



管涛：当前人民币汇率调整 需要担心吗？



意见领袖 | 管涛

自3月初人民币对美元汇率冲高回落以来，至今经历了两轮较快的调整。第一轮是4月20日~5月16日，人民币一路跌破6.40至6.70的关口，16个交易日，累计下跌6%稍强；第二轮是8月15日~9月2日，15个交易日，累计下跌2%稍强。现在，人民币离整数关口又近在咫尺。关口之前，对于外汇形势失控的担忧又日渐增多。本文拟对此进行探讨。

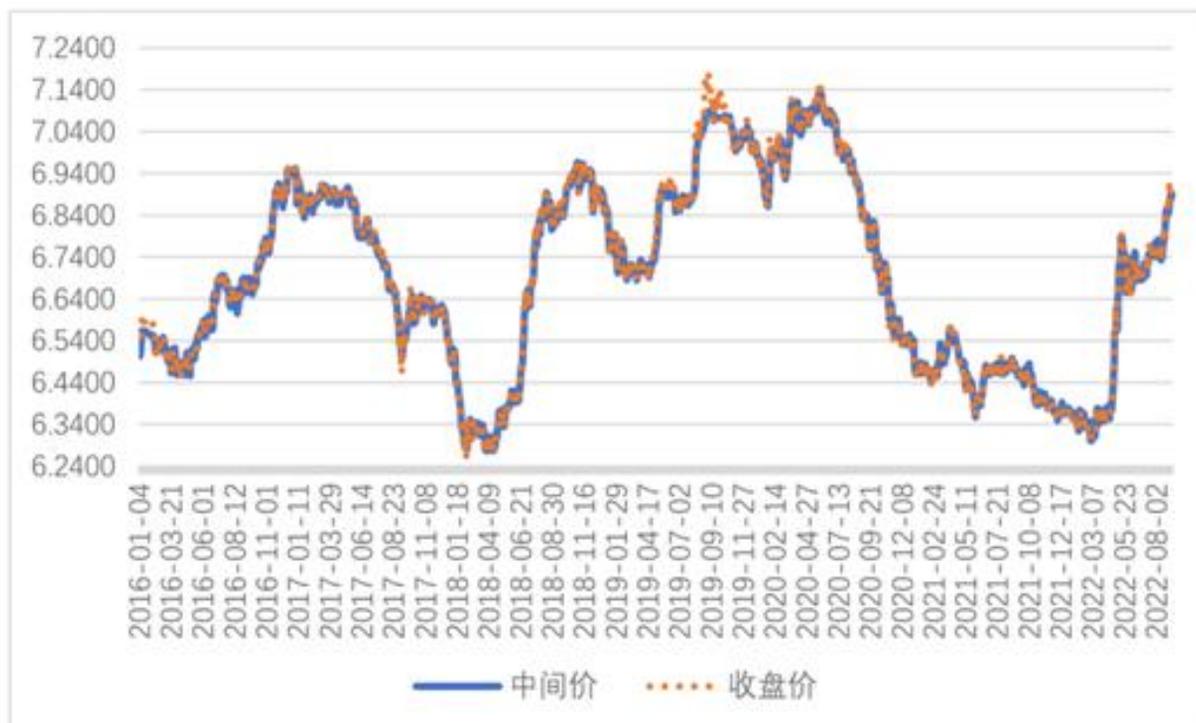


早在四年前就发生过类似的调整行情

当时，经历了2015年“8·11”汇改初期的高烈度冲击后，人民币汇率于2017年止跌回升。当年，人民币不仅没有破“7”反而升值6%以上，外汇储备也没有破3万亿美元，反而增加1294亿美元。2018年初，人民币延续升值走势，一季度又涨了近4%，升破6.30比1。但4月份以后，

随着美元指数反弹和经贸摩擦升级,人民币震荡下跌,到10月底跌破6.90,七个月累计下跌近10% (见图1)。

图1: 境内人民币汇率走势 (单位: 元人民币/美元)



