅的衰退。目前预测美国GDP2023年均是正增长，几大国际机构和美联储预测的区间为0.5%-1.2%。



# 美联储加息的顶

TARGET RATE PROBABILITIES FOR 14 DEC 2022 FED MEETING

Current target rate is 300-325



TARGET RATE (BPS)	PROBABILITY(%)			
	NOW *	1 DAY 12 OCT 2022	1 WEEK 6 OCT 2022	1 MONTH 13 SEP 2022
375-400	0.0%	0.0%	0.0%	16.5%
400-425	0.0%	9.5%	22.4%	42.0%
425-450	31.8%	58.0%	70.2%	33.4%
450-475	65.9%	32.5%	7.4%	8.1%
475-500	2.3%	0.0%	0.0%	0.0%

\* Data as of 13 Oct 2022 03:10:48 CT

## 八、美元指数：何时出现趋势性拐点？

三大标志性的信号：

一是美国通胀回落出现明确证据，或者失业率显著上升，美联储紧缩预期消失。不认为说美国经济出现“衰退”风险，而通胀依然很高时，美联储会放弃紧缩，历史的教训使得美联储应该不会重蹈覆辙。

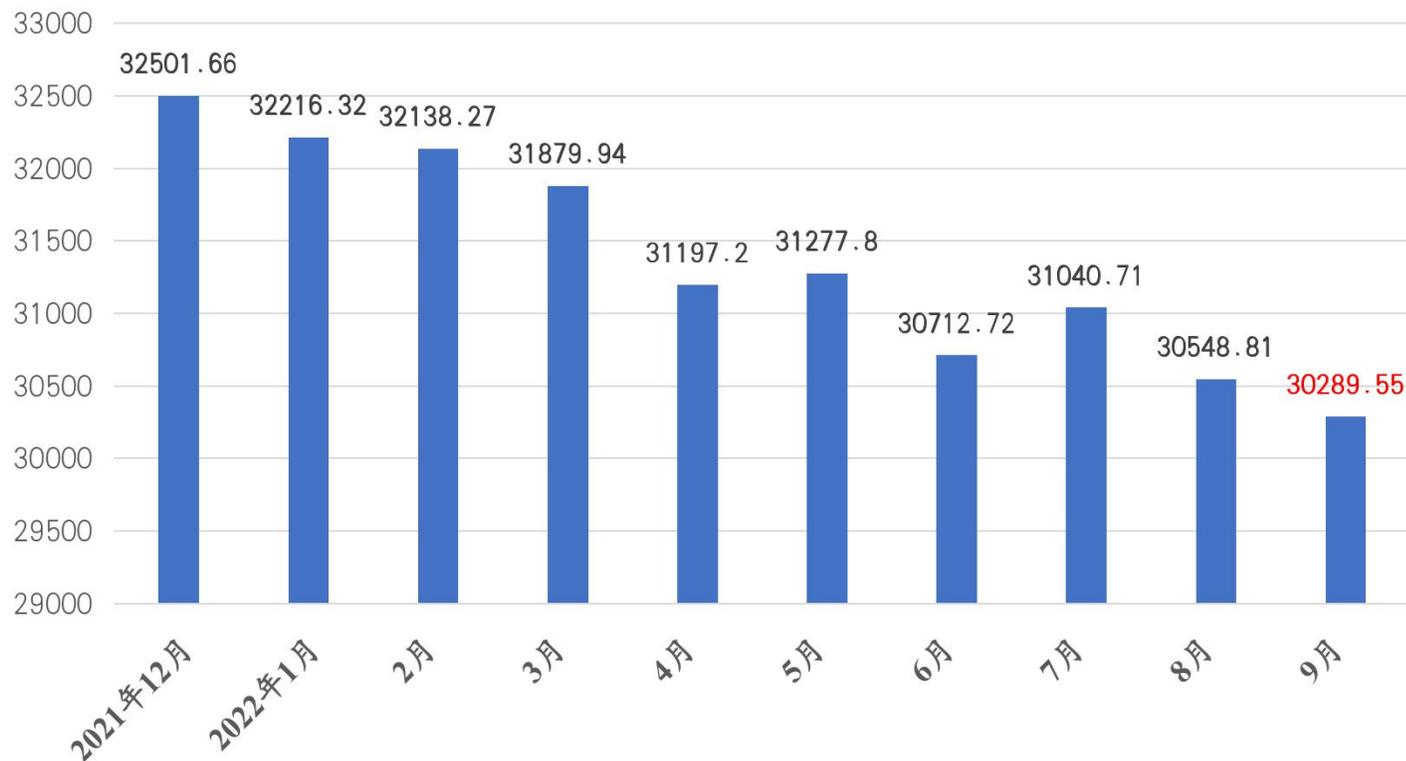
二是美联储与签订货币互换的主要发达经济体央行开始大规模的货币互换，并出现联合干预外汇市场的现象。

三是俄乌地缘政治冲突逆转，出现通过协议谈判解决冲突的确定性机遇，全球避险情绪急剧下降。

高通胀下的强美元导致全球金融市场承压。经济下行企业盈利估值能力弱化。股市、汇率、债市均有压力。

## 九、未来人民币汇率有一点承压

明年经济增长目标对汇率预期具有重要影响（疫情存在很大不确定性）。



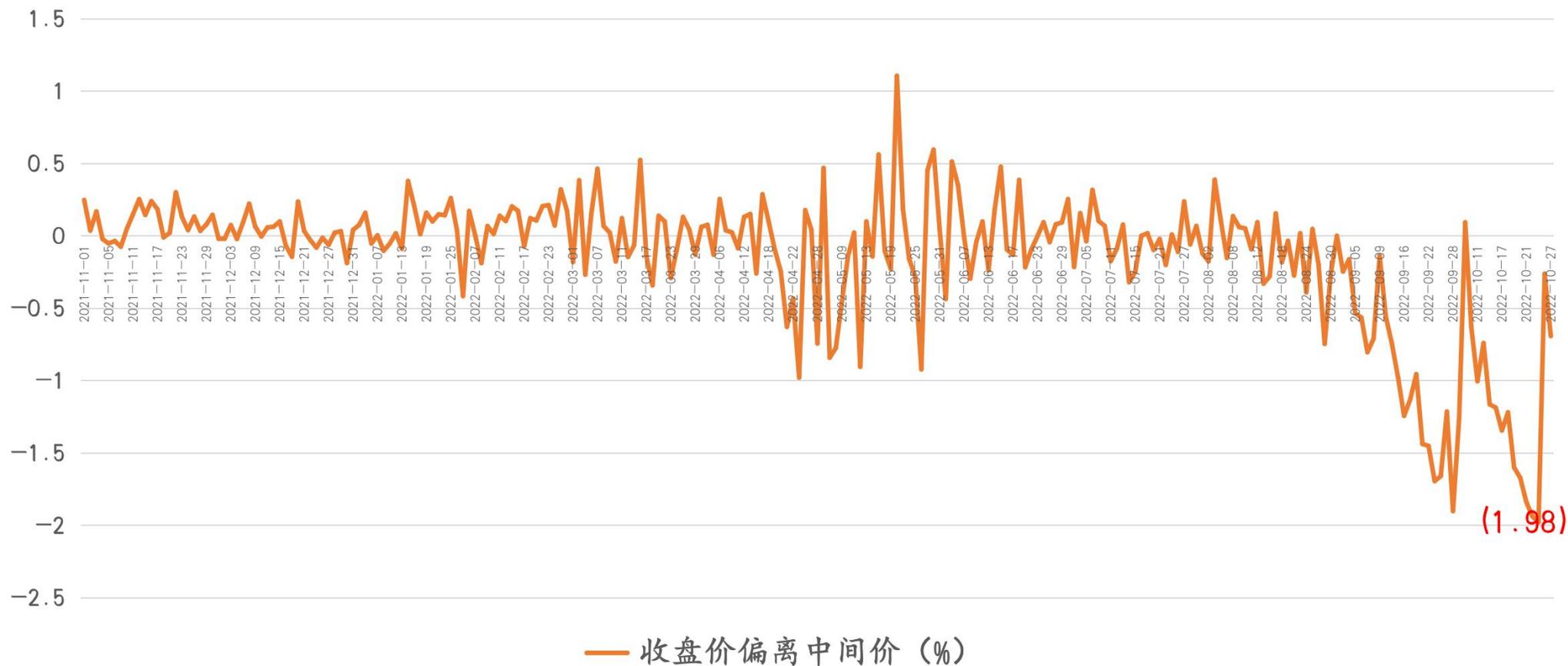
外汇储备的变化（亿美元）

数据来源：国家外汇管理局。

今年前3季度GDP同比3%，3季度3.9%，明显好于1-2季度的2.5%。

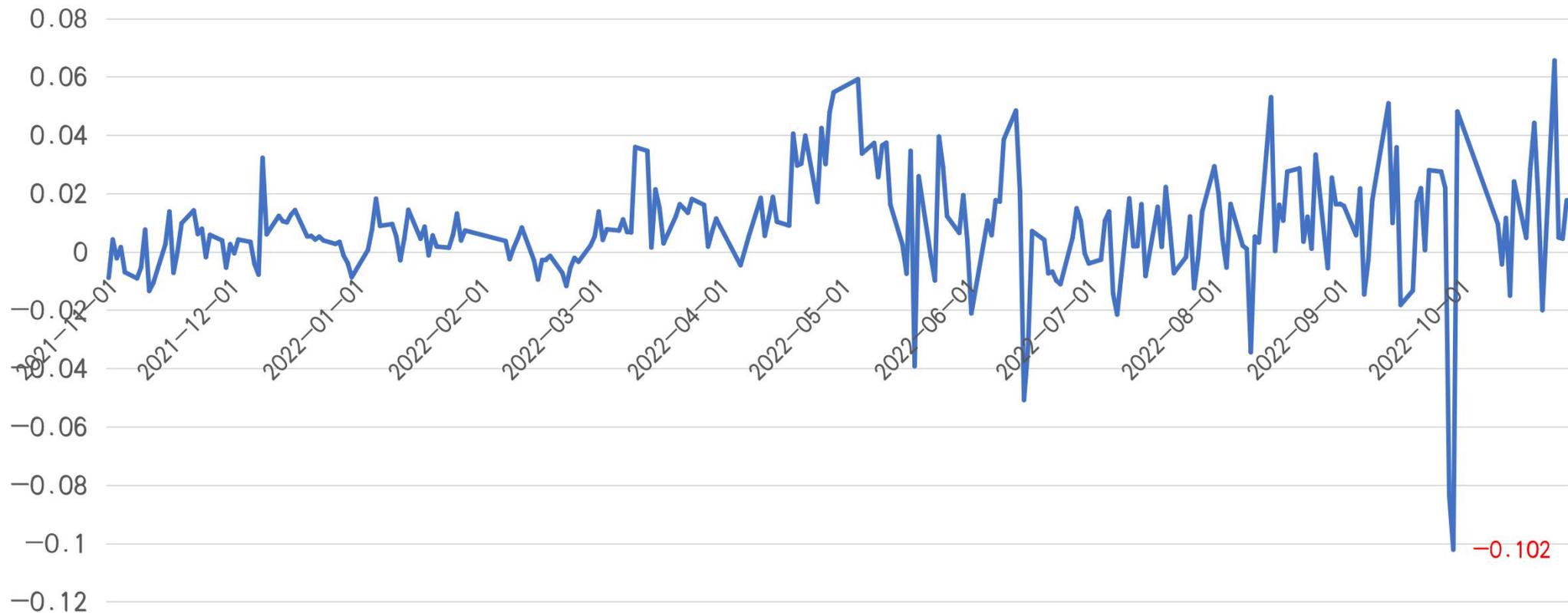
IMF（10月）预测2022-2023年分别是3.2%和4.4%。联合国（10月）预测2022-2023年中国经济增速分别为3.9%和5.3%。世界银行10月发布的《WORLD BANK EAST ASIA AND THE PACIFIC ECONOMIC UPDATE OCTOBER 2022》预测2022-2023年中国经济增速分别为2.8%和4.5%。亚洲开发银行在9月份的《亚洲发展与展望》中预测2022-2023年中国经济增速3.3%和4.5%。

# 人民币中间价和收盘价偏离显著加大



数据来源：中间价来自国家外汇交易中心；收盘价来自WIND。

# 离岸-在岸 (收盘价) (均值0.008197)



## 预期与行为并未出现继续贬值倾向

(10月27日) NDF (无本金交割远期)：3个月的7.1775，1年的7.0685，2年的6.978。

结汇售汇：2022年1-8月，银行累计结汇17827亿美元，累计售汇16733亿美元，结售汇顺差1094亿美元。8月份银行结售汇顺差250亿美元，衡量结汇意愿的结汇率（客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比）为71%，较今年以来月均值提升3个百分点，显示市场主体保持“逢高结汇”的理性交易模式，结汇意愿有所增强。

## 十、目标与宏观审慎政策工具

阶段性目标：是否需要设立人民币对汇率贬值的容忍度？

政策工具：

加大在离岸市场的央票发行规模，收紧离岸人民币流动性；

调低企业境外放款的宏观审慎调节系数，减缓资本流出；

外汇存款准备金率还有一定的下调空间；

重启逆周期因子。

整体目标：维持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。



APP内阅读

## 银保监会有关负责人谈汇率：人民币长期走强趋势不会改变 现在抛本币买外汇将来一定会后悔



证券时报

2022-10-28 16:37 | 证券时报官方帐号...

