



管涛：美联储超预期紧缩下的 人民币汇率回顾与展望



意见领袖 | 管涛

来源 | 《中国外汇》2023 年第 1 期

要点

2022 年，人民币汇率的市场纠偏如期而至。2023 年，人民币汇率有可能会经历三种场景。继续深化汇率市场化改革，保持汇率灵活性，是新征程上我国有效应对内外部冲击，着力推动高质量发展、高水平开放的重要保障。

七年前，美联储紧缩货币政策，我国遭遇了“资本外流-储备下降-汇率贬值”的高烈度跨境资本流动冲击。2022 年，美联储激进加息和缩表，启动了四十年来最快最陡峭的货币紧缩周期，我国再度面临大考。2022 年初，笔者曾预测美联储紧缩对我国溢出效应有四种场景/阶段。回顾 2022 年，我国已平稳度过了前两个阶段，即人民币汇率从延续小幅升值的第一阶段步入了有涨有跌的第二阶段。展望 2023 年，美联储紧缩货币政策对我国的外溢效应将进一步显现，人民币汇率有可能会经历后三个场景/阶段。继续深化汇率市场化改革，保持汇率灵活性，是新征程上我国有效应对内外部冲击，着力推动高质量发展、高水平开放的重要保障。



2022 年人民币汇率的市场纠偏如期而至

2022 年是始于 2020 年 6 月初上轮人民币汇率升值的第三个年头。2021 年年底，全国外汇市场自律机制第八次工作会议指出，双向波动是常态，合理均衡是目标，偏离程度与纠偏力量成正比。年底，笔者根据均值回归的逻辑提示，2022 年不要执迷于人民币汇率会“破 6”，而是要警惕市场或政策力量引发的汇率纠偏。

2022 年年初，笔者又根据历史经验的逻辑，汲取 2014 年我国由资本流入、汇率升值逆转为资本流出、汇率贬值的教训，警示美联储紧缩对我国的影响不是线性而是非线性的。并且提出，本轮美联储紧缩演绎会呈现“四种场景/阶段”：第一阶段是美联储温和有序的紧缩，中国外资流入放

缓，人民币延续强势但升值放缓；第二阶段是美联储激进加息和缩表，导致中国阶段性资本外流，人民币汇率双向波动；第三阶段是美联储紧缩力度超预期，引发资产泡沫破灭、美国经济衰退，中国将难以独善其身，人民币汇率承压；第四阶段是美联储重回宽松，如果中国能继续保持经济复苏在全球的领先地位，就可能重现资本回流，人民币汇率重新走强。

4月16日，笔者又进一步指出，当前中国已平稳度过了美联储紧缩的第一阶段，即美联储缩减购债，中美利差收敛，中国外资流入减缓，人民币汇率继续升值只是升值放慢。同时，预警随着美联储3月份启动加息，不久会开启缩表，将加剧美国经济金融动荡，叠加其他因素影响，中国将出现资本外流，人民币汇率进入有涨有跌、双向波动的第二阶段。全年人民币汇率走势基本为笔者所言中。

2022年前两个月，人民币汇率延续了前两年的强势。2月底俄乌冲突爆发之初，还再现“美元强、人民币更强”的行情，人民币一度被称之为“避险货币”。到3月初，人民币升至6.30比1附近，较2020年5月底累计上涨超过13%，涨了21个月。

3月中旬，受地缘政治风险外溢和中概股跨境监管加强，以及国内疫情多点散发等因素影响，人民币汇率快速回调，一举抹去了年内所有涨幅，围绕2021年年底的水平上下波动。4月底以来，人民币汇率又发生了两波较大的幅度调整。先是4月底跌破6.40，启动了本轮弱势调整，到5月中旬跌至6.70附近，盘间跌破了6.80。稍作盘整后，8月中旬起又开始了第

二波调整，到9月中旬时隔两年再度跌破7.0，10月底11月初进一步跌至7.30附近，创2007年底以来新低。

这两波调整都是因为2020年下半年支持人民币强势的疫情防控好、经济复苏快、美元走势弱、中美利差大等利好发生逆转：

首先，美元指数由弱转强。继2021年美元指数止跌回升之后，随着通胀上行、美债收益率飙升，2022年美元指数进一步走高。4月底站稳在了100以上，9月份更是升破110，不断刷新20年来的新高。

其次，中美利差由正转负。继2021年中美利差大幅收窄后，随着2022年中美货币政策重新错位，4月份以来中美利差逐渐转为倒挂。8月中旬，人民银行意外降息，中美负利差一度进一步走阔。

再次，国内防疫形势严峻。2022年3月份以来，疫情多点散发，一些重点城市多次破防，统筹疫情防控与经济社会发展的难度加大，经济循环受阻。

最后，经济恢复不及预期。2022年年初，经济实现良好开局。但在突发因素的超预期冲击下，3、4月份经济复苏受到严重拖累。5月底，一揽子稳增长政策出台，三季度经济恢复好于预期。但随即又遭受疫情反弹、极端天气等冲击，外贸出口前景不明、经济再陷弱复苏。