资料来源: 中国外汇交易中心; WIND; 中银证券

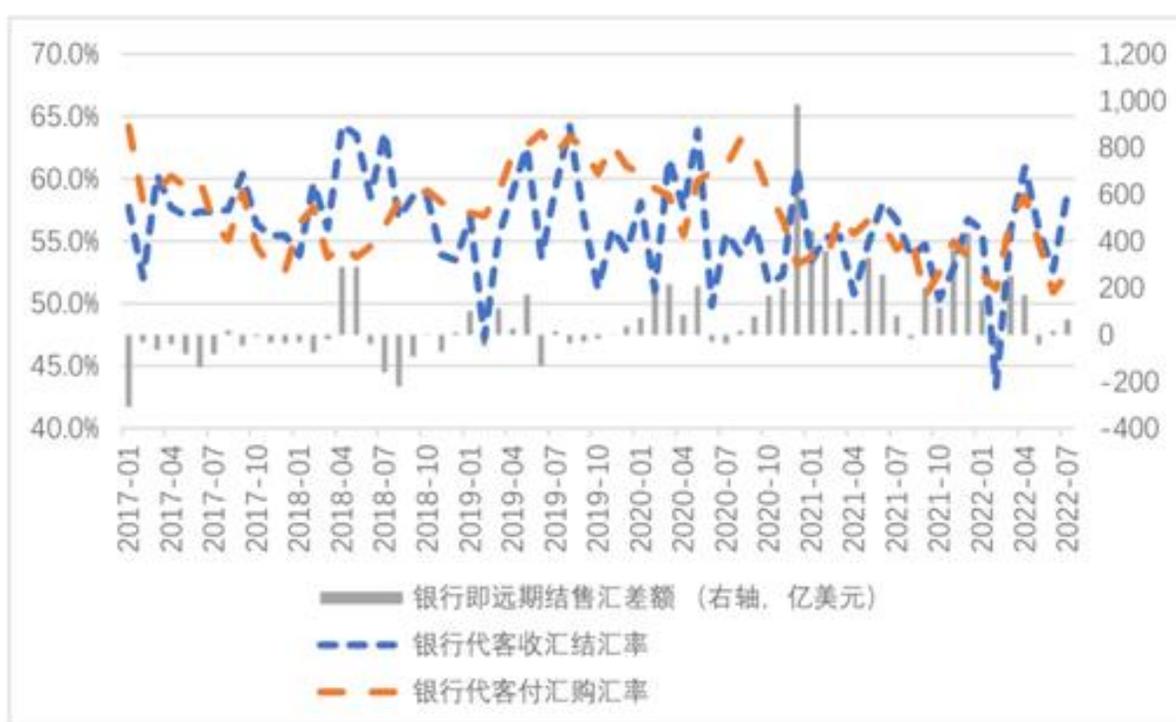
莞澜观涛

今年3月份以来,人民币汇率从6.30一路震荡走低,到9月2日跌破6.90,六个月累计下跌近9%,跌幅与2018年那次大体相当(见图1)。当然,这波调整不能说已经结束,但至少可以说明,类似的调整,市场早已经遭遇过。“太阳底下没有新鲜事儿”。2018年那波调整过程中的外汇市场表现,对今天有一定参考价值。

从银行即远期(含期权)结售汇差额(下称“银行结售汇差额”)看,2017年虽然人民币汇率大幅反弹,但除8月份有少量顺差外,其他月份均

为逆差，全年逆差 851 亿美元。所以，当年人民币升值与外汇供求无关。2018 年一季度人民币继续升值，当季各月结售汇依然逆差。反倒是 4、5 月份，人民币重新走低之初，连续两个月两三百亿美元顺差，6~9 月份均为逆差，10 月份又转为顺差。4~10 月份，累计顺差 70 亿美元（见图 1 和图 2）。