银保监会有关部门负责人10月28日表示，中国经济韧性强、潜力足、回旋余地广，目前遇到的困难是非预期因素造成的，中国经济长期向好的趋势不会改变，实现现代化势不可挡。上升时期的经济，必然形成上升的货币。尽管短期内有一些不稳定因素影响，但人民币的市场地位不会改变，人民币长期走强的趋势不会改变，我国持续的国际收支顺差和巨额的对外投资净资产，为人民币汇率稳定提供了强有力保障。过去三十多年来，凡是看贬人民币的企业和个人都吃了亏。现在抛本币买外汇，将来一定会后悔。



**CMF**

China Macroeconomy Forum

中國宏觀經濟論壇



## 聚焦“人民币汇率：疫情以来的大国汇率”，CMF 中国宏观经济专题报告发布

10月29日，由中国人民大学国家发展与战略研究院、经济学院、中诚信国际信用评级有限责任公司联合主办的CMF宏观经济热点问题研讨会（第55期）于线上举行。本期论坛由中国人民大学一级教授、经济研究所联席所长、中国宏观经济论坛（CMF）联席主席杨瑞龙主持，聚焦“人民币汇率：疫情以来的大国汇率”，来自政界、学界、企业界的知名经济学家及行业专家刘元春、王永利、管涛、张斌、徐高、王晋斌联合解析。

论坛第一单元，中国人民大学经济学院党委常务副书记、中国宏观经济论坛（CMF）主要成员王晋斌代表论坛发布CMF中国宏观经济专题报告。

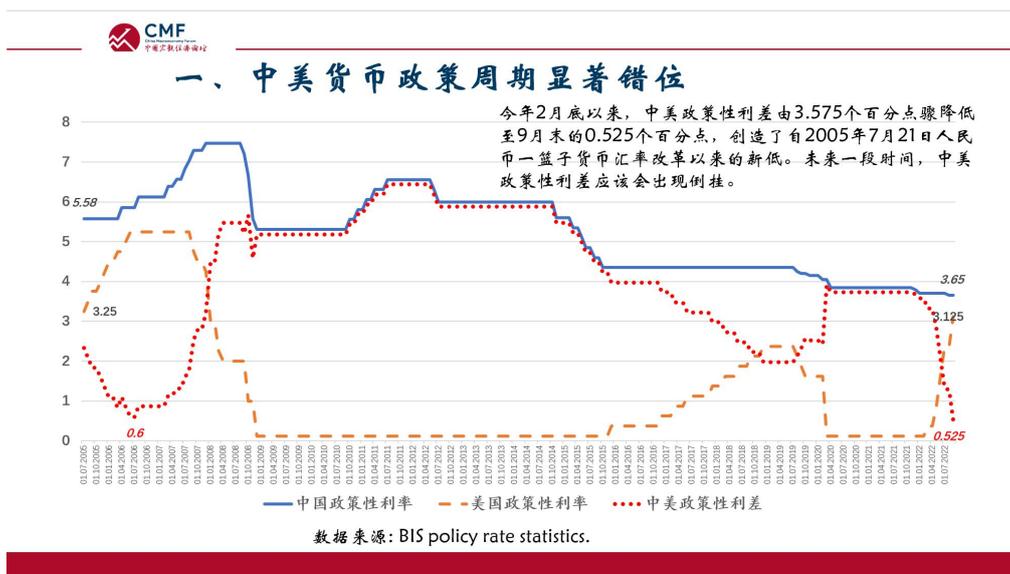
报告围绕以下十个方面展开：

- 一、 中美货币政策周期显著错位
- 二、 俄乌地缘政治冲突弱化了美元定价的名义锚
- 三、 加息美元+“事件”美元：美元指数存在“超调”的可能性
- 四、 人民币在全球主要货币中的表现
- 五、 人民币汇率：结构性因素对冲周期错位因素
- 六、 宏观审慎政策与货币政策自主性
- 七、 未来中美货币政策周期错位的程度变化
- 八、 美元指数：何时出现趋势性拐点？

九、 未来人民币汇率有一点承压

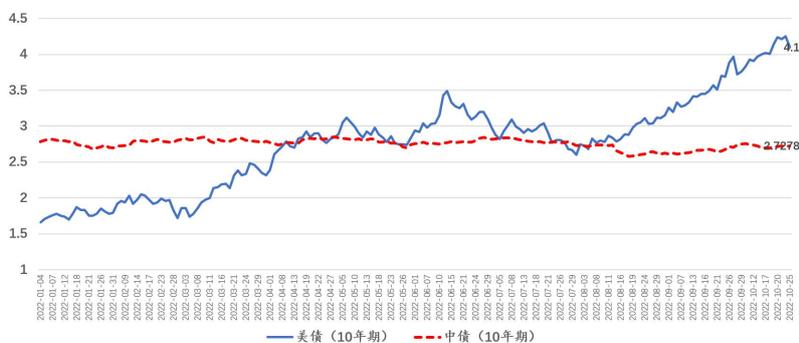
十、 目标与宏观审慎政策工具

## 一、中美货币政策周期显著错位



今年以来，人民币汇率的承压和贬值，创造了2005年人民币一篮子货币汇率改革以来的最低点。9月，中美政策性利差只有0.525，这是放弃盯住美元汇率以来，中美政策性利差缩小到的最低程度。如果11月份美联储加息75个基点，12月份再加息，中美政策性利差将出现倒挂。

## 今年以来10年期中美国债收益率的变化



政策性利差的变化引起了中美国债收益率的变化，10年期美债和10年期中国国债在8月份出现倒挂，且倒挂情况严重，差了1.4-1.5个百分点。

## 二、俄乌地缘政治冲突弱化了美元定价的名义锚

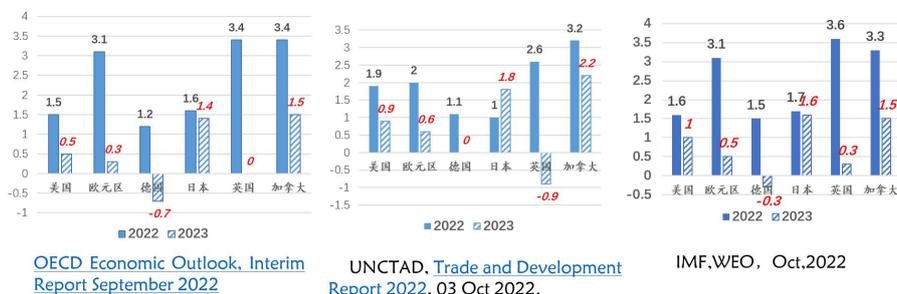
美元指数走强，一个很重要的原因是俄乌地缘政治冲突弱化了美元定价的名义锚。



今年一、二季度欧元区经常账户出现逆转，这一逆转上次发生是在次贷危机/欧债危机时期，欧元区最重要的经济体德国的贸易顺差也大规模缩减。由于欧元在美元占比中达到57%点多，欧元走弱成为推动美元走强的关键因素。地缘政治冲突带来的高成本弱化了整个欧洲的生产基础，也弱化了欧洲制造业基础，从基本上弱化了欧元区经济状态，这是导致欧元相对美元来说贬值比较大幅的重要原因。



## 二、俄乌地缘政治冲突弱化了美元定价的名义锚



上图为全球几大机构自 9-10 月份以来对今年、明年全球主要美元或美元指数中的经济体做的经济增长预测。欧元区明年状况很不乐观，OECD 预测只有 0.3%，联合国预测 0.6%，IMF 预测只有 0.5%，欧洲央行自己的预测稍高一点是 0.9%，对比今年 2-3 左右的预测增长出现明显下滑。美国的经济在预测中也有显著下滑。三大机构预测和美联储预测有很大差异，美联储自己预测今年是 0.2%，明年增长 1.2%。不管从哪个角度相比，欧元区明年基本上将进入衰退，比如三家机构预测英国增速分别为 0%、-0.9%、0.3%，都很低，预测德国基本都是负增长。这一结果导致明年欧元相对美元不可能走强，反过来助推了美元指数的走强。

除了经济状况之外，美元指数中的经济体货币政策也存在错位。美元指数是国际货币体系定价利益格局的政治经济学，它只跟欧元、日元、英镑、加元、瑞郎做定价。在美元指数中的经济体货币政策本身存在错位：日本央行最近的政策性利率保持为负利率，但它开始阶段性地干预外汇市场，尽管效果不是太理想；欧洲央行目前也加息三次，总计加息 200 个基点；加拿大银行大概加了 300 个基点，和美联储差不多。美元指数经济体货币政策存在错位也是导致美元指数走强的原因之一。

## 三、加息美元+“事件”美元：美元指数存在“超调”的可能性。

### 三、加息美元+“事件”美元：美元指数存在“超调”的可能性

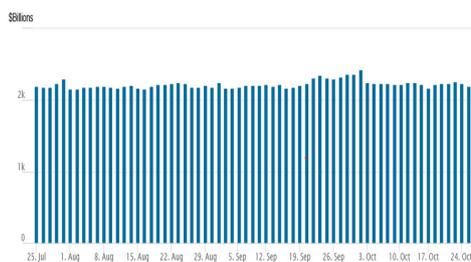


美元指数创下了2002年5月以来的新高，存在“超调”是国际金融市场作用的结果。美联储加息的吸引和地缘政治动荡避险情绪的推动，导致资金从其他经济体，尤其是新兴经济体流出。

由于这些经济体加息不及美联储，且俄乌地缘政治冲突可能导致美元避险情绪放大，所以市场定价虽然合理，但不排除其存在“超调”的可能性。美元指数今年高点达到 114 点多，接近 2002 年的水平，到达了二十年以来的高位。

从全球范围看，美元指数走强，资金回流，内外流动性存在差异，导致外汇市场货币进一步承压。

### 美元央行互换开始增加，内外流动性显著差异



New York Fed. Reverse Repo Operations:

COUNTERPARTY	TRADE DATE	SETTLEMENT DATE	MATURITY DATE	TERM (DAYS)	INTEREST RATE (%)	AMOUNT
European Central Bank	10/19/2022	10/20/2022	10/27/2022	7	3.33	210,500,000
Swiss National Bank	10/19/2022	10/20/2022	10/27/2022	7	3.33	11,090,000,000

Central Bank Liquidity Swap Operations

上图显示，美联储逆回购规模每天保持在 2.2 万亿美元水平，如此大规模的逆回购成本也很高，现在逆回购利率大概是 3.05%。右图为 10 月份以来央行的货币互换，主要是欧洲央行和瑞士央行。欧洲央行换了 2 亿多美元，还不算多，瑞士央行换的总数量

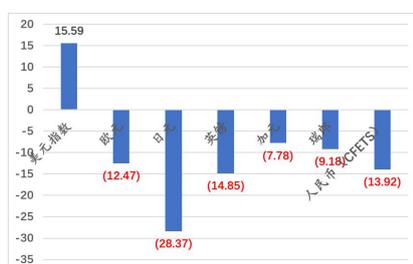
达到 110 亿美元的水平，比较多。10 月份互换的规模和 2020 年 3 月份全球金融大动荡的货币互换规模相比还是要小很多，这意味着现在美元指数中的经济体还没有通过央行货币互换来阻止自己的汇率进一步贬值，说明他们对汇率贬值仍然有比较大的容忍度。对外部经济体来讲，货币互换的开始也代表了美国以外的部分市场出现了美元的紧缺。

#### 四、人民币在全球主要货币中的表现

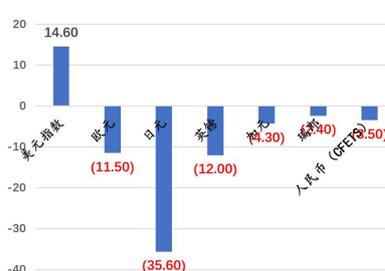


#### 四、人民币在全球主要货币中的表现

疫情以来人民币汇率三大特征：相对稳健、市场化、弹性增加。



今年以来美元指数和全球重要货币表现  
数据来源：WIND。截至10月28日下午17:41。



疫情（2020）以来美元指数和全球重要货币表现  
数据来源：WIND。截至10月28日上午9:00。

疫情以来人民币表现相对稳健，同时市场化、弹性是增加的。左图代表今年以来美元指数全球重要货币的表现，人民币贬值接近 14%，美元指数贬值接近 16%，欧元贬值 12-13%，日元贬值比较多接近 30%。今年以来，人民币在全球最主要的货币中贬值的幅度比较居中。

右图显示，疫情以来美元指数升值接近 15%，日元贬值 30%，欧元贬值超过 11%，人民币贬值 3.5%。这意味着疫情以来人民币汇率很稳健，在全球主要货币中贬值幅度仅比瑞郎大一点，瑞郎是 2.4%，但比美元指数中其他的货币贬值幅度都要小，所以是相对稳健的货币。

这样稳健的货币是在市场化的基础上得到的结果。



市场化

时间	调整	在岸汇率 (CFETS)
2017年5月26日	启动逆周期因子	6.86
2018年1月9日	暂停	6.52
2018年8月24日	启动逆周期因子	6.88
2020年10月27日	暂停	6.72
2022年10月27日		7.21

弹性增加

	日波动率	年收益率 (%)
2016	0.136195	-6.6
2017	0.131026	6.4
2018	0.258845	-5.7
2019	0.145744	-1.7
2020	0.190644	6.1
2021	0.050154	1.4
2022	0.27653	-13.51

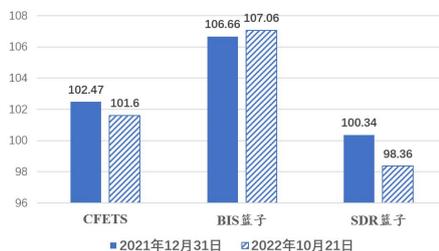
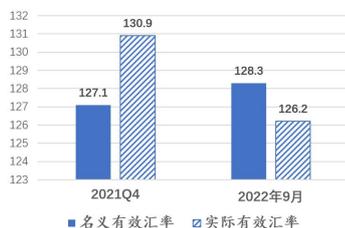
2017年5月26日启动逆周期因子时在岸汇率为6.86，2020年10月27日暂停了逆周期因子，在2022年10月27日人民币对美元汇率7.21时也并没有启动逆周期因子。可以看出，人民币的相对稳健性是在比较市场化的环境下取得的。

同时，弹性也是增强的。将2016年到2022年10月27日的日波动率和年收益率相比，现在汇率弹性明显比以前更大，这也是市场化的结果。

从人民币有效汇率角度看，一篮子货币汇率基本稳定，我们在一篮子货币稳定基础上的汇率政策或者汇率制度保持得是比较好的。



人民币有效汇率：一篮子货币汇率基本稳定



BIS: Nominal effective exchange rates, Broad (60 economies) indices (2010 = 100)

人民币汇率指数  
数据来源：中国外汇交易中心

上图是 BIS 关于名义有效汇率和实际有效汇率的变化。从 2021 年 Q4 到 2022 年 9 月，名义有效汇率是升值的，而实际有效汇率是贬值的。人民币汇率稍做贬值，对出口有一定推动作用。实际有效汇率贬值主要是由于中国物价水平相对较低，9 月份 CPI 通胀率只有 2.8%，1-9 月份是 2.0%，物价水平的稳定对中国出口起到了很好的作用。

右图是中国外汇交易中心提供的 CFETS、BIS 篮子、SDR 篮子的汇率。人民币汇率在 CFETS 中保持相对稳健，BIS 篮子也是比较稳健的。由于 SDR 篮子的指数很少，把中国拿掉后只有 4 种货币，美元在这个篮子中升值比较大，所以人民币稍微有一点点贬值。从这个角度来看，中国维持了人民币一篮子货币汇率稳定的方向。

## 五、人民币汇率：结构性因素对冲周期错位因素



疫情以来，人民币汇率只贬值 3.5%，是全球最稳健的货币。在创造了 2005 年以来货币政策错位新高的情况下人民币还能稳健，主要是因为结构性因素对冲周期性的错位因素。大规模商品顺差是人民币汇率稳定的重要基础。疫情以来，中国商品贸易顺差由 2020 年的 5000 亿上升到 2021 年 6700 多亿的历史新高，今年 1-9 月份累计达到 6450 亿美元。所以，即使今年中国汇率有一定的贬值，它不是一个结构性因素，而是周期性因素。周期性因素是下行的利差的问题，结构性因素对冲了周期性因素，整体表现出人民币汇率贬值幅度是比较适中的。

## 六、宏观审慎政策与货币政策自主性

汇率升贬可能会受到趋势性影响，为了防止汇率“超调”，央行自9月以来出台了一些规则：9月15日下调金融机构外汇存款准备金率两个百分点，释放了一些流动性；9月28日将远期售汇业务的外汇风险准备金一次性调高20个百分点，降低了货币远期投机的需求，对外汇市场的稳定有一定作用；10月25日又进一步将跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25，国内金融机构跨境融资的额度从原来的100%上升到125%。这都是为了有更多的美元进来，也是为了稳定汇率。

央行做了这么多工作，一方面希望通过市场汇率不要影响货币政策的自主性，另一方面不希望汇率贬值出现超脱经济基本面的“超调”。中国今年以来基本是降息的，货币流动性相对保持得也不错。货币政策自主、汇率市场化，所以出台了一系列的宏观审慎政策，来稳定汇率及汇率预期。

