



徐高：人民币汇率的压力与韧性



文/意见领袖专栏作家 徐高



2022年4月下旬，人民币对美元贬值压力明显上升。在美联储加息，以及美元走强的背景下，人民币对美元贬值并不让人意外。在分析接下来人民币汇率走势的时候，重要的问题不是人民币为什么对美元贬值了，而是人民币对美元为什么没有贬太多？

当前人民币汇率韧性的来源之一是我国民间国际资产负债状况的稳健。2015年“811汇改”之前，我国民间处在外债偏高的外汇资产负债错配之状况。而目前，我国民间外汇资产负债情况已经大为改善，从而增强了人民币汇率的稳定性，大大降低了人民币无序贬值的可能性。

近两年来人民银行停止结汇也给人民币汇率带来了支撑。在人民银行持续结汇的时候，人民银行拿到结汇所得的外汇之后，会通过下属的外汇

管理局将其投资到国际市场上，从而让这些外汇流出到海外。这种情况下，人民银行就像抽水机一样将国内民间的外汇抽取到国外，压低了民间外汇资产的持有量。最近两年，人民银行退出结汇售汇的行为阻塞了人民银行这个外汇流出的重要管道，让人民币汇率进入了更有韧性的新阶段。

展望未来几个月，人民币对美元汇率应该还是会走贬，但贬值过程应该温和而有序。由于人民币汇率已进入更有韧性的新阶段，不宜简单用过去的数量关系来预测未来。在美中利差收窄，人民币贬值压力抬头的当下，汇率是国内货币政策的紧约束。

2022年4月下旬，人民币对美元贬值压力明显上升。在2022年4月18日至22日这周的5个工作日内，人民币对美元累计贬值1.8%，创下了2010年以来的第三大单周贬值幅度——前两大单周贬值幅度分别出现在2015年8月11日“811汇改”的这周（贬值2.8%），以及2018年6月的最后一周（贬值1.9%）。（图表1）

图表 1. 在 2022 年 4 月 18-22 日这周，人民币对美元贬值 1.8%，创下 2010 年以来第三大单周贬值幅度



资料来源：万得，中银证券

徐高经济观察

1. 人民币为何贬得不多才是关键问题

事实上，在美联储加息，以及美元走强的背景下，人民币对美元贬值并不让人意外。在过去十年中，我国利率水平曾长期明显高于美国，美中利差（美国利率水平减去中国利率水平）长期为负。但随着今年美联储快速收紧货币政策，美国加息预期大幅提升，带动美国国内利率显著上扬。伦敦同业拆借利率（LIBOR）是全球银行间市场美元利率的常用指标。上

海银行间同业拆放利率 (SHIBOR) 则反映了国内金融市场的利率水平。以 1 年期 LIBOR 和 SHIBOR 的利差来计算的美中利差, 已经从 2022 年年初的 -2.1 个百分点, 显著上升到现在的 -0.1 个百分点。从历史经验来看, LIBOR 和 SHIBOR 利差的走势对人民币兑美元汇率有明显领先性——美中利差上升会给人民币带来贬值压力。(图表 2)