图 2：市场结售汇意愿与境内外汇供求状况（单位：%；亿美元）



数据来源：国家外汇管理局；WIND；中银证券

注：市场结售汇意愿剔除了远期结售汇履约。

凭澜观涛

这主要是因为经历了持续一年多的人民币汇率反弹后，市场被压抑的结汇需求在人民币回调之初迅速释放。2018 年 4、5 月份，人民币从 6.20 跌至 6.40 时代，不含远期履约的银行代客收汇结汇率均值为 63.9%，较

2017年1月~2018年3月（升值期间）均值跳升7.0个百分点；付汇购汇率为54.2%，下降3.0个百分点。2018年6~10月份，人民币进一步从6.40跌入6.90时代，银行代客收汇结汇率均值回落至59.2%，仍高于前期升值期间均值2.3个百分点；付汇购汇率回升至57.3%，与前期均值基本持平（见图1和图2）。

今年外汇市场表现与2018年类似。3、4月份，人民币从6.30跌至6.50时代，银行结售汇连续两个月较大顺差，顺差合计423亿美元，同比增长1.41倍，前两个月合计顺差84亿美元，同比下降89.5%。同期，银行代客收汇结汇率均值为58.4%，较2020年6月~2022年2月（升值期间）均值跳升4.5个百分点；付汇购汇率为57.7%，下降2.2个百分点（见图1和图2）。

5~7月份，人民币汇率继续走弱，从6.50进入6.70时代，银行结售汇除5月份40亿美元少量逆差外，6、7月份继续顺差，3个月累计顺差42亿美元，仍属于基本平衡、略有盈余。同期，银行代客收汇结汇率均值回落至55.8%，仍高于前期升值期间均值1.9个百分点；付汇购汇率回落至52.7%，较前期均值低3.1个百分点（见图1和图2）。这显示市场主体趋于理性，“低买高卖”的杠杆调节作用正常发挥。

值得指出的是，2018年11月至2022年7月的45个月期间，银行结售汇逆差的月份有11个，其中仅有2019年6月逆差过百亿，达到133亿美元，其他逆差月份规模均为两位数。特别是人民币破“7”的2019年

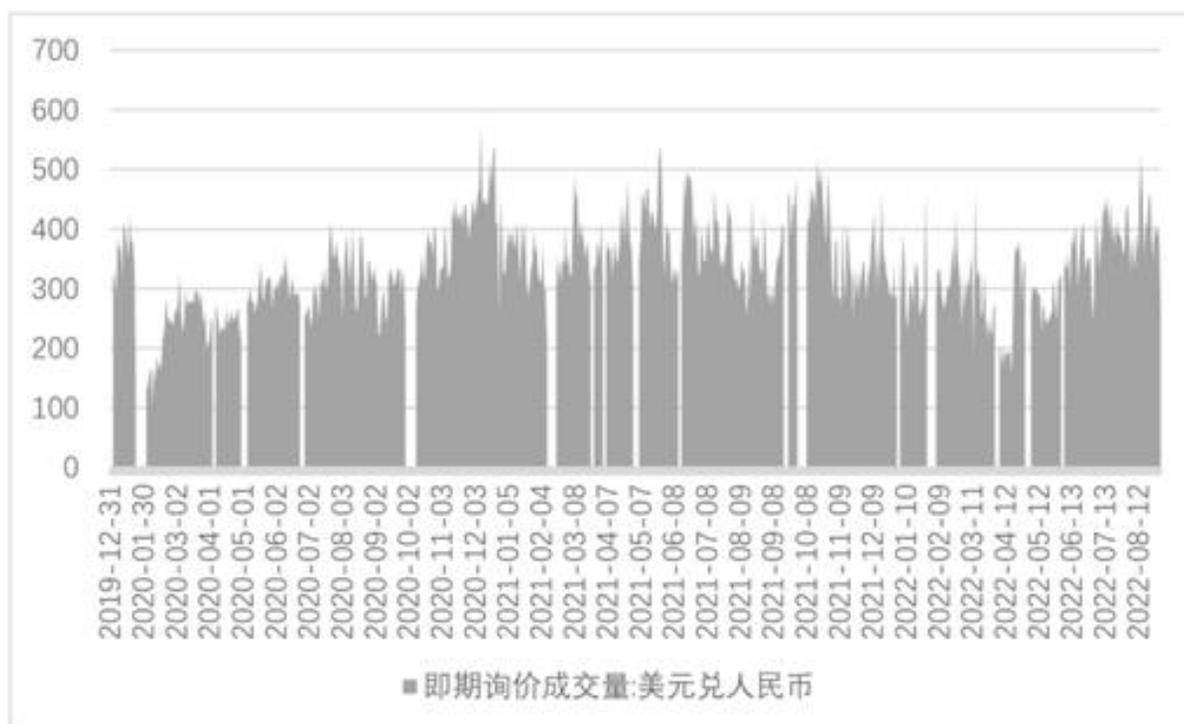
8~12 月份和 2020 年 2~7 月份的 11 个月中，有 5 个月份为结售汇逆差，平均逆差 29 亿美元，其他 6 个月份均为顺差，平均顺差 103 亿美元。其中，2020 年 5 月，人民币跌破 7.10，跌至十二年来新低，当月录得结售汇顺差 208 亿美元（见图 1 和图 2）。

