



# 外汇市场叙事变化推动人民币 汇率由升转贬



去年下半年以来，人民币汇率呈现出明显的独立升值行情，美元兑人民币汇价由 7 月中旬的 6.5 一路降至今年 2 月末的 6.3，累计升值 3.2%，同期美元指数由 92 涨至 99，累计涨幅为 7.6%，由于人民币汇率在美元指数上涨的基础上不贬反升，相应人民币兑篮子货币更是升值明显，该时期 CFETS 人民币汇率指数累计上涨了 9%，即人民币汇率出现了罕见的“双脱钩”走势。（有关人民币汇率的“双脱钩”，参见《2021 年金融关键词：自主》）

今年 3 月份之后，人民币汇率“双脱钩”未能进一步延续，而是转入震荡微贬的行情，在 4 月 19 日突破 6.4 后，在岸人民币兑美元汇价(CNY)更是快速上升，4 月最终收盘于 6.5866，较年初累计贬值 3.2%，期间最高触及 6.65，较年初贬值了 4.2%；同期离岸人民币汇率（CNH）较年初最大贬值了 4.92%。从人民币兑美元汇价曲线形态来看，此次调整是 2012 年以来人民币汇率曲线陡峭程度最高的一次，即贬值速度最快的一次波动。针对人民币的快速贬值，4 月 25 日人民银行宣布自 5 月 15 日将金融机构外汇存款准备金由 9% 下调至 8%，此为历史上首次下调，显示人民币汇率的快速贬值已引起货币当局注意。

那么究竟是什么因素，不仅逆转了人民币汇率持续 8 个月的“双脱钩”强势，并将人民币汇率带入快速贬值的呢？

图 1：在岸人民币兑美元汇价（CNY）的波动情况（2012-2022）



1.经济下行压力增大。自2月下旬以来，疫情多点散发，尤其是上海疫情更是牵涉面巨大，相应加重了经济下行压力。针对奥密克戎强传播的现状，唯有更大力度与范围的防疫才能实现“动态清零”，由此对餐饮、物流、旅游、运输等服务行业造成严重影响，例如，4月份非制造业商业活动的PMI降至41.9%，较年初大幅下降了近10个百分点（2020年疫情暴发初期，该指数降幅为20个百分点）。

从吉林省一季度经济同比增速降至-7.9%的情况来看（增速较上年大幅下降近15个百分点），上海等地疫情对二季度的全国经济必将形成严重的拖累。最乐观估计，二季度全国GDP环比增速也将回落至0-0.4%，对应的同比增速为3.6%-4.1%，对应今年上半年经济增速将落在4.2%-4.5%，距离全年5.5%的预期目标大幅落后了1个百分点以上。与此同时今年前4个月，A股市场的各大股指均大幅下挫，不仅抹平了过去2年的涨幅，上证综指还一度跌破2900，更反映出市场对经济前景的悲观。

2. 内外利率政策分化。针对去年下半年经济运行面临不断加重的下行压力，人民银行已经开始通过降准、降息、再贷款和公开市场操作等多种政策工具将中国的货币金融条件维持在与经济运行相当的水平，同期海外众多经济体在持续上升通胀压力下，纷纷进入加息周期开始收紧政策环境，美联储更是频繁释放收紧信号来引导市场预期，进而带来内外利率环境的分化。

截至 4 月末，6 个月期至 10 年期的各期限中国国债收益率已经全面低于同期限的美国国债收益率，即中美利差整体出现倒挂，其中 2 年期中美利差倒挂幅度已扩大至近 50BPs，利差较年初大幅收窄近 200 BPs。伴随中外利差环境的逆转，境外投资者也开始减持中国债券的持有量，2 月份减持 669 亿元、3 月份减持了 982 亿元，股票市场也有同样情况。按照目前的情形来看，估计 4 月份跨境资金依然处于净流出局面，且不排除净流出规模进一步扩大，由此人民币汇率自然承受了贬值压力。

图 2：中美利差的变化情况

**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\\_41127](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_41127)

