



张明：不必担心人民币对美元短期大幅贬值



意见领袖 | 张明 陈胤默

近期，在美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔会议上的强硬表态影响下，美元指数攀升至 109 的 20 年新高。无论欧元对美元汇率还是日元对美元汇率均跌至 20 年来的新低。尤其是欧元对美元汇率跌破 1 比 1 平价，引发市场高度关注。最近，人民币对美元汇率再度快速贬值至 6.9 附近，市场开始热议今年年内人民币对美元汇率是否会跌破 7.0 大关。



2021 年年底至 2022 年 9 月 2 日，人民币对美元汇率中间价从 6.3757 贬至 6.8917，总体贬值了 8.1%。事实上，2022 年年初至今，人民币对美元汇率走势呈现出“盘整—急贬—盘整—急贬”的特征。年内人民币对美元汇率发生两次急贬。第一次急贬是 4 月 20 日至 5 月 13 日，人民币对美元汇率中间价贬值了 6.1%；第二次急贬是 8 月 15 日至 9 月 2 日，人民币

对美元汇率中间价贬值了 2.2%。

笔者认为, 2022 年人民币对美元贬值的最重要原因是中美长期利差的迅速拉大。当前, 美国经济增速非常强劲 (显著高于潜在增速), 而中国经济增速较为疲弱 (显著低于潜在增速)。在此背景下, 美联储实施了加速从紧的货币政策, 例如从缩减量宽规模到连续加息再到加快缩表; 而中国央行实施了较为宽松的货币政策, 例如今年以来的降准与多次降息。两国货币政策的差异造成了两国长期利率的反向变动, 也即美国 10 年期国债收益率显著上升, 而中国 10 年期国债收益率显著下降。今年 4 月份, 中美长期利差开始倒挂。到目前为止, 美国 10 年期国债收益率比中国 10 年期国债收益率高 40~50 个基点。中美利差倒挂并不断扩大, 会引发跨境资本从中国到美国的流动, 从而压低人民币对美元汇率。

从短期来看, 美国的通货膨胀率仍将处于高位, 这将倒逼美联储继续实施加息缩表, 中国疲软的经济增速仍然需要财政货币政策进一步发力, 中国央行存在继续降息的可能性, 这意味着人民币对美元汇率短期内仍将面临较大贬值压力。在 2022 年年内, 人民币对美元汇率跌破 7.0 的概率较大。

7.0 虽然是重要的整数关口, 但对国内外投资者的重要性并没有想象中那么强。一方面, 2015 年 811 汇改之后, 我们曾经数次跌破 7.0, 并没有引发人民币对美元汇率的大幅贬值。另一方面, 中国央行防范本币汇率大幅贬值的工具箱依然工具多样、弹药充足, 例如外汇存款准备金、远期

售汇准备金、外汇层面的宏观审慎管理、资本流动管理、逆周期因子等。

2017 年，中国央行首创了逆周期因子这一新的政策工具。在外汇市场存在较大贬值压力时，逆周期因子是中国央行对冲市场情绪顺周期波动（也即所谓非理性羊群效应）的重要工具。笔者最新的测算表明，在 2022 年人民币汇率两次急贬期间，中国央行事实上已经启用逆周期因子。

