



管涛：最近人民币汇率确实比较强，但没有渲染的那么强



意见领袖 | 管涛（中银证券全球首席经济学家）

今年是人民币汇率（以下如非特指，均指人民币对美元双边汇率）这波升值行情的第三个年头。前两个月，在中国降准降息齐出、俄乌局势升级的背景下，人民币汇率继续走强。人民币汇率未来走势存在变数，要加强监测分析。



新年以来人民币双边和多边汇率继续升值

到2月25日，人民币汇率中间价和收盘价分别较上年底上涨0.6%和0.9%，个别交易日离岸市场盘中交易价（CNH）一度升破6.31；万得人民币汇率预估指数上涨1.5%，也是不断刷新历史新高（见图1）。

图 1：人民币双边和多边汇率走势与 ICE 美元指数

(单位：元人民币/美元；2015 年 11 月 10 日=100；1973 年 3 月=100)



资料来源：中国外汇交易中心；WIND；中银证券

注：收盘价为境内银行间外汇市场下午四点半收盘价。

凭澜观涛

特别是 2 月 14 日（美国宣布关闭驻乌克兰使馆）以来，随着俄乌局势不断升级，人民币升值由在岸驱动转为离岸驱动，离岸人民币（CNH）相对在岸人民币汇率（CNY）持续在偏升值方向（见图 2）。关于欧洲避险资金入场的市场传闻不脛而走。到 2 月 25 日，洲际交易所（ICE）美元指数较 2 月 11 日上涨 0.5%。同期，人民币汇率中间价、收盘价分别上涨 0.5% 和 0.7%，万得人民币汇率预估指数上涨 1.3%（见图 1）。

图 2：境内外人民币汇率及其偏离（单位：元人民币/美元；BP）



资料来源：WIND；中银证券

注：CNH 相对 CNY 的偏离为正值代表偏升值方向，为负值代表偏贬值方向。

凭澜观涛

近来，关于“人民币汇率迭创新高”之类的市场分析或媒体报道屡见不鲜。给人民币升值“数板”成了一种乐趣，在“三重压力”之下更是一道独特的“风景线”。但是，面对世纪疫情冲击、百年变局演进，仍要保持清醒头脑、防微杜渐。

人民币升值的量价动能均趋于减弱

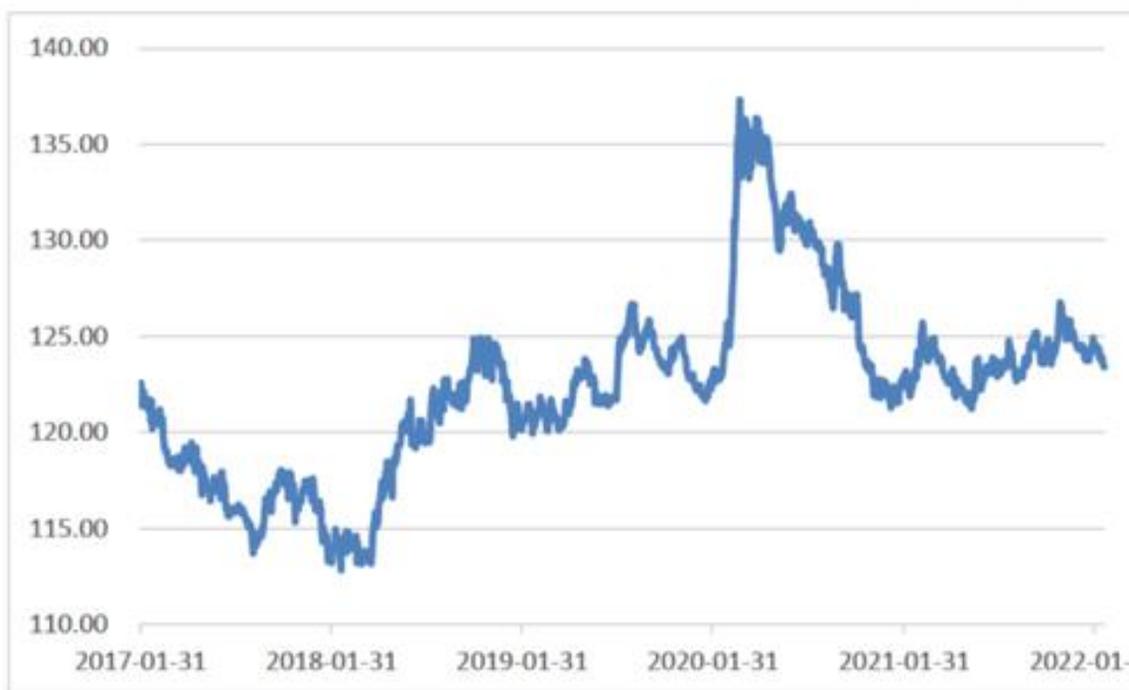
首先，与去年美元强、人民币更强不同，今年美元其实走得不强。由于市场对于发达经济体货币政策集体转向预期增强，美指呈现有涨有跌的高位震荡。到 2 月 25 日，美指最多较上年底涨了 1.3%，跌了 1.7%，累