## 七、未来中美货币政策周期错位的程度变化

### 1、美国未来的政策对我们的影响有多大？



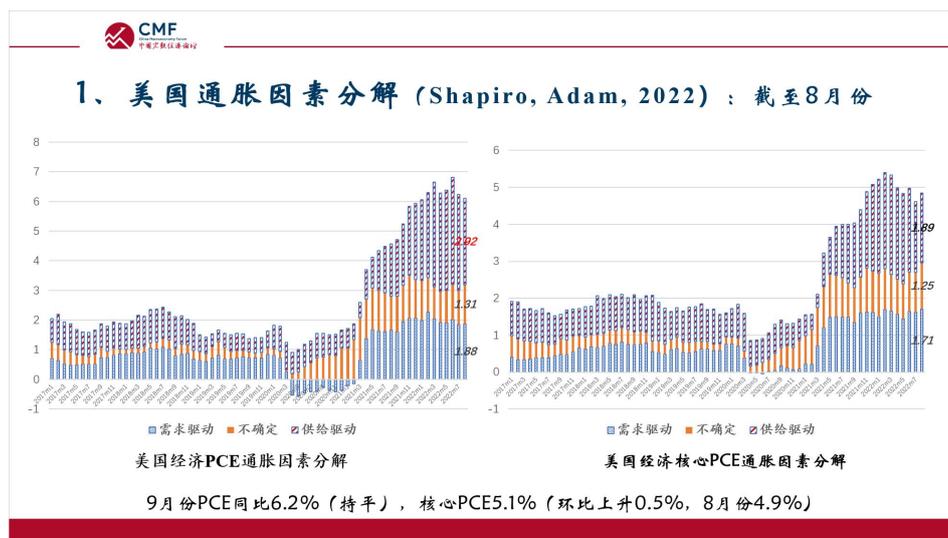
### 七、未来中美货币政策周期错位的程度变化

美国通胀率分项数据（环比季调，同比末季调）

	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	9月末(同比)
<b>CPI</b>	0.6	0.8	1.2	0.3	1.0	1.3	0.0	0.1	0.4	8.2
食品	0.9	1.0	1.0	0.9	1.2	1.0	1.1	0.8	0.8	11.2
居家食品	1.0	1.4	1.5	1.0	1.4	1.0	1.3	0.7	0.7	13
外出食品	0.7	0.4	0.3	0.6	0.7	0.9	0.7	0.9	0.9	8.5
能源	0.9	3.5	11.0	-2.7	3.9	7.5	-4.6	-5.0	-2.1	19.8
能源大宗	-0.6	6.7	18.1	-5.4	4.5	10.4	-7.6	-10.1	-4.7	19.7
汽油(所有类型)	-0.8	6.6	18.3	-6.1	4.1	11.2	-7.7	-10.6	-4.9	18.2
燃油(I)	9.5	7.7	22.3	2.7	16.9	-1.2	-11.0	-5.9	-2.7	58.1
能源服务	2.9	-0.4	1.8	1.3	3.0	3.5	0.1	2.1	1.1	19.8
电力	4.2	-1.1	2.2	0.7	1.3	1.7	1.6	1.5	0.4	15.5
公用(管道)燃气服务	-0.5	1.5	0.6	3.1	8.0	8.2	-3.6	3.5	2.9	33.1
<b>核心CPI</b>	0.6	0.5	0.3	0.6	0.6	0.7	0.3	0.6	0.6	6.6
不包括食品和能源商品	1.0	0.4	-0.4	0.2	0.7	0.8	0.2	0.5	0	6.6
新车	0.0	0.3	0.2	1.1	1.0	0.7	0.6	0.8	0.7	9.4
二手车和卡车	1.5	-0.2	-3.8	-0.4	1.8	1.6	-0.4	-0.1	-1.1	7.2
服装	1.1	0.7	0.6	-0.8	0.7	0.8	-0.1	0.2	-0.3	5.5
医疗保健品	0.9	0.3	0.2	0.1	0.3	0.4	0.6	0.2	-0.1	3.7
不包括能源服务的服务	0.4	0.5	0.6	0.7	0.6	0.7	0.4	0.6	0.8	6.7
房租	0.3	0.5	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5	0.7	0.7	6.6
交通服务	1.0	1.4	2.0	3.1	1.3	2.1	-0.5	0.5	1.9	14.6
医疗服务	0.6	0.1	0.6	0.5	0.4	0.7	0.4	0.8	1	6.5

尽管市场对于美联储加息加到什么水平是存在分歧的，但大部分人认为它会继续加息。市场普遍预期11月份会继续加息75个基点，12月份加息50-75个基点，明年年

初还会加息。美国的 CPI 通胀率很顽固：9 月 CPI 同比上升 8.2%，核心 CPI 上升 6.6%，是 40 年以来的新高。核心 CPI 中，房租同比涨幅是 6.6%。由于房租在美国核心比重中占比非常大，接近 40%，如果房租价格不降，美国的物价水平很难降低。核心 CPI 中，新车、交通服务等涨幅都比较大；总体 CPI 中，能源价格同比涨幅接近 20%，也是比较大的。

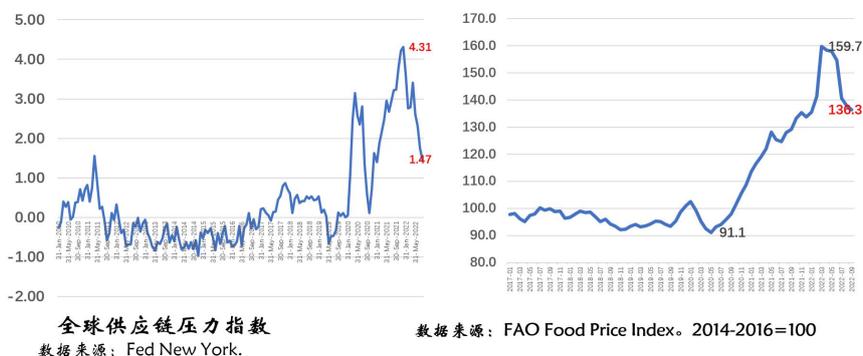


旧金山银行对美国的通胀做了分解。PCE 是私人消费支出的价格指数，也是美联储更加重视的一个指标。PCE 的货币篮子不是固定的，而 CPI 篮子是固定的。上图将美国的通胀分成三块，需求驱动、供给驱动和不确定。在 8 月份 6.2% 的 PCE 中，供给驱动占到 2.9 个百分点，需求只有 1.88 个百分点。在核心 PCE 通胀中，供给驱动占 1.89 个百分点，需求是 1.71 个百分点，中间黄色的部分是不确定的。

可以看出，美国的通胀很复杂，除了需求和供给之外还有一部分是不能单纯划分为供给和需求的，这就导致美国控制通胀的压力比较大。美国 9 月 PCE 达到 6.2%，和 8 月持平，但核心 PCE 为 5.1%，8 月份只有 4.9%，所以，即使美联储从 3 月份以来加息 300 个基点，9 月份核心 CPI 环比还是上涨了 0.5%。除去能源和食品，美国经济本身的需求对 CPI 拉动还是显著的，为美联储未来继续加息带来基本支撑。



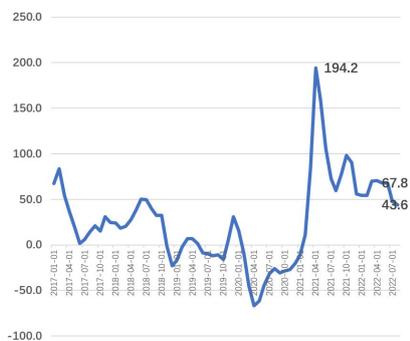
### 供给冲击因素



除了通胀分解因素之外，还有供给方面的冲击。今年9月，全球供应链冲击的压力比以前小了很多，去年年底4.31，现在只有1.47，但和疫情前相比还是有一定的影响。食品价格今年以来基本拉平，9月份是136点多，和年初水平差不多；今年3、4月份曾经达到过159.7的高点。食品价格今年以来的涨幅很小，且供应链冲击有一定的缓解。



### 美国原油进口价格指数 (80美元/桶是底线?)



数据来源: Federal Reserve Bank of St. Louis

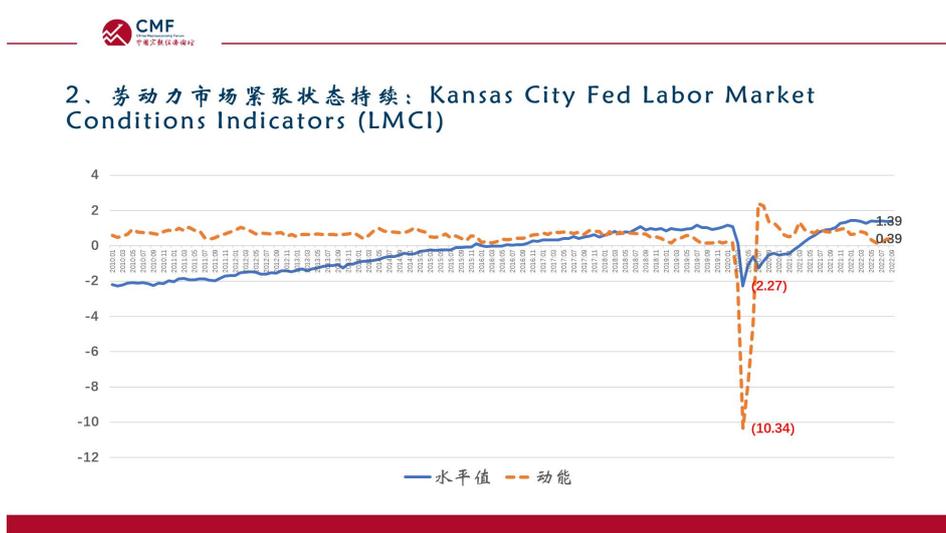
	2020	2021	2022	2023
WTI Crude Oil <sup>a</sup> (dollars per barrel)	39.17	68.21	95.74	88.58
Brent Crude Oil (dollars per barrel)	41.69	70.89	102.09	94.58
Gasoline <sup>b</sup> (dollars per gallon)	2.18	3.02	4.03	3.57
Diesel <sup>c</sup> (dollars per gallon)	2.56	3.29	4.97	4.29
Heating Oil <sup>d</sup> (dollars per gallon)	2.44	3.00	4.57	4.21
Natural Gas <sup>d</sup> (dollars per thousand cubic feet)	10.76	12.21	15.14	15.60
Electricity <sup>d</sup> (cents per kilowatthour)	13.16	13.72	14.86	15.32

EIA, SHORT-TERM ENERGY OUTLOOK, October 12, 2022

从大宗商品代表性的油价来看，截至8月，美国原油进口同比涨幅接近44%，和去年高点相比差很多。右图是今年10月12日美国能源署做出的预测，包括WTI、Brent、汽油、柴油、天然气等。预测表明，油价在2023年还是会保持较高的位置。按照IMF的预测，沙特、俄罗斯的财政盈余平衡线在80美元/桶左右，随着OPEC+对国际能源市场定价能力自主性的增强，油价要跌破这一平衡线的难度还是比较大的，这是美国能源

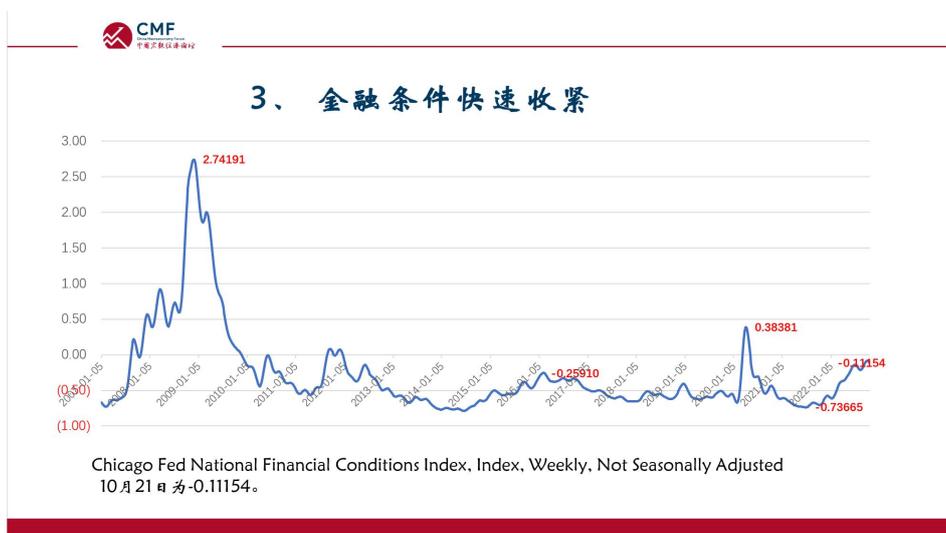
署预测 2023 年油价将保持高位的重要原因。

2、除了物价高之外，9 月份美国核心 PCE 环比上涨 0.5 个百分点和美国劳动力市场有很大的关系



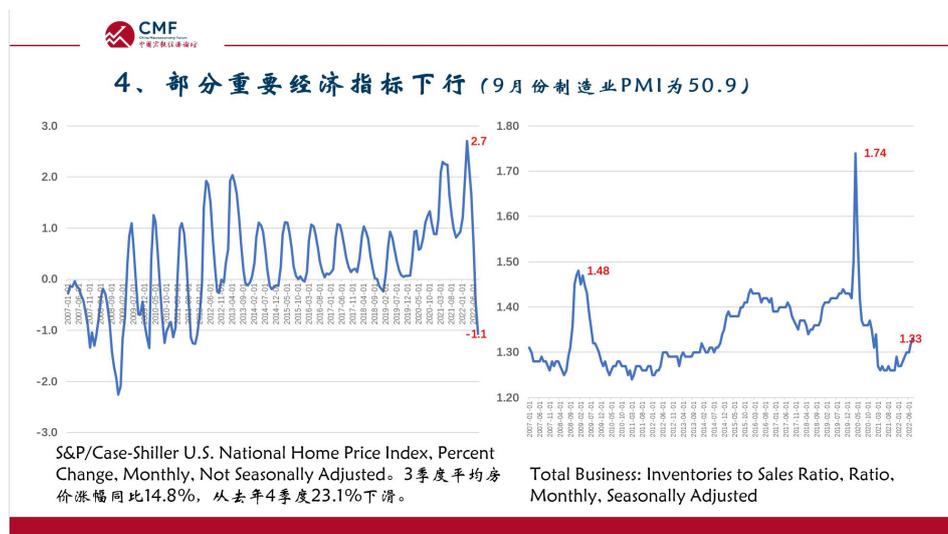
9 月份美国劳动力市场依然紧张，水平值在 1.39、1.4，动能表示的是市场边际变化，9 月份为正值 0.4。劳动力市场仍然保持比较紧张的状态，这和美国现在劳动参与率不及疫情之前的水平有直接的关系。

3、美国金融条件快速收紧



加息后，必须通过金融条件的收紧来抑制投资和需求。现在金融条件紧的程度已经超过了2015年。2015年年底开始加息的一轮周期中，美国金融市场条件峰值是-0.259亿，现在是-0.1154亿。美国现在的金融条件远比上一次加息周期的还要紧，当然不如2020年金融大动荡时期和次贷危机时期那么紧，但至少它的金融条件从-0.7几到-0.1几收得是很快的。随着美元加息，美国的金融条件快速收紧。

#### 4、美国部分重要经济指标下行，包括房价



从今年4月份以来，房价涨幅环比下跌，这是很难的，这也是美国房地产市场一个很重要的信号。去年四季度房价同比涨幅达到23.1%，而今年三季度平均房价涨幅为14.8%，同比是下降的。从右图看出，美国库存销售比明显增加，这也是美国经济未来放缓的一个重要指标。8月份库存和销售比已经达到了1.33，接近过去正常时候的水平，不过从低值来看，上升也是比较快的。9月份MPI虽然还在50.9，但也是连续4个月下行。