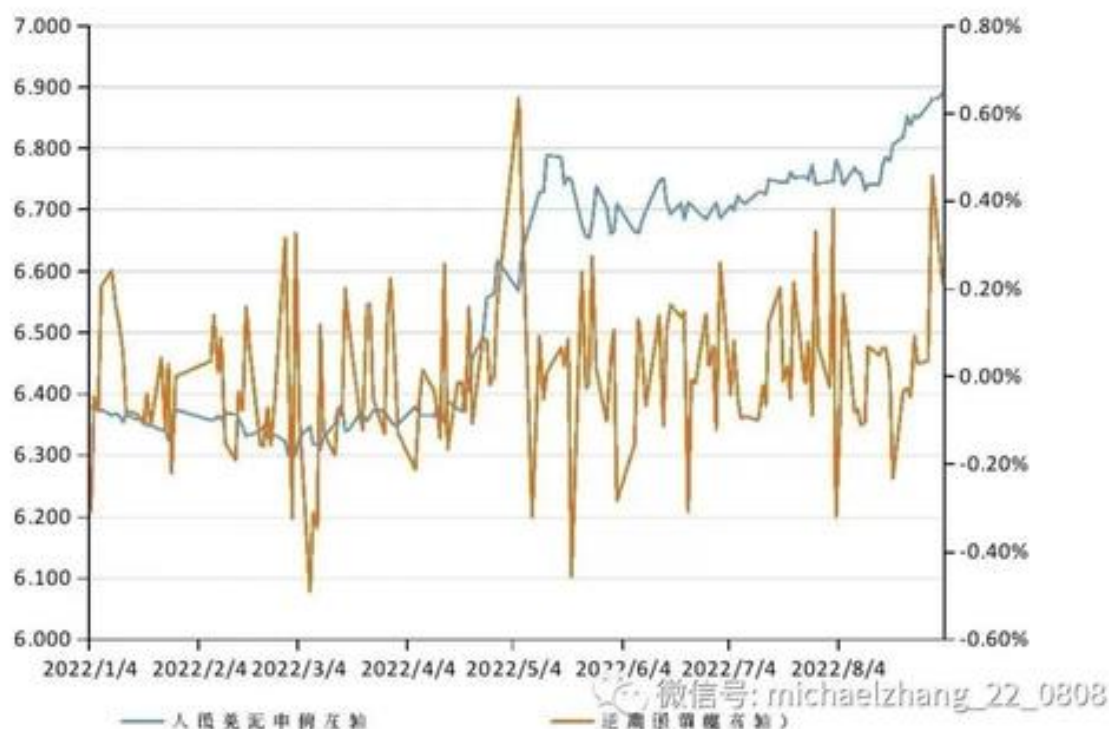
根据中国央行在货币政策执行报告中关于逆周期因子计算的表述：

“在计算逆周期因子时，可先从上一日收盘价较中间价的波幅中剔除篮子货币变动的影响，由此得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到逆周期因子”。基于这一表述，笔者采用间接法，按“当日中间价=上一日收盘价+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”公式，先根据 2022 年新版 CFETS 人民币汇率指数货币篮子权重，计算一篮子货币汇率变化，再根据当日中间价和上一日收盘价倒算出逆周期因子。

如图 1 所示，在今年人民币对美元汇率两次急贬期间，中国央行有选择地在重要时间节点启用了逆周期因子，但持续时间非常短暂。

如表 1 所示，在人民币汇率第一次急贬期间，5 月 5 日和 6 日，中国央行采用逆周期因子调升人民币对美元汇率中间价的幅度分别为 0.64%和 0.39%。这一时期启用逆周期因子的背景为，美东时间 5 月 4 日，美联储宣布加息 50 个基点，这是自 2000 年以来单次最大规模的加息。5 月 5 日，美国 10 年期国债收益率上涨至 3.05%的高点，中美利差倒挂至 22 个基点，人民币汇率面临较大贬值压力。

图1 人民币汇率走势与逆周期因子调节分析图



注：数据来源于Wind数据库和www.investing.com，逆周期因子调节幅度为笔者手工计算获得。

表1 逆周期因子启用时间和调升幅度

人民币兑美元汇率		逆周期因子	
贬值期间	贬值幅度	启用时间	调升幅度
2022年4月20日至5月13日	-6.10%	2022年5月5日	0.64%
		2022年5月6日	0.39%
2022年8月15日至9月2日	-2.20%	2022年8月30日	0.46%
		2022年9月1日	0.29%
		2022年9月2日	0.22%

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_45840