计上涨 0.6%。1 月份，虽然月末美指收盘价环比上涨 0.7%，但全月均值为 95.94，较上月回落 0.3%；2 月份（到 25 日），美指较上月末下跌 0.1%，但全月均值为 95.97，与上月基本持平（见图 1）。

在此情形下，美指涨跌总体上与人民币汇率中间价恢复了此消彼长的“跷跷板”效应。如 1 月底，美元指数急涨，人民币汇率大幅回调，月末拉回与去年底基本持平的水平；2 月 23 日，人民币汇率交易价强势突破，部分受到盘间美指急跌的影响（见图 1）。

其实，今年美元不仅对人民币跌，对其他新兴经济体货币也在下跌。去年，美联储编制的新兴经济体名义美元指数上涨 1.9%。今年初至 2 月 18 日，该指数下跌 0.8%，同期美元对人民币汇率中间价和收盘价分别下跌 0.4%和 0.6%（见图 3）。显然，在这波新兴经济体货币对美元的补涨行情中，人民币虽然不弱但并不突出。

图 3：美联储编制的新兴经济体名义美元指数（单位：2006 年 1 月=100）



资料来源：美联储；WIND；中银证券

凭澜观涛

其次，不论从中间价还是收盘价、双边汇率还是多边汇率、累计涨幅还是最大涨幅看，均弱于去年同期。年初至 2 月 25 日，在期间美指最大跌幅高于上年同期的情况下，人民币的升值幅度均不如去年同期。尤其是去年 1 月份，携上年底千亿结售汇顺差之威，头两个交易日，收盘价和中间价就先后顺势升破 6.50。但今年头两个月，尽管去年 12 月份海关贸易进出口顺差近千亿，人民币汇率中间价、收盘价和交易价屡创新高，却均未升破 6.30（见表 1 和图 1）。

表 1: 2021 年和 2022 年初期人民币汇率走势对比 (单位: %)

	中间价		收盘价		万得人民币汇率预估指数		ICE 美元指数	
	累计涨幅	最大涨幅	累计涨幅	最大涨幅	累计涨幅	最大涨幅	累计涨幅	最大跌幅
2021 年初至 2 月 25 日	1.13%	1.33%	1.39%	1.58%	1.49%	2.06%	0.29%	-0.60%
2022 年初至 2 月 25 日	0.65%	0.81%	0.93%	0.93%	1.50%	0.84%	0.60%	-1.74%

资料来源: 中国外汇交易中心; 国家外汇管理局; WIND; 中银证券宏观观察

再次, 市场供求对人民币升值发挥了重要作用, 但外汇供求更加趋于平衡。1 月份, 银行即远期 (含期权) 结售汇顺差 (以下简称银行结售汇总差额) 149 亿美元, 同比和环比各下降了 66%。同期, 高频的银行间市场即期询价交易日均成交量环比下降 8%, 同比下降 15%, 早已预示当月外汇供求平衡趋于改善, 但银行结售汇总顺差下降如此之多仍有些超预期。2 月份 (截止 25 日), 日均成交量环比增长 5%, 同比下降 1% (见图 4)。

图 4：境内外汇供求关系（单位：亿美元）



资料来源：中国外汇交易中心；国家外汇管理局；WIND；中银证券

注：2021年2月份为截止2月25日数据。

凭澜观涛

外贸高景气与企业结汇潮对强势人民币的支持不及预期

市场从供求角度解读当前人民币强势，是贸易大顺差导致的外汇供大于求。不过，贸易大顺差不等于结售汇大顺差。今年1月份，银行代客货物贸易结售汇顺差352亿美元，环比下降15%；代客货物贸易涉外收付顺差191亿美元，环比下降16%。一季度缺口110亿美元，连续第一个日

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_38565