#### 5、部分重要指标仍然有韧性



### 5、部分重要指标仍然有韧性

9月份非农就业26.3万人，失业率3.5%。

依据BEA的数据，8月份个人可支配收入环比0.4%，2012年的链式（Chained (2012) dollars）环比0.1%。8月份个人消费支出（PCE）环比0.4%，2012年的链式（Chained (2012) dollars）环比0.1%。8月份工资薪金11.302万亿美元，高于1月份的10.8512万亿美元。

今年2季度总私人投资4.61万亿美元，比1季度4.671万亿美元有所下降，但高于去年4季度的3.943万亿美元（去年GDP同比5.7%）。

今年2季度总私人储蓄4.942万亿美元，与2019年4季度的4.903万亿美元接近。

9月份工业设备使用率80.3408，高于疫情前2017-2019年的月度均值78.1143；9月份工业生产总指数105.1762，高于疫情前2017-2019年的月度均值101.8898。

除了政府部门外，经济中的杠杆水平也基本处于次贷危机以来的低位。

8月份的就业、可支配收入、薪金、私人投资和储蓄，以及工业设备使用率均比疫情前三年平均水平高，工业生产值数也更高。从杠杆角度来讲，除了政府部门之外，美国金融杠杆基本处于次贷危机以来的低位，包括企业杠杆和居民的杠杆。所以，部分重要指标仍然有很强的韧性，这导致美国9月份（3季度）GDP 环比年率增长达到了2.6%，这同实际数据是比较吻合的。

### 6、从长期的角度看，金融市场对美国经济增长未来预期变坏



#### 6、金融市场对美国增长的预期变坏（截至10月25日）



10年期-3个月同10年期-2年美债收益率出现倒挂。过去很多研究者喜欢用10年-2年，按照美联储自身的研究，它认为10年期-3个月的更好。从图中可以看出，蓝色

的是 10 年期-3 个月的，比较好地预测了次贷危机以及 2020 年新冠冲击后经济的深度衰退。这次是否能够做到这一点还有待观察，但至少现在对美国金融市场的预期是明显变坏的。

## 7、市场风险偏好尚未逆转



若市场风险偏好出现逆转，不仅风险资产价格会出现持续下跌，其背后也预示着未来不久美国经济就会出现比较大的问题。但是目前从风险偏好角度看，穆迪、美国 AAA、BAA 债券对美国 10 年期国债风险溢价保持在比较正常的水平，金融市场风险偏好基本稳定。

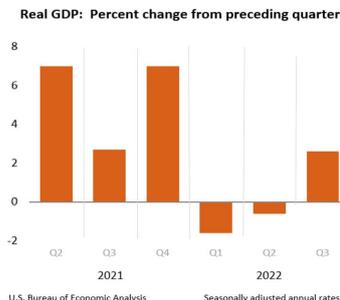
## 8、衰退风险与美联储今年加息的顶



## 8、衰退风险与美联储今年加息的顶

1920年以来，美国经济历史上12次技术性衰退出现了10次衰退。今年1-2季度环比负增长1.6%和0.6%，属于技术性衰退。依据历史比例来看，存在出现衰退的概率。3季度环比年率2.6%。

今年不会，时间可能出现在明年1-2季度，但衰退可能是比较浅的衰退。目前预测美国GDP2023年均是正增长，几大国际机构和美联储预测的区间为0.5%-1.2%。

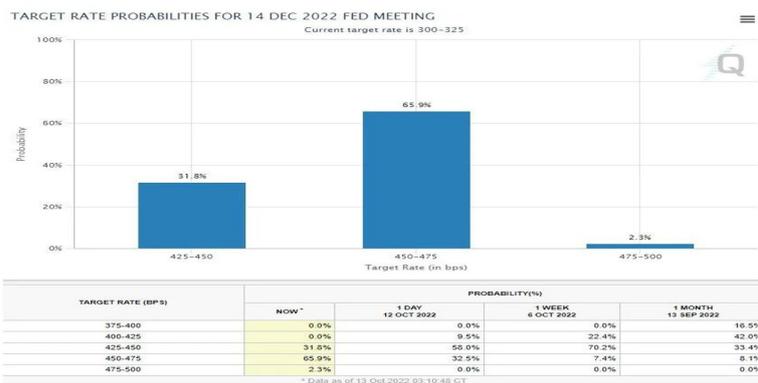


从历史上讲，美国一共有12次技术性衰退。今年连续两个季度GDP负增长，但三季度环比是正增长2.6%，这可能会对美国经济衰退的预期形成一定冲击。今年不太可能出现衰退，即使有，也可能出现在明年一、二季度。按照几大机构的预测，2023年美国GDP都是正增长，所以，即使是衰退也是比较温和的衰退。

右图是BII公布的美国实际GDP季度环比年率，一季度-1.6%，二季度是-0.6%，三季度2.6%。



## 美联储加息的顶



美联储加息的顶在哪里？上图是美联储自己的调查，现在是300-325，如果11月份加息75个基点，400个点再加50个点，就有可能达到450左右的水平。市场判断，

今年美联储加息到 450 的概率是比较大的。

## 八、美元指数：何时出现趋势性拐点？

美元指数出现趋势性拐点对全球外汇市场，包括对人民币汇率都有向下承压因素的消除，拐点有三大标志性的信号。

### 1、通胀出现明显回落，或者失业率显著上升

即使失业率从现在的 3.8%到美联储预测的 4.4%，美国能够以失业率上升零点几个百分点把美国物价控下来的难度还是比较大的。我认为美联储对自身失业率的预测偏乐观了。如果通胀没有明确的信号，美联储不太会放弃紧缩。历史上 1969 年-1970 年、1972 年-1975 年，出现了两次，在美国有通胀、经济出现衰退后美联储放松货币，最终酿成了非常痛苦的滞胀周期。按照鲍威尔的话来说，**应该把控通胀放在首要的位置。**

2、如果美联储签约的 9 家央行真的出现大规模的货币互换，全球会出现外汇市场集体干预现象，美元指数也不会再有上升的动力

3、如果俄乌地缘政治冲突有通过协议解决的可能性，全球避险情绪骤降，美元指数也会出现趋势性的拐点

目前看不到第三个信号的可能性；第二个信号有一些苗头，欧洲、瑞士央行开始出现货币互换；现在通胀很高，第一个信号出现的可能性也较小。所以，**在未来两三个月的时间里，美元指数出现趋势性拐点的可能性是非常小的。**

## 九、未来人民币汇率有一点承压

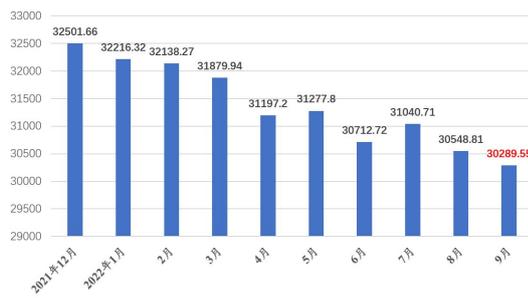
疫情以来我国汇率是非常稳健的，只贬值了 3 点几，**未来承压主要是由于结构性因素对冲周期性的因素力量在递减。**随着国外发达经济体包括其他经济体经济增速的下滑，外部需求减少，中国贸易顺差不再有过去一两年那样大规模的增长。在这种情况下，中美周期性差距错位进一步扩大，中美政策性利率出现倒挂，结构性对冲周期性的因素

本身又减弱或者下降，人民币会出现一定承压。

明年经济增长目标对汇率稳定的预期是非常重要的，但目前疫情形势非常不确定，现在也没有看到经济增长的目标。IMF、亚洲开发银行、联合国都对今年和明年中国经济做出了预测，明年预测大部分在 4.5-5.5%之间，今年大概在 2.8-3.9%之间。我们今年一到第三季度的增速是 3.0%，全年增速在 3.0%以上的概率是非常大的。从经济增速的角度看有一定不确定性，主要是疫情的问题，当然还有其他的一些因素，包括房地产等对总需求带来的负面影响。如果结构性因素不能对周期性因素冲击保持对冲能力，人民币汇率会有一定承压。



### 九、未来人民币汇率有一点承压



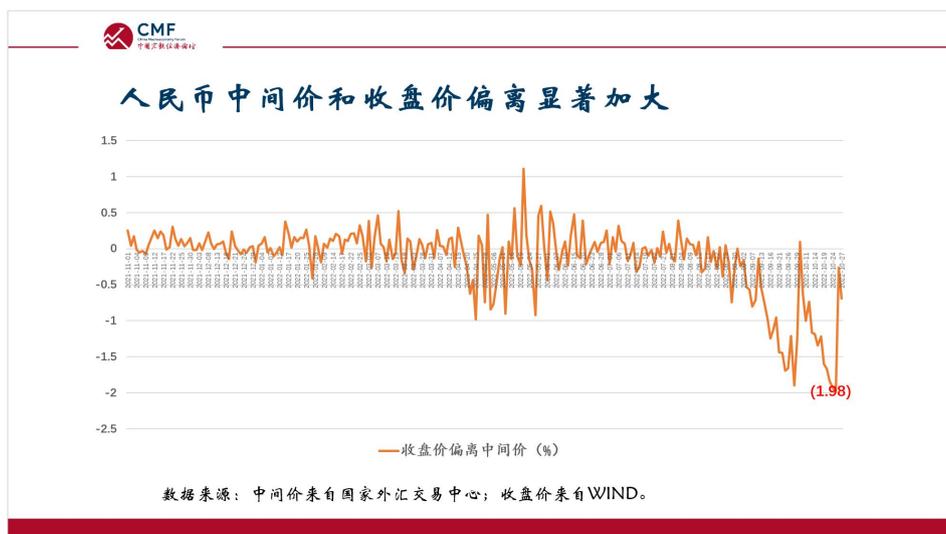
外汇储备的变化 (亿美元)  
数据来源：国家外汇管理局。

明年经济增长目标对汇率预期具有重要影响（疫情存在很大不确定性）。

今年前3季度GDP同比3%，3季度3.9%，明显好于1-2季度的2.5%。

IMF (10月) 预测2022-2023年分别是3.2%和4.4%。联合国 (10月) 预测2022-2023年中国经济增速分别为3.9%和5.3%。世界银行10月发布的《WORLD BANK EAST ASIA AND THE PACIFIC ECONOMIC UPDATE OCTOBER 2022》预测2022-2023年中国经济增速分别为2.8%和4.5%。亚洲开发银行在9月份的《亚洲发展与展望》中预测2022-2023年中国经济增速3.3%和4.5%。

今年外汇储备从去年年底 3.25 万亿，到今年 1 月份的 3.22 万亿，再到现在的 3.03 万亿，外汇储备下降了 1000 多亿美元。这和外储的投资组合、币种估值有很大的关系，但债市和股市确实存在一定规模的资本流出。



从汇率自身看，人民币中间价和收盘价偏离加大。收盘价偏离中间价的幅度如果是负值，说明收盘价跟中间价相比，人民币是贬值的。9月上旬以来，收盘价和中间价最大偏离幅度达到 2%，意味着晚上的收盘价相比开盘时的中间价汇率贬值接近 2%。中间也有升值的，但升值比较少，大部分是贬值的。这也可能和中间价取值有一定的关系，如果本身取值比较高，当天收盘时就会造成比较大的偏差。这个偏差代表了市场在中间价基础上做的判断，认为它有一定的汇率承压。



从离岸在岸的角度看，离岸-在岸收盘价基本围绕均值零波动，说明现在没有出现离岸市场贬值对在岸市场的引导作用，或者说离岸市场存在某种做空对在岸市场的承压作用很弱，因为均值只有 0.008，是很小的。目前央行并没有在离岸市场发行债券，减

少离岸市场人民币流动性，说明离岸市场和在岸市场还没有贬值的引导作用。



**预期与行为并未出现继续贬值倾向**

(10月27日) NDF (无本金交割远期)：3个月的7.1775，1年的7.0685，2年的6.978。

结汇售汇：2022年1-8月，银行累计结汇17827亿美元，累计售汇16733亿美元，结售汇顺差1094亿美元。8月份银行结售汇顺差250亿美元，衡量结汇意愿的结汇率（客户向银行卖出外汇与客户涉外外汇收入之比）为71%，较今年以来月均值提升3个百分点，显示市场主体保持“逢高结汇”的理性交易模式，结汇意愿有所增强。

从预期的角度来说，3个月的无本金交割远期比较稳定，一年是7.0，和现在的汇率相比是有升值预期的。所以，人民币预期是比较好的。

从行为，也就是结售汇的角度来说，也没有出现企业对未来趋势贬值倾向的判断。1-8月份，结汇售汇顺差有1000多亿，8月份的结售汇顺差有250亿，从这个角度来讲，市场主体目前认为美元对人民币已经到高位了，所以需要逢高结汇。

总体上，不管从预期还是实际交易行为来说，人民币并没有出现未来贬值的预期或者行为。

## 十、目标与宏观审慎政策工具

现在是否需要设立人民币对汇率贬值的容忍度？通过一系列的宏观审慎政策，人民币汇率虽然偶尔破7.3，但基本稳定在7.3以内。未来中美货币政策周期错位程度可能进一步加大，若结构性因素，尤其是贸易顺差减弱，人民币汇率会有一点点承压，所以首先要讨论是否设立汇率贬值容忍度。

政策工具：如果离岸市场对外汇市场有贬值的预期，可以加大央行票据的发行，还可以调低企业境外放款的宏观审慎调节，减缓资本流出。还可以将融资调节参数从1

提高到 1.25，甚至提高到 1.5。外汇存款准备金率 6%也还有一定的下调空间。最后，我们还有逆周期调节因子。2007-2008 年时，汇率在 6.9 就启动了逆周期因子，而目前人民币汇率在 7 点 2 几的时候，我们还没有启动，这是为了进一步推进汇率市场化改革。政策性工具很多，是否一定要启动逆周期因子还需要观察，毕竟逆周期因子是非市场化的行为，中国金融市场高质量开放的整体趋势走向是市场化改革的取向。

整体上，在中长期维护人民币汇率在均衡水平上基本稳定是没有任何问题的。但是在未来一段时间里，随着货币政策周期错位程度加大，结构性对冲因素减弱，短期汇率会有一定承压，是否考虑设立对汇率的容忍度，是值得考虑的。

论坛第二单元，结合CMF中国宏观经济专题报告，各位专家围绕“人民币汇率是否具有大国特征、本次人民币贬值的原因及影响”等问题展开讨论。

中国国际期货公司总经理王永利认为，汇率的根本影响是经济基本面的问题，特别是大家对未来的预期影响着汇率的走势。如果经济基本面相对其他国家比较好，汇率应该是有上升空间的，相反如果经济基本面相对变差，就可能产生下跌的压力。

2020 年以来，面对人民币对美元汇率不同阶段的变化，央行总体上表现出一种宽容和定力。比如今年 4 月份以来人民币对美元快速贬值过程中，央行主要是通过一些政策工具的运用，包括提高外汇存款的准备金率，提高远期售汇风险的准备金率，提高海外筹资的规模以及其他一些窗口指导等等，出售外汇储备进行干预并不是首选，只会在必要的时候用。

人民币依然面临着比较大的贬值压力，有以下几个影响因素：1) 美元加息可能会持续，需警惕其是否会将加息当作武器使用；2) 俄乌冲突没有明显好转，且可能推动国际局势进一步分化，全球产业链、供应链受到的冲击可能加大；3) 疫情形势能否得到缓解。