最近这波汇率调整的市场冲击或小于 4、5 月份

今年 3 月份以来的两波人民币汇率快速调整行情中，虽然最近这轮调整又跌到整数关口附近，但累计跌幅远小于 4 月底 5 月上中旬那波。同时，从以下几点看，与上次快速调整时期相比，这波调整造成的市场冲击可能更为有限：

一是汇率波动性提高往往会伴随着外汇市场交投趋于活跃，但这一次外汇成交放量没有上次明显。8 月 15 日~9 月 2 日，境内银行间外汇市场日均即期询价交易成交量 406 亿美元，较 8 月 1 日~12 日日均仅增长 7.3%，而 4 月 20 日~5 月 16 日日均较 4 月 1 日~19 日增长 57.5%（见图 3）。

图 3：境内银行间外汇市场每日即期询价成交量（单位：亿美元）



资料来源：中国外汇交易中心；WIND；中银证券

凭澜观涛

二是人民币急跌过程中均伴随着贬值预期上升，但这次市场预期的稳定性比上次增强。8月15日~9月2日，1年期无本金交割远期（NDF）隐含的人民币汇率贬值预期日均为0.70%，8月1日~12日日均为0.35%，而4月20日~5月16日日均1.11%，4月1日~19日为0.42%（见图4）。需要指出的是，由于中美货币政策分化加大、中美利差倒挂幅度加深，目前不论交割还是不可交割的远期人民币对美元汇率相对即期汇率升值，但这不等于人民币升值预期，而是因为按照利率平价，远期美元对人民币应该贴水。尤其在NDF市场上，由于1年期人民币美元负利差较深，尽管市场依然存在贬值预期，但尚未完全抵消负利差带来的远期人民币汇率升值。

图 4: 1 年期 NDF 及其隐含的人民币汇率预期 (单位: 元人民币/美元; %)



数据来源: 中国外汇交易中心; ICAP; WIND; 中银证券

注: 汇率预期为正值代表人民币升值, 为负值代表人民币贬值。

三是当前人民币汇率回调主要是离岸市场驱动, 反映为 CNH 相对 CNY 持续在偏贬值方向, 急跌期间差价进一步扩大, 但这次境内外汇率差价较上次趋于收敛。8月15日~9月2日, CNH 相对 CNY 日均偏离+158BP, 8月1日~12日为+58BP; 4月20日~5月16日, 日均偏离+300BP, 4

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_45872

