



管涛：如何看待近期人民币 汇率走势



意见领袖 | 管涛、刘立品

一、研判汇率走势的三大逻辑

教科书上介绍过很多汇率决定理论，例如购买力平价理论、利率平价理论、国际收支理论等。然而，现实中，没有一种理论可以完美解释、预测汇率走势。理论与实践时常背离，构成困扰国内外学者的“汇率之谜”。美联储前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）曾经感叹：“在努力预测汇率超过半个世纪后，终于明白对汇率问题要树立强烈的谦卑心态。”

汇率之所以难以预测，是因为影响汇率的因素众多且不断演变，即便给定某一因素，市场在不同情形下也可能有不同的解读，汇率走势自然就存在很大的不确定性。在不确定性中寻找确定性，正是研究价值的体现。在汇率研究中，影响因素如何发展演变难以精准把握，但相对确定的是汇率的分析逻辑。这也是为什么我们始终秉承“逻辑比结论更重要”的原则，而不是轻易“拍脑袋”给出预测点位，“打哪儿指哪儿”，先给结论，再找依据。

新冠疫情暴发以来，全球金融市场出现巨大波动，人民币汇率（指人民币兑美元汇率，下同）呈现大开大合的宽幅震荡走势。中间价先是在 2020 年 5 月末最低跌至 7.1316，创 12 年以来新低，随后自 6 月初起开始反弹，最高升至 2022 年 3 月初的 6.3014。在这波人民币升值期间，认为人民币进入升值新周期、持续看多人民币，成为当时市场的主流观点。甚至在 2020 年底 2021 年初，有不少市场人士预言人民币即将升破 6。



对这种典型的线性外推型预期，我们始终保持相对谨慎的态度，坚守历史经验、均值回归、相对价格的汇率研判逻辑和分析框架。

2020年5月，参考2008年金融危机的经验，我们指出在全球大放水背景下，当市场恐慌、信用紧缩警报解除后，中国可能再次面临外资流入、人民币升值问题；6月初，根据均值回归的原理，我们明确指出下半年经济基本面利好对人民币汇率的支撑作用将逐步显现；12月，根据汇率是相对价格，研判人民币汇率走势不仅要看中国，也要看世界特别是美国会发生什么，我们指出2021年人民币汇率可能没有大家预想的那么强。2021年1月，我们更是由此直言人民币破6将是小概率事件；12月，我们又根据均值回归的原理，提示不要执迷于人民币破6，而要警惕市场或政策力

量可能引发的汇率纠偏，并明确指出没有只跌不涨的货币，也没有只涨不跌的货币。2022年2月，我们汲取上次美联储量宽退出的教训，提出美联储紧缩对中国的溢出影响大致分为四种场景/四个阶段，并于4月中旬预警中国已平稳度过第一阶段——“美联储缩减购债，人民币继续升值但升值放缓”，可能正在进入第二阶段——“美联储更加激进地紧缩，人民币有涨有跌、双向波动”。

事后来看，始自2020年6月的这波人民币升值，最终并没有破6，2022年的汇率纠偏行情也如期而至。我们既猜到了这次人民币升值的开头，也猜到了其结尾，前述汇率研判的逻辑再次被完美地印证了。

二、汇率研判的市场与政策逻辑

我们研判人民币汇率走势还有一个重要逻辑——政策理性的逻辑，即政策的逻辑与市场的逻辑相一致，才能事半功倍。

显然，本轮人民币汇率调整是市场纠偏。2022年3月以来，人民币汇率冲高回落，并经历了4—5月和8—9月两波快速调整，到9月底人民币汇率中间价和交易价均跌破整数关口。这两波人民币汇率急调是国内外因素共同作用的结果。国外方面，2022年以来，受美联储超预期紧缩、地缘政治事件影响，美元指数持续位于“微笑曲线”两侧，从3月初的97最高升至9月末的114，创2002年5月中旬以来新高，全球“美元荒”加剧，令包括人民币在内的非美货币承压。国内方面，疫情多点散发、经济恢复受阻、出口前景不明也给人民币汇率带来了阶段性压力。后续，预

计随着一揽子稳增长政策以及接续政策落地生效，国内经济回升势头加强，将有助于稳定人民币汇率走势。

根据巴拉萨-萨缪尔森效应，人民币汇率的中长期走势符合“经济强、货币强”的逻辑。但从短期来看，近年来人民币汇率的资产价格属性明显，非基本面因素对汇率走势的影响加大。自2022年3月人民币汇率回调以来，反映境内主要外汇供求关系的银行即远期（含期权）结售汇只在5月出现了少量逆差，其他月份均为顺差，3—8月合计顺差616亿美元。

同时，在本轮汇率调整过程中，“低买高卖”的汇率杠杆调节作用正常发挥。2022年3—8月，剔除远期履约的银行代客收汇结汇率均值，较2020年6月—2022年2月（人民币升值期间）的均值高出3.2个百分点，付汇购汇率均值则低了1.7个百分点，显示市场结汇意愿增强、购汇动机减弱。

这反映了中国对外部门的韧性较2015年“8·11”汇改时期明显增强。截至2022年6月末，中国民间部门对外净负债规模为1.2万亿美元，占年化GDP比重为6.6%，明显小于2015年6月末分别为2.4万亿美元、

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_47221