总体来说，汇率问题受到经济基本面发展、利率走势等各方面因素的影响，需要综合起来，审慎考虑。

上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人**刘元春**认为，短期汇率的变化主要取决于资金的流动、整个自产的收益及风险溢价，其中重要的因素是利差及其变化。短期内，美国经济并不会出现快速萧条，但美元加息以及头部企业的经营状况依然会带来人民币承压，金融市场的压力在短期内大大超越商品市场的压力。

从中期来看，中美通胀周期还有很大的差距，不同步的周期冲击可能会在明年有所体现。在对于人民币汇率的判断上，需要考虑美国经济是否会出现硬着陆，在美联储持续加息的过程中，是否会存在系统性的问题，以及中国房地产市场的触底企稳是否能在今年四季度完成等。要依照审慎的态度考虑汇率问题，保持弹性渐进、不触发系统性风险的原则。

中国社科院世经政所副所长**张斌**认为，当前人民币汇率的变动更多反映市场供求的变化。由于央行基本退出了外汇市场干预，不再动用大规模外汇储备，成交价和中间价的差距也在逐渐变大，市场供求对汇率的决定更加突出了。

市场化的人民币汇率形成机制不仅让短期资本流动相对平稳，并且能够起到自动稳定器的作用，还能够帮助进行合理的资源配置。

**张斌**认为当前人民币贬值的原因有三点：1) 美元指数升值带来的中美利差；2) 中国经济景气程度；3) 中美市场脱钩的风险，其中，更具决定性的是中国经济的基本面的影响。因此，如果不希望汇率进一步弱势，需要做到：1) 不轻易干预外汇市场，要干预就要非常坚决；2) 充分运用逆周期政策，有效提高总需求，提升经济活力；3) 进一步提升改革开放水平，增强投资者信心。

中银国际证券首席经济学家**徐高**指出，虽然人民币对美元近期贬值不少，但人民币对一篮子货币还是比较强的。美国的通胀是需求性拉动的，当前美国货币政策快速退出，带给金融市场极强流动性收缩效应，带动美债收益率大幅上行。从非商业净多头持仓看，美元目前应该接近顶部，美联储大概率向上“超调”，未来是要下去的。

人民币对美元汇率很大程度上受到中美利差的影响，美元利率快速上行的确是人民币对美元贬值的主要原因。当前人民币汇率的韧性主要由于我国民间的外汇资产负债状况大幅改善，对人民币汇率形成支撑。外汇资产负债状况改善的重要原因是央行对外汇的不干预，停止了会给人民币带来贬值压力的结汇政策。

当前国内货币传导路径阻塞非常严重，一方面银行间市场流动性泛滥，另一方面实体经济融资难。其背后的重要原因是房地产市场疲弱，导致实体经济融资需求低。建议更多地放松融资向实体经济流动的渠道，尤其放松对房地产市场和房地产开发商融资的管制。

中银证券全球首席经济学家**管涛**认为，尽管人民币还没有完全可兑换，人民币汇率也没有自由浮动，但人民币越来越具有资产价格属性，有大国汇率特征，具体体现为：1) 在给定基本面的情况下既可能涨也可能跌，能够达到多重均衡；2) 调整幅度较大。

从微观层面来说，人民币调整有赚有赔，总体上赚得多赔得少；从金融市场稳定性来说，到目前为止，人民币汇率快速调整没有影响外汇市场的供求平衡，也没有在外汇市场引发贬值恐慌；从通胀层面来说，人民币名义有效汇率的变化对 PPI 有些微影响，对 CPI 的影响可以忽略不计。

人民币汇率经过调整，从一个僵化汇率变成有弹性的汇率，更多地由市场决定。这使得人民币汇率明年是涨是跌，不取决于美元强弱，也不取决于中美利差，而是取决于中国经济基本面。经济稳金融稳，经济强货币强。中国要趁着二十大的春风，更加高效地统筹经济发展和疫情防控，抓紧落实一揽子稳增长政策措施，巩固经济恢复的基础，增强经济发展的后劲。

# 刘元春：人民币汇率短期承压，稳定汇率很大程度上依靠中国经济政策布局上的系统性思考

刘元春 上海财经大学校长，中国人民大学原副校长、中国宏观经济论坛（CMF）联合创始人

以下观点整理自刘元春在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 55 期）上的发言

## 一、短期：人民币汇率依旧承压

汇率是很复杂的，在学术界有一句名言：要想毁掉一位经济学家，就让他不断地预测汇率。因为预测汇率总是会出错的，并且很有可能会犯系统性错误。目前面临的人民币汇率承压问题，大家是有共识的，即：短期依然会承压，中期取决于中美明年经济的表现，取决于我们在疫情的控制下，两国经济是否能够快速进入常态化。

### 1、美国加息助推“超调”，带来资本市场承压

从当下看，汇率短期变化在理论上已经很明确，主要取决于资金的流动，取决于整个资产的收益，以及风险溢价，这里面很重要的一个因素是利差及其相应的变化。美国进行持续加息的条件是满足的。一方面，美国通货膨胀的形势并没有像原来预期的那样在短期内得到改善，通胀的黏性反而超出大家的预期。更为重要的是，美国劳动力市场显示出强劲的状况，其失业率和薪酬上涨幅度都比原来预计的要好。这在很大程度上证明，短期内美国经济不会出现快速萧条，这也是美联储进行快速加息的基础。

如果这个判断成立，美元指数以及全球资金的流动方向在短期就不会发生变化。相反，其他国家已经产生了急剧的变化，比如全球金融市场，尤其是资本市场的承压。今年沪深 300 已经下降了 23%，恒生指数下降了 26.4%，这种下降是资金流出的重要表现，背后也有上市公司业绩的变化。目前大家考虑比较多的是代表未来发展的头部企业的变

化，这种变化会导致头部企业的盈利性效应在不同市场上产生。亚马逊二季度经营状况还不错，同比增长 7.2%，营收 1212 亿美元，相当于阿里巴巴的 3.9 倍，数字头部企业的 1.1 倍。更为重要的是，亚马逊的利润达到了 194.5 亿，相当于阿里巴巴的 5.15 倍、数字头部企业的 1.83 倍。

美元指数、美元加息所产生的趋势性影响，加上两国市场上体现的头部企业的经营状况的微观数据，进一步提升了外围金融市场的风险溢价，这种变化会在短期内起到助推“超调”的作用。因此今年以来人民币兑美元贬值 13% 左右，应该是在预期范畴内，在未来一段时间，这样的承压态势还会出现。

## 2、短期内金融市场压力大于商品市场

我们需要评估这种承压是否会带来中国金融市场的系统性反应，尤其在资本市场和债券市场上。我们对于股票市场的评估和对债券市场的评估是不一样的，如果没有影响到上市公司再融资和日常流动性，股市价格的变化在短期里影响不会很大，但是在债券市场上就会体现出来。今年上半年以来看到最明显的，就是美元债的发行，它对中国房地产企业资金的影响是系统性的。今年 6、7 月份，美元债已经达到高点，在债券市场上的冲击已经翻过了顶点，因此美元的进一步指数的上升，在短期对中国金融的系统性冲击可能并不是很强烈。

在实体经济层面，9 月份人民币贬值直接导致以美元标价的出口增速下降到 5 点多，而以人民币标价的出口还是在 10.7 的水平，还是不错的。但这短期内可能会对以人民币计价的贸易以及进口，尤其是大宗商品的进口带来一系列的冲击，导致“鸡群效应”。

最近出口价格指数上涨 13.7%，进口价格指数只上涨了 13.1% 左右，通过出口价格指数和进口价格指数的变化，可以判断出我们的贸易条件是在改善的。美元持续加息，美元指数持续上扬，对金融市场和商品市场的冲击是不同步的，**短期金融压力要大大超越商品市场的压力**。因此，我们会重点关注在金融市场上所带来的一系列反应，因为这些反应可能会在近期有所体现。

## 二、中期：对人民币汇率的判断需保持审慎

### 1、中美通胀变化周期存在差距

美国通货膨胀的变化是否会在四季度从9月份的8.2%回落到6%左右的水平，这是很关键的。由于基数效应，明年美国通货膨胀率的明显下调是一个既定事实。但与此同时，中国的通货膨胀变化可能与美国通胀的周期有很大的差距，不同步的周期冲击可能在明年会有所体现。

### 2、要以审慎的态度处理汇率问题，在中期引导上加力

很多机构都对美国经济明年的表现进行了预测。IMF认为明年美国经济只有1.7%，OECD认为明年美国经济只有1.0%，而IMF预测明年中国经济增速是4.6%。如果是这样的发展，明年将毫无疑问是人民币反转的一年，但是我们并不能简单地这样认为。美国经济是否会出现硬着陆，美国金融市场在持续加息过程中，是否会出现一些系统性的问题，都是需要我们研究的。

从中国自身来看，明年大概率是弱复苏的态势，但这还要取决于房地产市场的触底企稳是否能在今年四季度完成。如果完不成，明年经济实现明显反转还是比较困难的。很重要的原因是全球在低贸易、低增长、低投资、低预期的冲击下，一定会对中国外贸产生系统性影响，如果房地产持续低迷，而我们在基建、制造业投资上面的空间用足了，就会失去后劲。

目前我们的一些高新技术运转得很好，数字经济也发展得很好，但是从9月份、10月份来看，一些平台经济已经出现了高点回落的状况。因此，我们在思考明年的一些问题，特别是前瞻性的变化对于现在预期的影响的时候，还需要对于一些黑天鹅事件有所考量，因为未来是不能有半点闪失的。在汇率变化上很重要的一点是保持弹性渐进、不触发系统性风险的原则。我们依然需要按照审慎的态度处理汇率问题，尤其是在中期引导上要进行一些加力。

汇率稳定很大程度上依靠对未来布局的引领，而不是简单的喊话或者短期操作。我们希望能够借助二十大的政治红利，在中国经济的政策布局上有新的系统性思考，这样在汇率稳定上的工作可能会做得更好。

# 王永利：近期汇率下跌需全面慎重考虑

王永利 中国国际期货公司总经理

以下观点整理自王永利在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 55 期）上的发言

## 一、2020年以来汇率变化三阶段：下跌-上升-再下跌

近期人民币对美元汇率出现较大幅度下跌，但看中国的汇率变化，首先需要回顾一下 2020 年以来人民币汇率的变化，而且不仅要看到人民币对美元汇率，而且还要看到人民币对一篮子货币汇率的变化。

2020 年到现在人民币汇率的变化大概分三个阶段。第一阶段是 2020 年 1 月-5 月。2020 年 1 月下旬新冠疫情在中国暴发，对经济社会运行带来了很大的冲击。因为那个时候疫情还没有在全球传播，所以中国率先受到影响，人民币汇率走出了**一个对美元快速下跌的态势**，包括对一篮子货币都有下跌的变化。第二阶段是 2020 年 6 月至今年 3 月。到 2020 年 5 月，中国大力抗击疫情下，疫情得到明显缓解，在主要经济体中率先取得了抗击疫情的阶段性胜利，经济社会运行得到了很大的恢复。在疫情全球蔓延并对主要经济体带来严重冲击情况下，中国出口也在加快增长。所以，从**2020 年 6 月到今年 3 月，人民币汇率特别是人民币对美元的汇率呈现不断升值的态势**，到今年 3 月一度达到了美元对人民币 6.35、6.36 的水平。第三阶段是从今年 3 月份开始。受到多重因素的影响，包括美国的货币政策在做调整，从 2021 年 11 月份开始收缩购债到今年 3 月份开始缩表加息，而且加息的速度和幅度都是非常高的，今年 3 月-9 月累计加了 300 个基点，年内还有继续加 120-150 个基点的预期；今年 2 月下旬俄乌冲突爆发，世界格局进一步分化，石油、天然气、粮食等等大宗商品价格剧烈波动；更重要的还有今年 3 月份开始中国再次遭受了新冠疫情的大范围传播冲击。多重因素造成中国今年出口明显下滑，贸易顺差在不断收窄，加之我们的一些产业，包括房地产业、教培产业、互联网平台性公司等也受到很大的影响，**今年 3 月以后特别是 4 月份开始人民币对美元汇率不断下跌**，现在下跌超过 13%，对一篮子货币下降了 3.5%左右。

汇率的根本影响是经济基本面的问题，如果经济基本面相对其他国家比较好，汇率应该是有上升空间的，人们对未来的预期也会影响汇率的走势。如果经济基本面相对变差，特别是人们对未来的预期不好的话，这就可能产生下跌的压力。当然，因为汇率是市场交易为主的，市场调控都会产生“羊群效应”，好的时候容易好过头，坏的时候容易坏过头，会产生“超调”的情况。同时也难免会存在被一些国际势力集中打压和操控的局面，这在东南亚金融危机等很多时候都曾出现过。所以，要观察近期人民币汇率变化，我认为至少要从2020年以来看整个人民币汇率的变化，从而研究其主要的影响因素。

## 二、央行汇率管理：总体表现宽容和定力

在这个变化过程中，可以看到人民币从贬值到上升再到贬值，央行一直表现出很大的定力，并没有随意干预。央行外汇储备余额虽然有一些变化，但这受到多种因素的影响，既有央行外汇储备各种原币本身变化的影响，也有资产摆布中不同货币汇率变化以及市场产品估值变化等很多因素的影响。所以，要看人民银行是否进行汇率干预，比如在人民币过快升值的时候是不是加大外汇收储，在过快贬值的时候是不是加大投放外汇储备，要判断央行干预汇率动用了多少外储，还主要应该看央行外汇占款的数字变化，因为外汇占款是央行买入外汇投放货币、卖出外汇回笼货币之后的净余额，从这一数字可以判断央行净买入或净卖出外汇储备的数量。同时还要考虑买卖价差的影响，一般央行对外汇都是卖高买低，从而形成价差收入，会对央行外汇占款产生一定的影响。

从2020年以来央行外汇占款看，总体有所下降，但是下降幅度并不大。其中，今年1-3月份相比去年年底是上升的，4月份以后有所下降，9月份央行外汇占款比3月末减少367亿人民币，折合55亿美元左右。尽管可能从央行外汇储备的余额看，9月末比3月末减少了1331亿美元，但外汇储备余额的减少受到更多因素的影响，不代表央行真的卖出了这么多外汇。从大的趋势、央行数据表现来看，央行总体上对汇率变化表现出足够的宽容和定力。今年4月份以来人民币对美元快速贬值过程中，通过出售外汇储备进行干预还不是央行的首选，更多还是通过一些政策工具的运用，包括提高外汇存款的准备金率，提高远期售汇风险的准备金率，提高海外筹资的规模以及其他一些

窗口指导等。

中国长期都在争论的一个问题是，央行外汇储备是不是太多了？在2000年之后，中国央行外汇储备快速上升，到2014年6月接近4万亿美元时这个争论非常激烈。但是，2015年、2016年外汇储备快速下降，2017年3月不足3万亿美元，由此引发诸多问题，之后采取多种措施加以抑制，到现在基本稳定在3万亿美元以上。必须看到，**如果社会上没有足够的外汇来源，央行想增加外汇储备是非常困难的**，只能通过和其他国家的央行进行货币互换，或者通过大量对外负债等途径来增加外汇储备。但这些方式都是非常不稳定和存在很大风险的，只有通过招商引资、扩大出口顺差等途径来增加外汇才更为稳定。在外汇大量流入的情况下，央行为了抑制人民币快速升值，就会大量增加外汇买入和储备。但央行如果想减少外汇储备是容易的。所以，央行外汇储备合意或合理规模仅仅是一个理论值，现实中要形成和保持足够大的外汇储备是非常不容易的。

