



汪涛：人民币汇率当前适度调整未必是坏事，稳增长政策需进一步加码



文/意见领袖专栏作家 汪涛



在刚刚过去的 4 月，俄乌冲突持续，美国酝酿开启激进加息模式，新冠疫情在国内多地出现反弹，我国经济下行压力加大。受多重因素影响，近期人民币对美元汇率和国内股票市场均出现较大波动。

4 月 29 日召开的中央政治局会议明确“疫情要防住、经济要稳住、发展要安全”，并作出一系列具体部署及时回应市场关切，对于维护信心、稳定预期具有重要意义。

近日，CF40 研究部邀请中国金融四十人论坛（CF40）特邀研究员、瑞银证券中国首席经济学家汪涛聚焦市场热点问题分享观点。

在她看来，近期人民币对美元汇率大幅急速波动主要受到美元指数强势拉升的影响。如果美元指数继续走强，随着更多市场主体开始对冲人民

币贬值风险，人民币可能继续面临阶段性走弱的压力。但人民币对 CFETS 一篮子货币的汇率并未出现明显下行，当前汇率回调属于正常的双边波动，不会制约国内货币政策执行。

“最近一年多以来人民币汇率累积了较大幅度的升值，已有一些高估，现在顺应市场适度调整，在一定意义上也可配合国内货币政策，有助于支撑出口和经济增速，未必是件坏事。” 汪涛表示。

对于接下来的政策发力取向，汪涛认为，近期国内疫情多发致使经济运行中出现一些超预期的突发因素，稳增长政策还需进一步加码，尤其是基建投资需要继续发力。

强美元带动人民币贬值

汇率不会制约货币政策

Q: 4 月 19 日以来，人民币兑美元汇率出现较快调整，波动浮动加大。在您看来，导致人民币汇率大幅急速波动的原因有哪些？

汪涛：人民币近期对美元大幅贬值，主要是受到了美元指数强势拉升的影响。

美国通胀居高不下，市场普遍预期美联储货币紧缩的步伐会更快、幅度会更大，美国国债收益率近期也大幅攀升，导致中美利差逐渐收窄甚至倒挂。前期支撑人民币汇率走高的重要因素之一是旺盛的出口结汇需求，但在美元强势升值的预期之下，出口商的结汇意愿出现下降。4 月下旬以

来，在日元快速贬值的推动下，美元指数再度飙升至 103 以上，创二十年来新高。

但需注意，此次人民币对美元汇率贬值的背景是，在此前一年多的时间中，人民币对 CFETS 一篮子货币的汇率持续处于强势升值状态。在本轮贬值之前，人民币对美元汇率走势相对稳定，2021 年初至 2022 年 4 月 18 日期间小幅升值 2.5%，但是人民币与美元两者均对很多其他货币升值，因此人民币对 CFETS 一篮子货币在同期大幅升值 12% 以上。

近期人民币对美元汇率贬值幅度较大，但人民币对一篮子货币的汇率并未出现明显下行，所以我们还需综合考虑，不能只观察人民币对美元汇率的变动情况。

Q：从目前美联储的紧缩节奏来看，中美利差有进一步倒挂空间，这将如何影响人民币汇率和我国资本流动？最近我国股市波动在多大程度上与中美利差收窄和汇率波动相关？

汪涛：整体来看，国内市场主要受国内经济形势和政策影响，受海外影响不大。这是因为在中国的债券市场和股票市场中，外资持有比重仍然较低，占比仅在 3%-4% 左右，而且股市近日并未出现大幅外资流出。债市因为国外利率上行，以及最近的人民币贬值预期，有一定的流出，可能会有部分外资调整资产配置以及出于对冲考虑做出一定调整，但这都是比较短期的行为。

从国内市场来看，目前国内疫情反复多发，一些突发因素超出预期，经济运行面临下行压力，市场信心因此受到一定影响，我认为最近的市场波动与此关系更大。

Q：3 月中旬至今，人民币对美元汇率的贬值预期似乎逐渐增强，您认为人民币会否开启贬值周期？

汪涛：目前人民币对 CFETS 一篮子货币的汇率仍然高于年初水平，再往前看，目前水平比 2021 年初时期升值 11% 以上，比 2019 年底、2020 年初时期升值 15%-16%。假设其他汇率保持不变，人民币对美元贬至 6.9 水平仅会带动 CFETS 人民币汇率指数回到 100.4，即 2021 年的平均水平。因此，当前汇率出现一轮回调，应该说属于人民币汇率正常的双边波动。

