汇率变奏背后的三个讨论

在今年 3 月份之前，人民币与美元曾出现持续 8 个月之久的脱钩行情，2021 年 6 月至 2022 年 2 月期间，虽然美元指数由 92 升至 99，但同期人民币汇率由 6.5 升值到 6.3。进入 3 月之后，人民币汇率节奏出现了明显的变化，逐渐由升值转为贬值，而美元指数则继续保持强势。4 月中旬之后，人民币就转入快速贬值的节奏，截至 5 月 10 日，人民币在岸汇率 CNY 最高触及 6.7411，较之前低点 6.3048，累计贬值了 6.5%；离岸汇率 CNH 最高触及 6.7760，较前期低点 6.3071，累计贬值了 6.9%，成为今年贬值幅度最大的新兴市场货币。

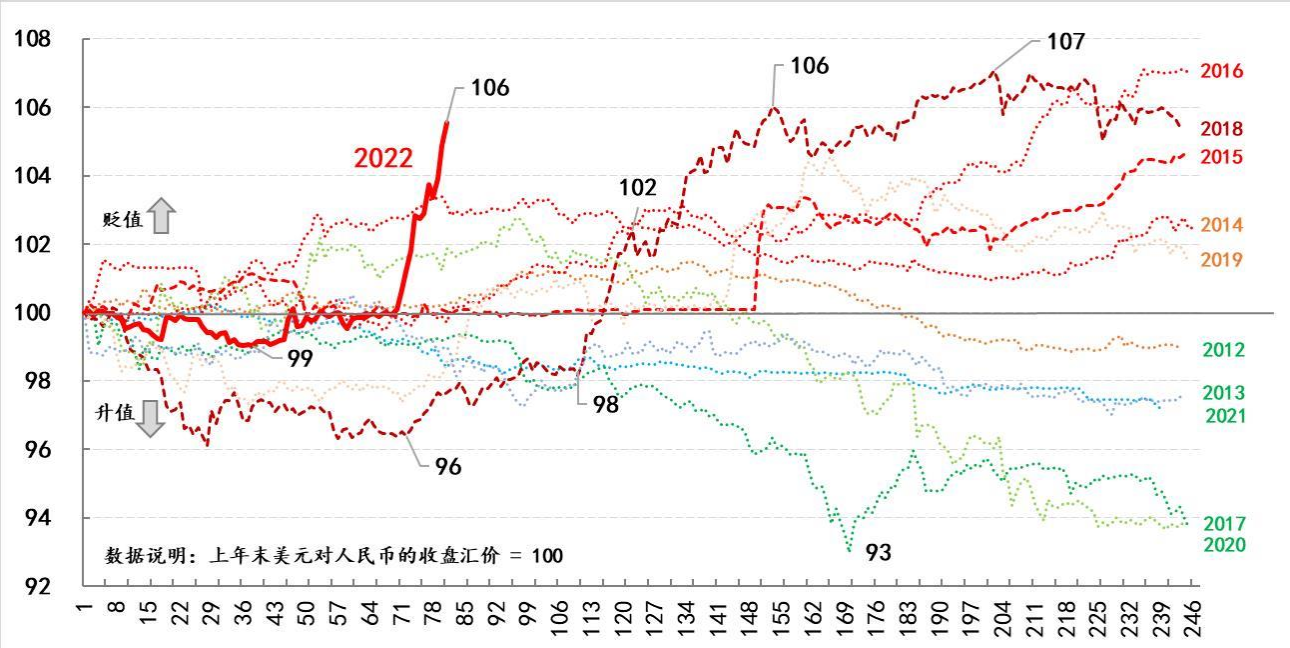
在外部方面，一是美联储政策转向后，中美利率环境发生逆转，以国债收益率为例，目前 2 年至 10 年期中美国债收益率已经全部倒挂，倒挂幅度已有 40BPs。二是乌克兰危机令地缘政治更趋复杂化，投资者的避险情绪大幅上升，并推动美元走强。

在内部方面，一是受“需求紧缩、供给冲击、预期减弱”影响，经济面临较大下行压力；二是疫情多点散发又给经济运行新添了下行风险，尤其是餐饮、交通、运输等行业面临较大困难，并已经对就业市场构成严重影响。

鉴于上诉四方面因素尚未发生拐点变化，故人民币汇率还将继续承压，对此市场和政策部门应该没有分歧。但是从人民币汇率的历史经验来看，往往贬值行情下，预期更容易发散，即贬值时的汇率曲线更为陡峭化，而这次曲线的陡峭化程度更为突出。

https://www.yunbaogao.cn

图 1：在岸人民币兑美元汇价（CNY）的波动情况（2012-2022）



数据来源：Wind

主因虽然清晰可循，但短短几个月，从脱钩行情到迅速贬值，这次汇率变化重点在节奏的飘忽上，对于现状和未来的预测，都成为市场的难题。

汇率作为一国经济、金融的重要表征，其变化本身就是重要的经济信号，美联储前主席保罗·沃克尔 1992 年在其与行天丰雄合著的《时运变迁》中，就曾说“任何货币的贬值，尤其是连续贬值，通常是发生状况的信号。”对于中国这样的经济大国而言，人民币作为“大国汇率”更有其特殊之处，例如在 1 月 18 日国新办举行的“2021 年金融统计数据新闻发布会”上，人民银行副行长刘国强就坦言“中国是大国，持续的单边升值或持续的单边贬值，在大国很难出现，在中国更不可能出现。”换而言之，一旦汇率贬值过快，货币当局一定会出手干预的，例如，4 月 25 日人民银行就宣布自 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。但即便如此，人民币汇率快速贬值态势并没有发生明显变化，4 月 19 日人民币汇率突破 6.4，在之后的 12 个交易日内，人民币贬值幅度就超过了 5%，这也就意味着，央行继续下调外汇存款准备金率以及动用其他宏观审慎工具来进行预期管理的概率已经大幅上升。

尤其是这次汇率的变化重点在节奏上，就类似本轮美联储加息周期，其政策实操节奏和预期管理都让市场越来越恍惚，由此带来的市场变化一定是“活久见”行情。针对本次人民币汇率的快速变奏，就有了以下三个方面的讨论：

1.汇率贬值虽可能有助于出口商获得价格优势，但同时也削弱了进口商的购买力，因此快速变奏究竟是改善贸易条件，还是恶化贸易条件，则评估后兼顾好，不然就会出现赔本赚吆喝。

2.理论上汇率贬值能够带来金融条件的放松，而当前经济下行确实也需要货币金融条件的放松，但是此举是有条件的，即市场预期不能过度发散。迄今，运用汇率贬值来放松货币金融条件，中国为数不多的实操，一

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_41710