现在中国有3万亿美元外汇储备，还不算央行在海外的黄金储备以及SDR储备，这是震慑国际热钱冲击的一个重大的武器，但这个武器不可以随使用。俄乌冲突暴发时很多人曾强烈呼吁大量抛售美债，压缩外汇储备，实际上这都是不现实的。在这个过程中，央行表现出了足够的定力，采取了灵活的应对措施，保持了尽管人民币对美元快速贬值，但是对一篮子货币的贬值幅度并不是很大的现状。我认为，**人民币只要保持跟一篮子货币的相对稳定就不算可怕**，一定要避免对主要货币全部都是单向升值或者单向快速贬值的局面出现。

### 三、人民币面临贬值压力：高度警惕美元持续加息意图

目前人民币依然面临比较大的贬值压力。首先，到明年3月份，美元加息都有可能一直持续，而中国恰恰因为经济增长速度、社会就业水平难以达到预期目标，可能还需要在宏观政策上做一些刺激性安排，所以中国是不可能加息的。这种情况反映到汇率上来，汇率下行的压力也会加大。其次，俄乌冲突依然没有明显好转，甚至还可能推动国际局势进一步分化，全球产业链供应链受到的影响依然会加大。全球经济明年会进一步受压，外需仍面临很大的挑战。2020年下半年以来，出口或者是进出口对中国经济增

长还是很大的支撑，但是现在要高度警惕进出口贸易顺差可能下行的压力。目前中国突出的问题是疫情影响能否尽快解除或者缓解，这个因素依然是中国目前面临着在主要经济体中最为突出的一个挑战项目。如果疫情没有很好的缓解，经济增长、社会就业、房地产好转等都会面临着很大的挑战。所以，在这种情况下，人民币汇率特别是对美元进一步下降是有可能的。

还需要我们高度警惕的是，美元近期大幅加息是否会作为一种武器来使用。在面临重大的全球冲击，包括重大战争的挑战下，美国是有很大的比较优势的：一是地理位置很特殊，基本上能置身于国家与国家间大型战争的战场之外；二是自然条件很好，农副产品供给丰富，粮食肉蛋奶等都不缺；三是教育科研、重要工业产品、军工产品是比较领先的；四是美元是全球中心货币，美国是全球金融中心，美元加息会增强美元的吸引力，美元回流从而增加美元市场的繁荣度。所以，在全球遭到战争或者供应链冲击时，美国甚至还可能大量的对外出口，特别是这次打压俄罗斯之后，美国的能源、粮食都有可能抢占俄罗斯的出口市场。最近能源出口以及武器出口对美国经济增长都起到了很大的作用。这种情况下，美国是否会不惜面临全球经济乃至自身经济大幅下滑的风险，也坚持大幅加息，从而增强它自身的比较优势，这需要引起我们的高度警惕。

汇率问题不是一个单一问题，会受到整个经济基本面发展、利率走势等各方面因素的影响。所以不能单独看待汇率问题，必须放在经济发展、社会就业、以及股债汇整个稳定中一揽子考虑。单一措施是很难稳定住汇率的，如果为了稳定汇率而加息造成经济进一步下滑，实际上汇率是没有保证的。现在包括日本和不少国家面临很痛苦的选择，美元加息的过程中不跟着美元加息汇率会大受影响，造成国际资本外流；但如果跟着美元加息，本国情况不一样，经济会受到很大的影响。还需要非常谨慎地考虑除了基本面之外的市场预期的问题，特别在市场操控的问题上需要更加审慎地观察，提前做好预案，在必要的时候可以出一些重手来抑制市场预期的恶化。

# 管涛：人民币汇率波动的影响分析及前瞻

管涛 中银证券全球首席经济学家

以下观点整理自管涛在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 55 期）上的发言

## 一、人民币汇率的资产价格属性

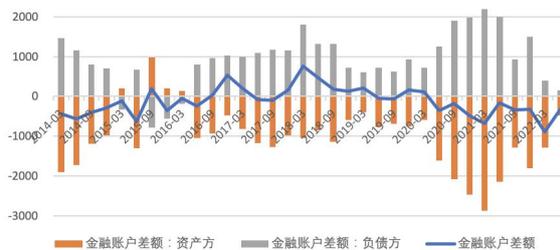
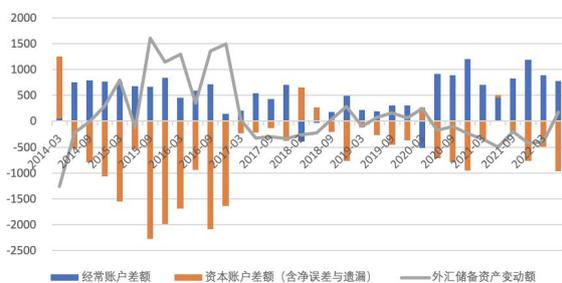
尽管人民币还没有完全可兑换，还有对跨境资本流动有一定的管理，人民币汇率也是有管理浮动而不是自由浮动，但人民币越来越具有资产价格属性，具有大国货币一样汇率随机游走的特征，汇率弹性增加，具体体现在以下几个方面。



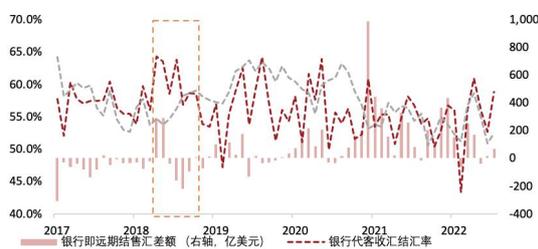
首先是多重均衡，即在给定基本面的情况下人民币既可能涨也可能跌；其次是汇率超调，即经常性出现有涨有跌的双向波动，可能会出现偏离经济基本面的过度升贬值。今年人民币汇率中间价和收盘价最大涨幅，前十个月都创 1994 年汇率并轨以来的新高。1994 年年初一次性调整，今年前 10 个月中间价最大的波幅是 13.9%，收盘价是 15.8%，波动比较大。

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。



资料来源：万得，中银证券



资料来源：万得，中银证券

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。

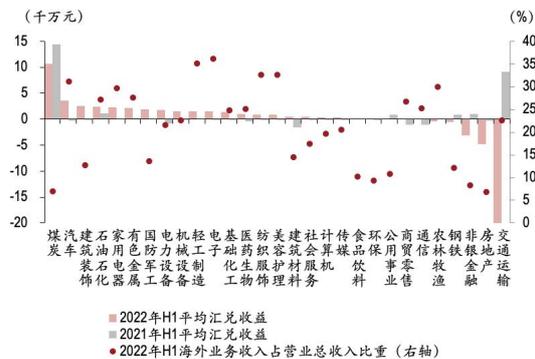
- ◆ 汇率弹性有助于各国做出调整，以适应各国货币政策收紧步伐的差异。如果汇率变动阻碍了央行货币政策的传导机制和/或产生了更广泛的金融稳定风险，则可以使用外汇干预措施。此类干预措施应成为IMF综合政策框架中规定的解决脆弱性的综合方法的一部分。
- ◆ ——IMF2022年秋季《全球金融稳定报告》



## 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

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。

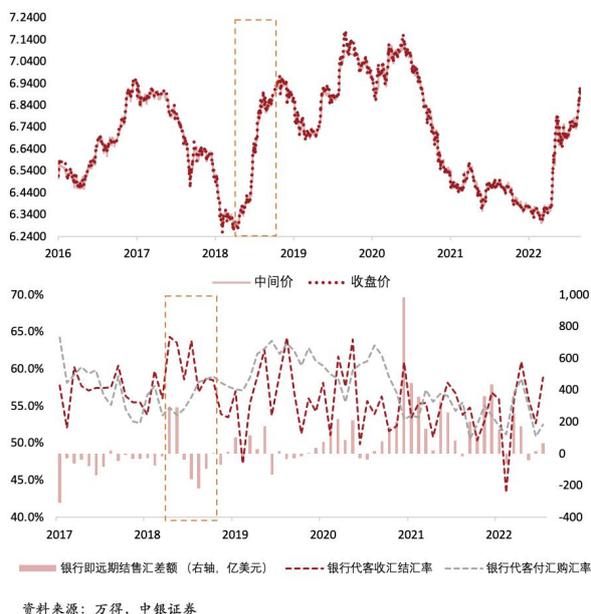
## 2、宏观层面分析

**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。



市场结售汇意愿的变化，同样可以看到收汇结汇率比升值区间均值上升，付汇购汇率是下降的，所以是逢高结汇的特征基本成立。很多外贸企业也表示，今年出口收汇仅仅结汇就赚了 10% 以上，甚至已经超过主业的收益。所以很多企业就是逢高结汇。企业是做具体经营的，立足于主业，不会像做金融投机的随意赌人民币的升/贬值。从数据得出的基本判断，到目前为止人民币汇率快速调整没有影响外汇市场的供求平衡，也没有在外汇市场引发贬值恐慌。

- ◆ 从长周期看（2007年1月至2022年9月），沪深300指数与即期汇率的相关性为-0.53，属于较高相关性。但从短周期看，二者经常背离。如2019年人民币汇率因中美贸易摩擦承压下跌，但A股受全球货币政策转向提振，全年收红；再如2021年A股大幅下挫，但人民币汇率稳中有升，2022年3月还处于多年高位。
- ◆ 股汇故事在市场上活跃的时点非常微妙，大部分发生在汇率关键点位，例如2021年5月下旬至6月上旬，人民币汇率接连创多年新高，升破6.4、6.35，股汇同涨受到热炒；2019年和近期人民币汇率跌破多个关键点位，市场开始炒作股汇双杀。
- ◆ 无论是人民币汇率还是股票价格，都是资产价格，所以在某些时候，有一些因素对两个市场都会产生影响，导致两个市场出现同涨同跌。
- ◆ 到今年6月底，民间对外净负债11650亿美元，与年化名义GDP之比为6.6%，较2015年6月底减少12083亿美元，占比下降15.0个百分点；今年二季度，民间对外净负债减少2462亿美元，其中人民币汇率波动的负估值效应贡献了103%。

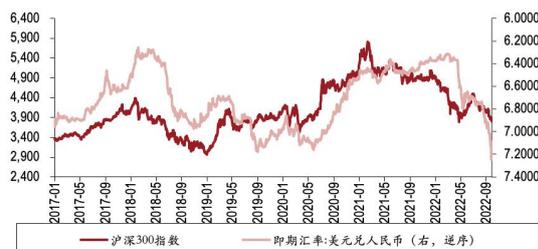
## 汇市对股市的传导渠道

国际贸易渠道（alpha结构性）

资产负债表渠道（alpha结构性）

资本流动渠道（beta系统性）

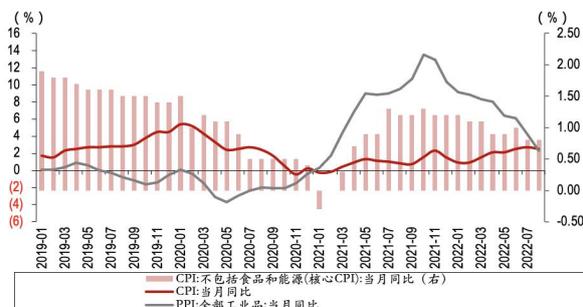
货币供给渠道（beta系统性）



资料来源：万得，中银证券

还需要关注外汇市场的波动对其他市场的影响。股票市场非常关注外汇市场的行情，今年也确实发生了股市汇市同向调整的情况。2015年8.11汇改前后发生过股汇共振，但当时是一个市场的恐慌向另外一个市场的传染。但当前外汇市场既没有受到其他市场恐慌情绪的影响（如果有的话），本身也没有恐慌情绪可以向其他市场传染的。而且，研究汇市对股市的具体传导渠道，即国际贸易渠道、资产负债表渠道、资本流动渠道和货币供给渠道，前两个渠道是结构性影响、有赚有赔，后两个渠道是系统性影响，通过影响资本流动和货币政策等等系统性影响。通过这些渠道，汇市对股市的影响总体是利大于弊，即便有负溢出效应也较为有限，甚至外资减持人民币资产导致的资本外流是人民币调整的原因而不是反之。

- ◆ 中日汇率传导机制较为相似，人民币名义有效汇率 PPI 有影响，但对 CPI 的传导效应几乎可以忽略不计，经济产出缺口才是影响我国通胀的核心因素（2022 年 5 月 31 日中银研报《需要关注人民币汇率对中国通胀的传导吗？》）。



资料来源：万得，中银证券

主要央行政策利率变动（单位：%）

	2020	2021	2022
加拿大	-1.50	0.00	3.00
美国	-1.50	0.00	3.00
澳大利亚	-0.65	0.00	2.25
新西兰	-0.75	0.50	2.25
英国	-0.65	0.15	1.50
韩国	-0.75	0.50	1.50
瑞典	0.00	0.00	1.50
印度	-1.15	0.00	1.40
欧元区	0.00	0.00	1.25
日本	0.00	0.00	0.00
中国	-0.30	-0.05	-0.15

资料来源：各国央行，万得，中银证券

注：截至2022年9月22日

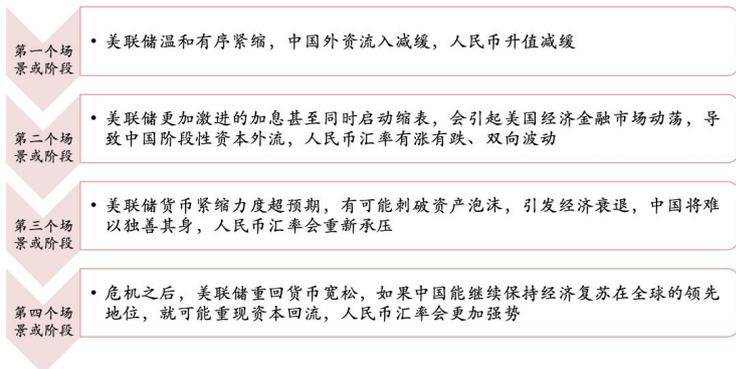
当前日本和欧洲担心的问题是人民币贬值有没有造成输入型通胀压力。从中国实际的情况看，人民币贬值造成的输入性通胀压力有限，不影响国内货币政策的自主性。今年以来 PPI 整体单边下行，CPI 虽然从 4 月份开始持续高于 2%，但到目前为止也没有突破 3%，特别是核心 CPI 一直在 1% 左右，从 8 月份开始 CPI 和 PPI 增速重新倒挂，中国不存在大的通胀的压力。这个既保证了国内的基本民生，也增强了国内货币政策的自主空间。而且从实证分析研究结果显示，人民币名义有效汇率的变化对 PPI 有微小影响，对 CPI 的影响可以忽略不计，中国的 CPI 更多受到供需缺口、市场流动性和大宗商品价格影响比较大。

### 三、人民币汇率走势前景展望

美联储紧缩对中国的溢出影响，从人民币汇率的角度来讲有四个场景/阶段。

年初提示了美联储紧缩可能带来的风险，提出溢出影响大致分为四种场景/四个阶段，中国已平稳度过第一阶段——美联储缩减购债，并预警正在进入第二阶段（历史经验的逻辑）

- ◆ 管涛：发达经济体货币紧缩对中国的溢出渠道及应对，财经智库，2022年2月底撰文、3月底发表（2月19日CWM50）；
- ◆ 管涛：2022人民币汇率走势何去何从？，清华五道口云课堂，2022年3月12日；
- ◆ 管涛：2014年中国外汇市场形势转折的经验与启示，中国货币市场，2022年3月30日；
- ◆ 管涛：若美联储货币紧缩力度超预期，人民币汇率或会重新承压，2022清华五道口全球金融论坛发言，2022年4月16日。