汇率涨多了会跌，跌多了也会涨。继11月初创新低之后，人民币展开了反攻行情，于12月初重新升回7.0以内。截至12月30日，境内人

人民币汇率收盘价和中间价较 11 月初低点分别反弹了 4.0%和 5.0%。这主要反映了强预期、弱现实的背景下，内外部因素的综合作用：一是美国 10 月份通胀数据超预期好转，缓解了市场对美联储紧缩货币政策的预期，美元指数冲高回落，加速了离岸市场做空人民币的投机盘反向平仓，推动离岸人民币汇率 (CNH) 快速反弹，进而带动在岸人民币汇率 (CNY) 上涨。二是美债收益率冲高回落，美股飙升，市场风险偏好改善，带动全球风险资产价格反弹，资本回流包括中国在内的新兴市场，中国陆股通 11 月份起恢复净买入。三是 11 月中旬以来，国内防疫优化措施加快落地、房地产金融支持 16 条和房企股债贷“三箭齐发”，加之人民银行再度降准，市场预期改善、信心提振。四是 4 月底以来，伴随着人民币汇率快速调整，有关部门频频出手加强汇率预期引导和调控，稳汇率的政策叠加效果逐步显现。

人民币汇率宽幅震荡彰显对外部门韧性

本轮人民币汇率纠偏，是 1994 年汇率并轨以来最快最深幅度的调整。从 2022 年 3 月初的 6.30 跌至 11 月初的 7.30 附近，短短 8 个月时间，人民币调整了 13%以上。上次从 2018 年 4 月初的 6.28 跌至 2020 年 5 月底的 7.20 附近，耗时 26 个月。2022 年前 11 个月，人民币汇率收盘价和中间价的最大振幅分别为 16.0%和 15.1%，为 1994 年汇率并轨以来的年度最高；人民币汇率中间价最大振幅相当于其他七种主要储备货币（包括美元、欧元、日元、英镑、瑞郎、加元、澳元）最大振幅均值的 73.2%，较 2017—2021 年年度均值高出 6.6 个百分点。

在本轮人民币汇率有涨有跌、宽幅震荡的调整行情中，我国对外经济部门展现了强大韧性。

第一，境内外汇市场保持平稳运行。2022年3—11月（本轮人民币汇率调整期间），银行即远期（含期权）结售汇顺差合计601亿美元，其中仅有5月、9月和10月份分别出现少量逆差，其他月份均为顺差。同期，银行代客涉外收付顺差14亿美元，其中代客涉外外币收付顺差931亿美元，仅仅7月份涉外外币收付有16亿美元净流出，其他月份均为净流入。

第二，汇率杠杆调节作用正常发挥。2022年3—11月，剔除远期结售汇履约的银行代客涉外收汇结汇率平均为55.8%，付汇购汇率平均54.3%，分别较2020年6月至2022年2月（上轮人民币汇率升值期间）的均值上升1.9和下降1.5个百分点，显示市场结汇意愿增强、购汇动机减弱，市场主体趋于理性。尤其是9—10月，人民币再度跌破7.0，收汇结汇率均值较升值期间微升0.4个百分点，付汇购汇率回落1.9个百分点，显示市场没有抢购外汇，相反更多用自有外汇对外支付。

第三，国际收支维持自主平衡格局。国际收支数据显示，2022年前三季度，经常项目顺差3107亿美元，同比增长56%；资本项目逆差（含净误差与遗漏）2530亿美元，同比增长3.78倍。同期，经常项目与直接投资差额合计的基础国际收支顺差3593亿美元，与2021年同期基本持平；短期资本累计净流出（含净误差与遗漏）3016亿美元，同比增长41.0%；短期资本净流出与基础国际收支差额之比为-83.9%，负值同比上升了24.6

个百分点。然而，不论是资本外流还是短期资本净流出规模增加，均没有影响国际收支总体平衡。同期，交易引起的外汇储备资产增加 610 亿美元，只是因为全球股汇债“三杀”引起的负估值效应合计 2822 亿美元，才导致前三季度我国外汇储备余额减少了 2212 亿美元。

2023 年人民币汇率的三种场景和两个前途

根据前文提出的美联储货币紧缩对我国溢出影响的四种场景/阶段的分析框架，笔者以为，2023 年人民币汇率将面临第二至四的三种场景，未来人民币既可能涨也可能跌。

美联储主席鲍威尔于 2022 年 11 月份议息会议之后的新闻发布会指出，美联储货币紧缩已经解决了加息有多快的问题，未来还需要解决利率终点有多高和紧缩时间有多长的问题。近期，鲍威尔多次表示，根据当前通胀和就业形势，终端联邦基金利率或高于 9 月份点阵图的水平，即终点利率或将达到 5% 以上。他多次强调，汲取上世纪七八十年代滞胀的教训，货币紧缩做多的成本远小于做少的成本。因为多做了，未来可以用政策重新刺激，但做少了有可能导致通胀根深蒂固，就业要付出更高的代价。

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_50846