图表 2. 美中利差已显著上升, 带来人民币贬值压力



资料来源: 万得, 中银证券

徐高经济观察

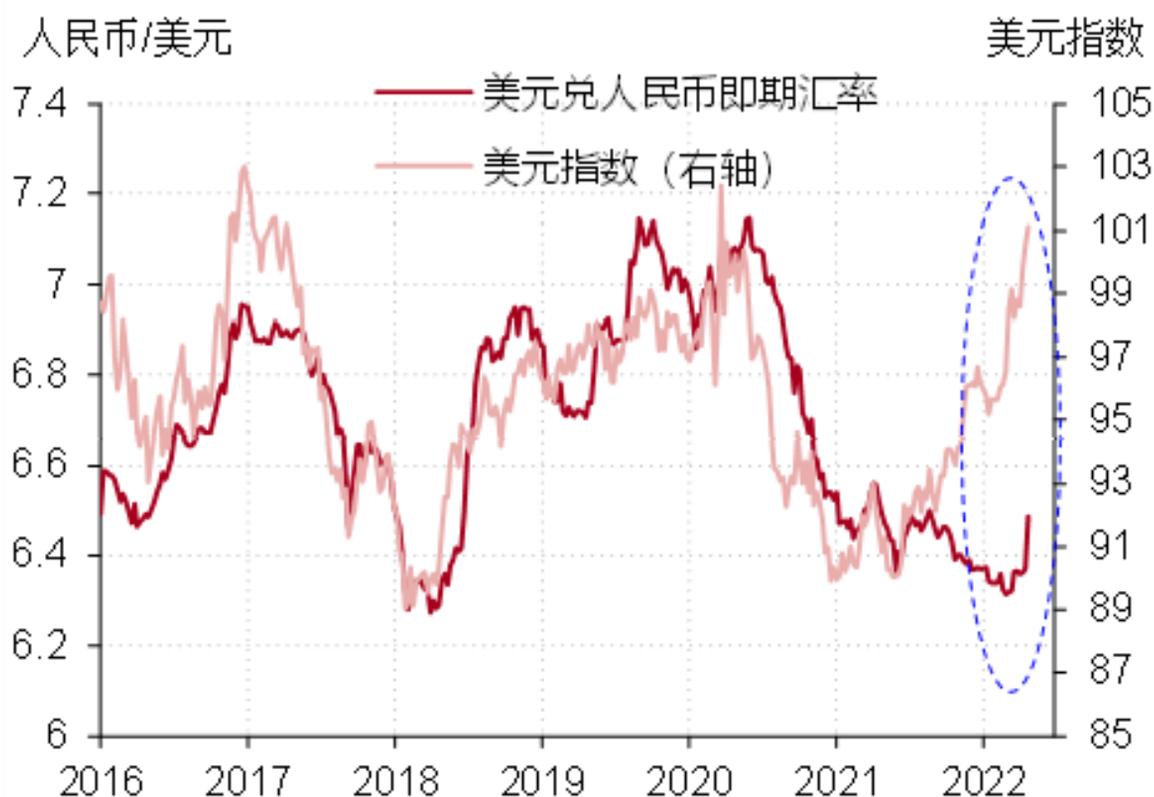
最近一年美元的走强也意味着人民币对美元会有更强贬值压力。美元指数是美元对包括欧元、日元和英镑在内的 6 种发达国家货币的加权平均

汇率，反映了美元的强弱。2021年6月以来，美元指数强劲上扬，美元对一篮子货币明显升值。目前，美元指数的绝对水平已接近了2020年3月的上一轮周期高点。

在2016年到2020年这段时间里，人民币兑美元汇率与美元指数之间显著负相关——美元指数上扬时人民币对美元贬值，美元指数下降时人民币对美元升值。这应该很容易理解：美元对一篮子货币升值的时候，当然也应该对人民币升值；反之，美元对一篮子货币贬值的时候也应该对人民币贬值。

但在最近3个季度，人民币兑美元汇率与美元指数走势显著背离。在2021年5月28日到2022年4月22日这段时间里，美元指数累计上涨12.3%，但同期人民币却仅对美元累计贬值1.9%——而且这贬值幅度几乎都发生在最近一周。如果过去几年美元指数与人民币汇率之间的相关数量关系仍然成立的话，人民币兑美元汇率应该在7左右，而不是现在的6.5附近。（图表3）

图表3. 美元指数与人民币兑美元汇率之间已经拉出了很大裂口



资料来源：万得，中银证券

徐高经济观察

因此，在分析接下来人民币汇率走势的时候，重要的问题不是人民币为什么对美元贬值了，而是人民币对美元为什么没有贬太多？换个问法就是，人民币汇率当前的韧性从何而来？如果过去这大半年人民币对美元的坚挺缺乏支撑，那就有理由怀疑人民币汇率会向长期趋势回归，未来人民币对美元可能会快速大幅贬值。而如果能够找到支撑过去大半年人民币汇率的韧性因素，就可以相信人民币汇率走势已经进入了一个更有韧性的新

阶段，接下来人民币对美元的贬值幅度会明显小于上一轮美元走强的时期。

2. “811 汇改”后的快速贬值局面难重现

当前人民币汇率韧性的来源之一是我国民间稳健的外汇资产负债状况。这种稳健性可以避免 2015 年“811 汇改”后人民币剧烈无序贬值情况的重演。在 2015 年 8 月 11 日，人民银行改革了人民币汇率机制，史称“811 汇改”。这次汇改之后，外汇市场预期失稳，国内居民和企业恐慌性地将人民币换成美元。在 2015 年 8 月到 2015 年 12 月这段时间里，我国外汇储备从 3.7 万亿美元下降到 3.4 万亿美元，形成了我国有史以来最大一轮的外汇储备流失【1】。

虽然“811 汇改”对市场预期确有扰动，但让人民币汇率失稳更为重要的原因是“811 汇改”前我国民间对外负债的高企。我国国际投资头寸表 (International Investment Position, 简称 IIP) 显示，我国对外资产负债状况一直健康【2】。我国对外净资产 (我国持有的外国资产减去我国对外负债) 常年高于 1.5 万亿美元。但要注意到，我国持有的外国资产中，有相当大部分是政府持有的储备资产 (包括外汇储备、黄金、在 IMF 的储

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_40862