**第一阶段：美联储温和有序缩减购债。**中国在今年前两个月的时候度过了第一个阶段，美联储缩减购债，中美利差收敛，中国外资流入减缓，人民币继续升值但升值放慢。

9月议息会议，鲍威尔延续此前鹰派表态，最新点阵图预示年底联邦基金利率升至4.4%，大幅下调今年经济预测至0.2%；明年人民币汇率走势将会有三种前景、两个前途，金融冲击或演绎为“金融+实体经济”冲击

首先要强调的是，美联储的宗旨自杰克逊霍尔会议以来没有变化。美联储会坚持加息直至抗通胀任务完成。

为了将通胀降至2%以下，我们需要：1) 经济增长低于趋势，2) 劳动力市场走软，从而供需平衡。因此，我们需要加息至紧缩性水平，并保持一段时间来观察。目前刚刚达到能称之为紧缩水平的下限，后续还有继续加息空间。

恢复价格稳定的同时达成软着陆非常具有挑战性。没有人知道加息是否会导致经济衰退，以及如果经济衰退，会有多严重。这将受多种因素（包括薪资增速、通胀预期和供给改善）影响。如果货币政策要紧缩更久（more restrictive for longer），软着陆的可能性也会降低。但是我们的宗旨降低通胀，不能恢复价格稳定意味着更大的痛苦。

• 美联储主席鲍威尔，9月21日议息决议

“许多与会者强调，在抑制通胀方面采取太少行动的成本超过了采取太多行动的成本。”会议纪要表示。许多官员强调，即使在劳动力市场放缓的情况下，仍将维持加息路径，有必要维持限制性利率水平“一段时间”。

“几位与会者指出，特别是在当前高度不确定的全球经济和金融环境下，注意收紧政策的步调，以减轻对经济前景产生重大不利影响的风险非常重要。”

• 9月份美联储议息会议纪要



Variable	Median <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
June projection	1.7	1.7	1.9		1.8
Unemployment rate	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
June projection	3.7	3.9	4.1		4.0
PCE inflation	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
June projection	5.2	2.6	2.2		2.0
Core PCE inflation <sup>4</sup>	4.5	3.1	2.3	2.1	
June projection	4.3	2.7	2.3		
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5
June projection	3.4	3.8	3.4		2.5

资料来源：美联储，中银证券

**第二阶段：美联储更加激进的加息并启动缩表。**随着美联储3月启动加息，而且开

始酝酿缩表，引发美国经济金融动荡，叠加其他因素的影响，导致中国出现阶段性资本外流，进入人民币有涨有跌、双向波动的阶段。这一次人民币汇率调整主要从4月底开始，4-5月份一次人民币快速调整，8月中旬以来人民币又一次调整，这两次调整让人民币从6.3调整到了整数位以下。未来我们继续有可能处于第二个场景或阶段，美联储继续紧缩的情况下中美负利差，给定其他条件不变，人民币仍然承压。

**第三阶段：美联储货币紧缩力度超预期。**未来有可能由于美联储紧缩过度刺破资产泡沫，引发经济衰退，进入第三个阶段，这时候全球衰退风险上升。美联储很可能在货币紧缩方面做得过多。最近国际货币基金组织纷纷下调了明年经济增长预测值，并直言现在还不是最坏的时候，明年可能会是衰退的一年。世界银行已经把明年全球经济增长预测值下调到1.9%，指出全球经济正在危险地逼近衰退。联合国贸发会也预警，明年全球经济将陷入长期的经济停滞，甚至可能引发比2008年危机时更为严重的经济衰退。考虑到这一次中国疫后经济复苏外需恢复快于内需，如果外需拐点出现，将会对中国稳增长带来更大的挑战，或让人民币承受更大的压力。预计明年美联储紧缩对中国的溢出影响，将会从金融冲击为主，演变为“金融+实体经济”双重冲击。

### 主要国际机构竞相下调经济增长预期，世界经济前景持续面临异常巨大的下行风险；如果中国能够保持经济合理增长，将支持人民币汇率稳定

10月11日，IMF预计2023年全球经济增速将进一步放缓至2.7%，且存在25%的可能性会降到2%以下。超过三分之一的全球经济将在今年或明年出现萎缩，而三个最大的经济体将继续处于增长停滞状态。简言之，最糟糕的时候还没有到来，对很多人来说，2023年从感受上将是衰退的一年。

世界银行9月15日发布的一项研究显示，全球多国央行同步加息以应对通胀，可能令世界经济陷入衰退，并给新兴市场和发展中经济体带来金融危机，造成持久伤害。10月13日，该机构已将2023年全球经济增长预期从6月预测的约3%下调至1.9%，全球经济正危险地逼近衰退。

10月3日，联合国贸易和发展会议（UNCTAD）发布报告警告称，任何认为能够依靠更高的利率降低价格而不会导致经济衰退的想法都是一种轻率的赌博。如果一些发达经济体不迅速调整其财政货币政策，全球将陷入长期的经济停滞，甚至可能引发比2008年危机时更为严重的经济衰退。

10月5日，WTO更新世界贸易展望指出，世界经济受到包括美国收紧货币政策、全球供应链重塑在内的多重冲击，全球贸易预计在今年下半年失去增长动能，明年增速将大幅下降。WTO将明年全球经济增长率下调1.0个百分点至2.3%，全球货物贸易量增速下调2.4个百分点至1.0%。

《世界经济展望》最新增速预测

(实际GDP, 年度同比变化)	预测值		
	2021	2022	2023
世界产出	6.0	3.2	2.7
发达经济体	5.2	2.4	1.9
美国	5.7	1.6	1.0
欧元区	5.2	3.1	0.5
德国	2.6	1.5	-0.3
法国	4.8	2.5	0.7
意大利	6.6	3.2	-0.2
西班牙	5.1	4.3	1.2
日本	1.7	1.7	1.6
英国	7.4	3.6	0.3
加拿大	4.5	3.3	1.5
其他发达经济体	5.3	2.8	2.3
新兴和中等收入经济体	6.6	3.7	3.7
亚洲新兴市场和发展中经济体	7.2	4.4	4.9
中国	8.1	3.2	4.4
印度	8.7	6.8	6.1
东盟五国	3.4	5.3	4.9
欧洲新兴市场和发展中经济体	6.8	0.0	0.6
俄罗斯	4.7	-3.4	-2.3
拉美和加勒比地区	6.9	3.5	1.7
巴西	4.6	2.8	1.0
墨西哥	4.8	2.1	1.2
中东和北非	4.5	5.0	3.6
沙特阿拉伯	3.2	7.6	3.7
撒哈拉以南非洲	4.7	3.6	3.7
尼日利亚	3.6	3.2	3.0
南非	4.9	2.1	1.1
东欧	4.9	2.1	1.1
新兴市场和中等收入经济体	6.8	3.6	3.6
低收入发展中国家	4.1	4.8	4.9

来源：IMF《世界经济展望》，2022年10月。  
注：2022年的预测和模型结果仅供参考。财年2021/2022从2021年4月开始，在2022年10月世界经济展望中，基于目前的年，印度2022年的经济增长预测值为6.9%，2023年为5.4%。

国际货币基金组织 IMF.org

资料来源：国际货币基金组织；中银证券

**第四阶段：美联储重回货币宽松。**明年如果发生了第三个情景，美联储大概率会重

回货币宽松，这时候如果中国能够继续保持经济复苏在全球的领先地位，就可能重现2009-2013年的情形，资本回流，人民币重新走强。

## 主要结论

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。

不同市场主体面临的汇率波动风险不尽相同，但总体上汇兑收益大于汇兑损失。外汇市场迄今保持了平稳运行，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。股汇双杀有相关性却非因果关系。同时，汇率波动也没有加大国内输入性通胀压力，不是国内货币政策的束缚。

汇率灵活性增加，有助于及时释放压力，避免预期积累，有助于发挥汇率吸收内外部冲击的“减震器”作用，增强货币政策自主性，减轻行政干预依赖，提振投资者信心。

经济稳金融稳，经济强货币强。当务之急，要更加高效统筹疫情防控和经济社会发展，抓紧落实一揽子稳增长的政策措施，加快释放政策效能，巩固经济恢复基础，增强经济发展后劲。各方要在加强宏观经济形势与跨境资本流动监测预警的基础上，做好情景分析、压力测试，拟定应对预案。

我个人认为人民币汇率明年是涨是跌，不取决于美元强弱，也不取决于中美利差，取决于中国经济基本面。经济稳金融稳，经济强货币强。所以，对中国来讲，要趁着二十大的春风，更加高效地统筹经济发展和疫情防控，抓紧落实一揽子稳增长政策措施，巩固经济恢复的基础，增强经济发展的后劲。鉴于明年内部外部都有很多不确定、不稳定的因素，无论是市场主体还是政府部门，都应该在加强经济形势和跨境资本流动监测预警基础上，做好情景分析压力测试，拟定应对预案，有备无患。

# 张斌：汇率新特征解读——让市场供求发挥更充分的作用

张斌 中国社科院世经政所副所长

以下观点整理自张斌在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 55 期）上的发言

## 一、人民币汇率变化新特征

2005 年 7 月 21 日人民币汇率形成机制改革以来，对人民币汇率的形成有三个要求：**以市场供求为基础，参考篮子货币，保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定。**基本稳定在现实中主要是人民币对美元的基本稳定。**市场供求、篮子货币和人民币对美元基本稳定这三者在实践中，有时候可能会有冲突。**比如人民币对一篮子货币保持稳定，这意味着人民币汇率不对市场供求做出反应。人民币对美元稳定，有时候也跟市场供求是矛盾的。三个目标相互之间有时是冲突的，存在一个取舍的问题。

人民币汇率变化现在最大的特征是**把市场供求放在了一个更突出的位置上，弱化了篮子货币和人民币对美元的稳定。**现在人民币汇率的变动更多反映市场供求的变化，这个判断背后的证据还是很清晰的。

**第一个证据是外汇储备。**过去为了维护人民币兑美元的汇率稳定，央行会通过买卖美元进行干预，从而带来外汇储备的变化，这在 2015 年、2016 年最为明显，外汇储备减少了接近 1 万亿。最近几年我们看到，**央行基本退出了外汇市场干预，外汇储备的变化很小且主要来自于估值效应和投资收益变化。**央行的领导在有些场合也表述过，央行现在基本上退出了外汇市场干预，不再大规模动用外汇储备在外汇市场上干预。

**第二个证据是最近人民币汇率的成交价和中间价之间的价格差距在拉开。**人民币汇率中间价是央行引导汇率价格变化的主要手段。8.11 汇率形成改革的主要精神就是淡化中间价管理，减少央行的引导，更多让市场供求决定人民币汇率。8.11 之后几

周折，中间价管理方式也经历了不断修订，目前来看中间价的影响正在回归 8.11 汇率形成改革的政策初衷，具体表现就是人民币汇率的成交价和中间价之间的价格差距可以拉开，这意味着中间价的影响在减弱，同时也从侧面证明央行不再用很大力度的市场干预确保中间价和市场价完全一致，给市场留下更大空间。

## 二、人民币汇率变化的影响

过去在市场供求、篮子货币、人民币汇率对美元基本稳定这三者中，我国强调市场供求，但更加看重人民币汇率的基本稳定，不希望人民币短期内升值或贬值太多，但这和市场供求力量在某些时间段形成了严重的冲突，这时候不得不大幅度干预外汇市场。干预造成了什么样的结果呢？市场希望人民币升值或者贬值，但是央行的干预减少了升值或贬值的幅度，市场不能充分出清，这样就形成人民币单边升值或贬值的预期。举个简单的例子，市场供求期望人民币升值 10%，但是央行的干预只让升值 1%，升值的压力得不到释放，就有单边的升值预期，贬值预期同理。从 2005 年汇改以来，到 2014 年期间除了金融危机和欧债危机，大部分是单边的升值预期，而 2015 年至 2017 年很多时候是单边的贬值预期。

最近几年，我国让市场供求发挥更主要的作用，外汇市场直接干预少了，单边升值预期和贬值预期减少，跨境资本流动也更平衡了，短期内没有那么多持续的单边资本流入或者资本流出。整个外汇市场上短期的资本流动相对比较平稳。由此可见，让市场供求发挥更充分的作用，汇率能够更多反映市场供求时，资本流动相对也变得更加平稳了。

汇率方面，我国汇率变化基本上反映了国内外相对经济基本面的变化，发挥了自动稳定器的作用。当经济基本面偏弱的时候，人民币贬值缓解经济下行的压力，对外需和经济景气程度形成更多的支撑。当经济相对强一点，特别是制造业和出口相对比较强的时候，人民币升值也起到平衡作用。这种市场化的机制不仅平衡了资本流动，帮助了短期的经济稳定，对贸易品部门、非贸易品部门之间的资源合理配置也起到了帮助。

更加市场化的人民币汇率形成机制带来了很大的好处。

### 三、针对人民币贬值的对策

#### 1、人民币汇率贬值背后的原因

这次的人民币贬值，我理解有三方面的原因。

第一，美元指数升值，中美利差扩大。

第二，国内经济景气程度预期偏弱。

第三，脱钩风险增加。

这三个因素中哪个是最重要决定性的？回答这个问题，我们得看过去的经验。比如我们看过去历史上中美利差扩大，美元在升值的时候，人民币既有资本流入升值的情况，也有贬值资本流出的情况，**不能断言中美利差扩大之后，人民币就一定会贬值。**2012-2014年，美元指数升值，但中国这时候有很大的资本流入和人民币升值压力；2015年-2017年，美元指数也有上升，上升幅度比较大，这时候人民币先是资本大幅度外流，到2017年以后又有流入；2017-2019年这段时间，美元指数保持在高位，中国短期资本既有流入也有流出。美国联邦基金利率在2014-2016年酝酿加息，这时候中国资本流出的压力非常大。美联储2016年、2017年开始加息，我们资本净流出的状况开始逆转，从一个大幅度的资本净流出到少量流出，再到流入。从这些经验来看，**中美利差和美元指数对我国资本流动和汇率有影响，但过去的经验表明这并不是决定性的。**

更加具有决定性的是国内的经济基本面。举一个典型例子，2015年-2016年我国面临大幅度资本流出的压力，但当中国的制造业、PMI开始好转的时候，资本流出便开始逆转。中国经济一旦向好，资本流出的形式马上就开始逆转，中国经济基本面变化决定了人民币汇率和资本流动的拐点。

中美脱钩的风险在市场上更多是情绪性影响，短期影响很突出，长期来看还不能够做出较好的判断。从过去历史上的证据来看，经济基本面是第一位的，这背后和外汇市场微观结构有关。到今天为止中国在短期资本流动中，最具决定性因素的不是金融投资者追求的利差，而是其他投资背后很多贸易商、进出口商的企业行为，而这种企业行为很大程度上和经营状况、资金需求、是否决定投资有关系，这很大程度取决于中国的经济基本面。

## 2、人民币汇率的政策建议

对汇率和资本流动背后原因有了认识之后，政策的指向也就比较明确了。如果不希望汇率严重失调，可以借鉴以下几点政策。

**第一，不要轻易干预外汇市场。**如果干预和市场方向不一致或干预不彻底，从而留下单边升值或贬值预期的话，会造成更大的困难。谨慎使用逆周期因子，即便用了也可以让中间价和实际交易价保持一个差距。当然不轻易干预并不代表完全不干预，如果认为市场上投机因素很多，波动幅度太大，就要非常坚决地干预。干预了就要给市场留下底线预期，否则就不要轻易干预。