2020 年疫情之后中国经济率先复苏，出口走强使得经常账户顺差维持在较高水平，国债收益率高于其他国家，这三大因素支撑人民币自 2020 年下半年开始持续走强。而自 2021 年底开始，中国经济面临明显下行压力，此前支撑人民币汇率的基本面因素在近期走弱。至于人民币对美元汇率会不会开启新一轮贬值周期，阶段性来看，如果美元指数继续走强，随着更多市场主体开始对冲人民币贬值风险，人民币可能面临进一步走弱的压力，但贬值会否持续还需观察美元对其它货币的汇率波动，比如日元对美元汇率已经跌至 20 年新低，其继续贬值推动美元指数上升的空间已经不大。

接下来要看中美两国经济形势对于市场信心的影响。如果国内疫情形

势缓和、经济稳定向好，而美国经济因美联储紧缩政策受到影响，那么国际国内投资者对于中国市场的信心就会逐渐恢复，人民币汇率也将保持在一个相对稳定的水平，不会出现持续单边贬值。

总的来说，我们预计未来几个月内人民币对美元汇率进一步走弱，甚至可能在年中突破“7”这个关口，而展望下半年，随着经济增长企稳反弹，市场信心逐渐恢复，人民币年底或将重新回到7以内。我们预测在2023年，美元对其他主要货币走弱、中国经济进一步复苏，因此人民币或小幅升值至6.7。

Q：汇率波动会对国内货币政策构成制约吗？

汪涛：我国货币政策一直坚持“以我为主”，主要服务于国内宏观经济形势。当前国内经济面临下行压力，所以货币政策取向应为稳健中略有放松，这与美联储的方向是相反的。

同时，国内并未出现很高通胀，无需过度担心人民币贬值对通胀的影响。尽管汇率贬值会给PPI带来上行压力，但由于食品价格处于低位、且终端需求乏力导致PPI向CPI传导温和，CPI应能继续保持温和。我们预计CPI在今年下半年回升，但是全年平均2.4%。

另一方面，最近一年多以来人民币汇率累积了较大幅度的升值，其实已有一些高估，现在顺应市场适度调整，在一定意义上也可配合国内的货币政策，未必是件坏事——人民币略有贬值其实与货币政策放松是一个方

向的，二者能够从外需、内需两方面提升总需求水平，从而进一步提振经济。所以我认为目前的汇率波动不会制约货币政策执行。

4 月疫情冲击影响显著

稳增长政策将继续加码

Q：如何评估 4 月疫情冲击对国内经济的影响？

汪涛：4 月份的疫情冲击对于国内经济的影响是比较显著的：

疫情冲击下，4 月统计局和财新 PMI 生产指数均大幅下滑，表明工业生产动能大幅走弱。4 月唐山钢厂高炉开工率季节性反弹至 53%，高于去年同期 5 个百分点。全国平均电弧炉开工率 65%，较去年同期低 7 个百分点。4 月前 20 天粗钢生产同比跌幅收窄至 5%。由于物流和供应链的显著扰动，疫情对 4 月工业生产的冲击显著大于 3 月，4 月整车货运流量指数同比下降 27%。

4 月前 4 周乘用车零售大幅同比下跌 39%（3 月同比跌幅 15%），同时乘用车批发销售量同比下跌 50%。4 月十大城市地铁日均客运量下滑 45%。

房地产方面，高频数据显示，尽管近期政策调整，但由于新冠疫情冲击和市场情绪低迷，4 月 30 个主要城市的房地产销售额进一步同比下降了 54%（3 月同比下降 47%）。4 月土地市场也较为低迷，100 个大中城市的平均成交土地溢价率保持在 2-3% 的低位，土地成交量同比下降了 32%（此

前为同比下降 38%)。

我们预计，得益于显性财政资金支持和部分公共项目提前开工，4 月基建投资同比增速可能进一步反弹 12%-15%。一季度地方政府专项债新发行 1.3 万亿元，4 月进一步发行 1000 亿元。最近中央也重申将继续支持基建投资。预计制造业投资同比增速可能进一步放缓至 5% 左右。考虑到房地产投资同比下跌，我们预计 4 月整体固定资产投资同比增速可能从 3 月的 7.1% 放缓至 3.5% 左右，年初至今同比增长 7.2%。

出口方面，5 月 9 日海关总署发布的最新数据显示，4 月份中国出口 2736.2 亿美元，同比增速较 3 月下降 10.8 个百分点至 3.9%。这是因为防疫限制对物流、运输和生产的扰动在 4 月远甚于 3 月，拖累了 4 月份的贸易数据。此外，无论是整体增速还是进口增速、出口增速，今年前 4 个月的数据都较一季度有所下滑；4 月统计局 PMI 中新出口订单指数大幅下降，同时 3-4 月发达经济体平均 PMI 也有所走弱。4 月的前 20 天八大主要港口集装箱吞吐量同比增速下降至 0，而 3 月同比增长 6%。4 月上海港日均集装箱吞吐量同比下跌 19% 左右，跌幅小于预期的主要原因是上海港集装

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_41408