**第二，稳定人民币汇率和资本流动最根本性支持是经济基本面，当前需要逆周期政策。**逆周期政策用得越充分，对经济景气程度提升越大，对人民币汇率将形成越强有力的支持。逆周期政策既包括积极的财政政策，也包括积极的货币政策。降息和汇率不矛盾，降息和扩大财政支出都能够有效地提高总需求，提升经济活力，对人民币汇率都是支持的。

**第三，进一步提升改革开放水平。**市场担心有脱钩的风险，我们的政府并不希望脱钩，我们要更进一步、更高水平的对外开放。在开放方面能够有更进一步的政策，强化国际投资者的信心，对汇率也会起到帮助。

## 徐高：强美元与强人民币的成因与前景展望

徐高 中银国际证券首席经济学家

以下观点整理自徐高在中国宏观经济论坛（CMF）宏观经济热点问题研讨会（第 55 期）上的发言

当前美元指数非常高，因此强美元的说法大家不会有什么疑问。但近期人民币对美元贬值很多，我为什么还会讲强人民币？这是因为虽然近期人民币对美元贬值不少，但人民币对一篮子货币还是相当强的。



上图中深色线给出了人民币对一篮子货币加权平均有效汇率的走势。目前，人民币对一篮子货币的汇率处在三十年来的高位。同时，美元指数也处在近十五年以来的高位。从长周期历史来看，现在无论人民币还是美元，这两种货币对一篮子货币的加权平均汇率都非常强，所以可以说是“双强”的美元和人民币。

### 一、美元汇率分析：走强原因及未来走势

美元走强主要是其国内货币政策紧缩所致。美国的货币紧缩则是因为国内需求过于

旺盛，从而带动国内通胀处在比较高的水平。目前美国需求性拉动通胀的特征非常明显。这里有两根线，一根是美国月度零售绝对水平指数（经过季节调整），浅色线是美国工业产出的绝对水平，也是季节调整的指数。

指数 (2019年1月=100, 季节调整)



目前，美国的工业产出绝对水平比比 2020 年新冠疫情暴发前已高出了大概 5%。换言之，美国现在并未遭受什么供给冲击。但是，**美国现在的需求过于旺盛，明显超出其供给能力**。目前，美国的零售绝对水平大概比疫情高出接近 30%。换言之，在过去两年多的时间里，即使把 2020 年第二季度的深坑考虑进去，美国这两年的零售也大概每年增长百分之十几。而在疫情之前，美国零售每年平均涨幅不到百分之五。可以看出，美国在疫情之后的需求扩张是反常的强烈。需求的过度扩张使得供需缺口放大，最后导致美国因为需求过剩，形成了通胀。所以，面对这种通胀，必须通过紧缩的货币政策降低通胀程度。当前美国货币政策的快速退出，带给金融市场极强的流动性收缩效应，从而带动美债收益率大幅上行。



上图的深色线是美国 10 年期国债收益率，浅色线是美联储长期国债持有量的季度变化。在浅色线向上时，就表明美国在实施量化宽松政策。在次贷危机暴发的 2008 年后到 2014 年，美国实施过三次量化宽松政策。在 2008 年至 2014 年间美联储扩表购买长期国债时，美国的国债收益率是上升的，退出时美国国债收益率是下降的。但从 2019 年新冠疫情暴发前到现在，美联储在增持国债的时候，国债收益率是下降的，退出时国债收益率是上升的。所以，**美国量化宽松（QE）操作方向与国债收益率变动方向的相关性，在新冠疫情暴发的前后是相反的。**这是因为在**疫情暴发前**，尤其 2008 年-2014 年这段时间，美国经济整体需求萎缩。所以，购买国债的 QE 政策的推出提振了市场的情绪和实体经济融资的需求。因此美联储购买国债时经济向好，实体经济融资需求上升，带动国债收益率上升；美联储减少国债购买时经济走弱，利率下降。用学术术语来说，就是这段时间更多表现出了货币宽松的费雪效应——**更多的货币带来更好的经济前景、更高的通胀预期和更高的名义利率。**

最近两年通过新冠疫情后大规模的货币刺激，尤其是通过货币政策与财政政策的结合，美国经济已经走出需求不足的状况，运行在了需求超过供给的过热状况。在这段时间，货币的宽松与收紧的速率都超过了实体经济货币需求变化的速率，从而使得美联储货币收放所产生的流动性效应成为了市场的主导性力量。**目前美联储的量化宽松操作与**

它的国债收益率变动的这种负相关性，表明现在主导市场的是美联储货币政策所带来流动性的紧缩，带动美债收益率和美元指数的上行。



从长周期的历史观察看，美国国债收益率与美国经济景气值正相关。从上图中可以看到，在新冠暴发之前，10年期国债收益率与美国制造业 PMI 正相关性比较明显。但是，现在在美联储紧缩货币的过程中会发现，这种之前的长期的正相关已经变成了负相关。经济景气 PMI 下行，但债券收益率大幅度下行。所以从美国经济景气度来看，现在美债这种高收益率非常反常。反常的原因是新冠疫情后史无前例的货币宽松，再加上最近这一年几十年未见的强劲的货币紧缩，极大的扰乱了市场。

下图为根据美国的股票和债券市场的相关数据，深色线是美国标普 500 指数的同比涨幅。浅色线是美国 10 年期国债收益率的同比升幅。



正常情况下，标普 500 涨幅与国债收益率涨幅正相关，股票价格上涨的时候，债券收益率上升，债券价格下跌。但最近一年标普显著下滑，国债收益率显著上升，**美国现在处在非常罕见的股债双杀的局面**。这数据再次表明，在美国因为需求过剩带动高通胀从而引发货币强力紧缩的过程中，货币紧缩所引发的流动性紧缩效应是现在市场主导性的因素。



美元指数代表了美元对几种主要货币的一种加权平均的汇率。最近几个季度，美元指数涨势很猛。美元指数当前这种陡峭的上升并不代表长期趋势，而是现在货币紧缩效应下所引发的市场反常状况。图中另外一根线是 ICE 期货交易所美元指数期货的非商业净多头持仓，大致可以理解为投机性交易者的多头减去空头。这个非商业净多头持仓指标是美元指数比较好的反向指标。当该指标到比较高的位置时，表明美元见顶概率比较大，比较低时表明美元见底的概率比较大。

从现在非商业净多头持仓看，美元应该接近顶部。根据当前市场种种反常状况来看，美元指数大概率已向上“超调”。因此目前美元指数应该接近顶部。但现在美国通胀仍处在比较高的水平，现在就说美联储会重回宽松还为时尚早。而且需要注意，货币紧缩的晚期，很可能带给市场很大痛苦。美国货币紧缩带来的冲击，到目前为止都不能说充分体现出来了，也不能说美元指数现在就已经见顶了。应该说，美元现指数现在大概率已经向上超调，但还难说短期顶部在哪里。

## 二、人民币汇率分析：既有贬值压力也有韧性



人民币对美元汇率很大程度上受到美中利差的影响，上图的利差数据是美国的 1 年期 LIBOR 利率减去中国 1 年期 SHIBOR 利率。这个利差数据显然领先人民币兑美元汇

率。过去长期人民币利率高于美元利率，美中利差是负值。现在美中利差已快速上升到正值，处在十几年来高位。从图中可以清楚看到，人民币对美元汇率的变化滞后于美中利差变化，美元利率快速上行是人民币对美元贬值的最主要原因。



而人民币兑美元汇率与美元指数之间的相关性也非常明显。上图中的深色线是美元兑人民币即期汇率，浅色线是美元指数，这两条线的相关性非常明显——美元涨的时候人民币兑美元跌，美元跌的时候人民币兑美元涨。现在的美元指数已显著超越 2020 年时的高点，但同时人民币对美元汇率却仅仅贬到 2020 年水平。从人民币兑美元汇率和美元指数的对比来看，近几个季度人民币兑美元的贬值幅度比较温和，体现出了人民币兑美元汇率的韧性。



所以，在分析人民币汇率时，现在真正的问题不是人民币为什么贬值了，而是人民币为什么只贬了这么一点？这应该主要央行调控干预所致。2015年“8.11”汇改后，人民币汇率已经**基本由市场决定**。一个非常重要的证据来自于抛补利率平价<sup>1</sup>的成立。抛补利率平价指的是远期汇率所隐含的本币未来贬值预期等于国内和国外的利差。图中浅色线是人民币不可交割远期汇率（NDF）隐含人民币对美元1年贬值预期，深色线是我国1年期SHIBOR利率减去美国1年期LIBOR利率。2015年前，这两根线有很大的背离，表明当时抛补利率平价关系不成立。但从2015年“8.11汇改”后到现在，这两根线走势非常吻合，表明抛补利率平价成立了。抛补利率平价成立对应的是市场决定性因素的发挥，所以当前人民币汇率的韧性更多是市场行为所致。



当前人民币汇率的韧性主要来自是我国民间的外汇资产负债状况的改善。上图的深色和浅色的实线分别代表了我国境内居民企业外汇存款和境内居民企业外汇贷款，一定程度上体现了我国居民外汇资产负债状况。图里的蓝色标出了2015年“811汇改”的时点。在那之前境内居民和企业外汇贷款是多于外汇存款的。这是因为2015年之前人民币长期单边对美元升值，升值过程中外币负债以人民币计价的价值会持续下降，所以大家更有动力积累外币负债。

而2015年“811汇改”完全改变了预期，人民币从之前的单边升值转向为贬值。在贬值过程中，外汇负债的人民币价值会越来越高。因此，持有外汇负债的居民和企业有动力把手中的人民币换成外汇来偿还外汇负债，从而催生了一种恶性循环——人民币贬值引发居民企业把人民币换成外汇来偿还外汇负债，而换汇行为进一步加大人民币贬值压力，使更多人着急换汇偿还外汇负债。但2015年汇改之后到现在，这一情况发生了显著的变化，居民企业外汇贷款的规模显著下降，同期居民企业外汇存款的规模持续上升。所以，现在居民企业在国内的外汇存款减去外汇贷款的净余额大概3000亿美金，民间外汇资产负债表的改善对人民币汇率形成了支撑，因为此时人民币对美元的贬值不太容易像2015年那样导致居民和企业因此去恐慌性换汇，这是外汇韧性的一个重要来源。

居民外汇资产负债状况改善的原因，一是新冠疫情暴发后出口向好，贸易顺差的扩张。二是来自于人民银行对外汇的不干预。

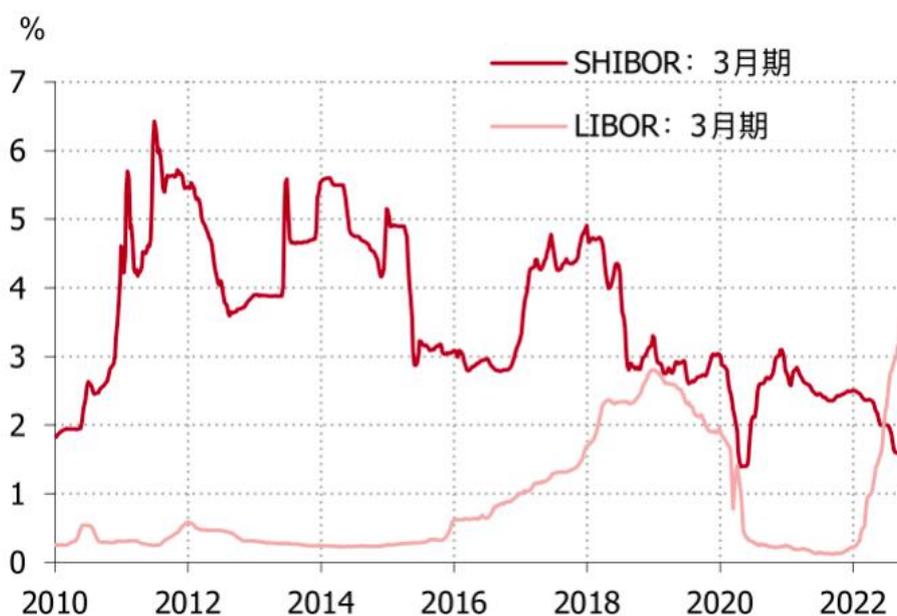


最近两年人民银行停止结汇，是人民币汇率有韧性的重要原因。上图中的深色线是人民银行结汇的月度数。从2017年开始到现在，这个指标接近于零。图中浅色线是商业银行代客结售汇顺差，即居民和企业到银行去把外汇换成人民币的顺差。新冠疫情暴发之后，这个顺差是很大的。过去，银行代客结售汇顺差与人民银行月度新增外汇资产几乎同步，也就是说，居民和企业到商业银行把外汇换成人民币，外汇到了商业银行手里马上就会被换给人民银行，从人民银行换取外汇占款。新冠疫情暴发后的这两年，尽管商业银行从居民和企业手里换来了不少的外汇，但并没有到人民银行去换成外汇占款。这使得我国外汇流向国外的速率大为减慢。

当外汇从商业银行换到人民银行手里变成外储的一部分后，人民银行就会通过外储投资把外汇投到海外去。所以，人民银行结汇是外汇资从国内流向国外的重要的管道。为什么2015年之前我国民间外汇资产负债状况较弱？这是因为这时我国虽然长期有贸易顺差，但贸易顺差带来外汇，通过“居民企业结汇——商业银行结汇——外储对外投资”的管道大量流向国外了。现在人民银行停止结汇，使得外汇流入国内后，再流向国

外的管道不那么顺畅。因此，民间的外汇资产负债状况就比以前健康很多。

从以上的逻辑来看，未来人民币汇率会贬值到什么时候为止？考虑到美国目前面临的通胀压力仍然不小，美国货币紧缩的措施还会进一步进行，美元应该在短期内还会保持强势。因此，人民币短期内继续存在贬值压力，但这种贬值是一种温和贬值，而且在美元走弱的时候，人民币汇率还会升回来。近期，人民银行又开始通过中间价来影响人民币汇率。这也会抑制人民币的贬值压力。



人民币汇率有韧性，但韧性不是无限的。决策者现在尤其会想避免预期转弱之后进入一种恐慌性的无序贬值状况。考虑到中国利率已经显著低于美国，利差带给人民币的贬值压力不能忽视。从这个意义上来说，人民币汇率已经给国内货币政策宽松带来了约束。



而从国内现在的状况看，也不应该在银行间市场降息。上图深色线是社会融资规模同比多增，反映了实体经济广义货币增长的状况；浅色线是银行间市场日均成交量同比变化，反映了银行间市场基础货币的多寡。现在这两条线的差值非常大，**表明现在国内货币传导路径阻塞非常严重**。一方面，人民银行已经在银行间市场投放了大量基础货币，银行间市场已经有流动性泛滥的倾向。另一方面，银行间市场的流动性向实体经济的传导阻塞，实体经济融资难。在其背后，最重要的原因是房地产市场疲弱，导致实体经济融资需求比较低。这种情况下，如果进一步增加银行间市场流动性，**稳增长的作用不大**，反而会增大金融资产价格泡沫的风险。**从稳汇率的角度来看，现在也不应该降息**。国内目前应该更多的放松融资向实体经济流动的渠道，尤其放松对房地产开发商融资的管制，这样才能抓住稳增长的主要矛盾，并有利于稳定汇率。



**把脉中国经济 传递中国声音**  
Taking Economic Pulse, Forecasting Economic Future

地址：北京市海淀区中关村大街59号 中国人民大学崇德楼西楼9层  
Add: 9th Floor, West Wing of Chongde Building,  
Renmin University of China, 59 Zhongguancun Street,  
Haidian District, Beijing, P.R.China

网站：<http://ier.ruc.edu.cn/>

微信公众号：

