

人民币汇率的压力与韧性

- 2022年4月下旬，人民币对美元贬值压力明显上升。在美联储加息，以及美元走强的背景下，人民币对美元贬值并不让人意外。在分析接下来人民币汇率走势的时候，重要的问题不是人民币为什么对美元贬值了，而是人民币对美元为什么没有贬太多？
- 当前人民币汇率韧性的来源之一是我国民间国际资产负债状况的稳健。2015年“811汇改”之前，我国民间处在外债偏高的外汇资产负债错配之状况。而目前，我国民间外汇资产负债情况已经大为改善，从而增强了人民币汇率的稳定性，大大降低了人民币无序贬值的可能性。
- 近两年来人民银行停止结汇也给人民币汇率带来了支撑。在人民银行持续结汇的时候，人民银行拿到结汇所得的外汇之后，会通过下属的外汇管理局将其投资到国际市场上，从而让这些外汇流出到海外。这种情况下，人民银行就像抽水机一样将国内民间的外汇抽取到国外，压低了民间外汇资产的持有量。最近两年，人民银行退出结汇售汇的行为阻塞了人民银行这个外汇流出的重要管道，让人民币汇率进入了更有韧性的新阶段。
- 展望未来几个月，人民币对美元汇率应该还是会走贬，但贬值过程应该温和而有序。由于人民币汇率已进入更有韧性的新阶段，不宜简单用过去的数量关系来预测未来。在美中利差收窄，人民币贬值压力抬头的当下，汇率是国内货币政策的紧约束。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略：宏观经济

证券分析师：徐高

(8610)66229055

gao.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300519050002

2022年4月下旬，人民币对美元贬值压力明显上升。在2022年4月18日至22日这周的5个工作日内，人民币对美元累计贬值1.8%，创下了2010年以来的第三大单周贬值幅度——前两大单周贬值幅度分别出现在2015年8月11日“811汇改”的这周（贬值2.8%），以及2018年6月的最后一周（贬值1.9%）。（图表1）

图表 1. 在2022年4月18-22日这周，人民币对美元贬值1.8%，创下2010年以来第三大单周贬值幅度



资料来源：万得，中银证券

1.人民币为何贬得不多才是关键问题

事实上，在美联储加息，以及美元走强的背景下，人民币对美元贬值并不让人意外。在过去十年中，我国利率水平曾长期明显高于美国，美中利差（美国利率水平减去中国利率水平）长期为负。但随着今年美联储快速收紧货币政策，美国加息预期大幅提升，带动美国国内利率显著上扬。伦敦同业拆借利率（LIBOR）是全球银行间市场美元利率的常用指标。上海银行间同业拆放利率（SHIBOR）则反映了国内金融市场的利率水平。以1年期LIBOR和SHIBOR的利差来计算的美中利差，已经从2022年年初的-2.1个百分点，显著上升到现在的-0.1个百分点。从历史经验来看，LIBOR和SHIBOR利差的走势对人民币兑美元汇率有明显领先性——美中利差上升会给人民币带来贬值压力。（图表2）

图表 2. 美中利差已显著上升，带来人民币贬值压力



资料来源：万得，中银证券

最近一年美元的走强也意味着人民币对美元会有更强贬值压力。美元指数是美元对包括欧元、日元和英镑在内的 6 种发达国家货币的加权平均汇率，反映了美元的强弱。2021 年 6 月以来，美元指数强劲上扬，美元对一篮子货币明显升值。目前，美元指数的绝对水平已接近了 2020 年 3 月的上一轮周期高点。

在 2016 年到 2021 年这段时间里，人民币兑美元汇率与美元指数之间显著负相关——美元指数上扬时人民币对美元贬值，美元指数下降时人民币对美元升值。这应该很容易理解：美元对一篮子货币升值的时候，当然也应该对人民币升值；反之，美元对一篮子货币贬值的时候也应该对人民币贬值。

但在最近 3 个季度，人民币兑美元汇率与美元指数走势显著背离。在 2021 年 5 月 28 日到 2022 年 4 月 22 日这段时间里，美元指数累计上涨 12.3%，但同期人民币却仅对美元累计贬值 1.9%——而且这贬值幅度几乎都发生在最近一周。如果过去几年美元指数与人民币汇率之间的相关数量关系仍然成立的话，人民币兑美元汇率应该在 7 左右，而不是现在的 6.5 附近。（图表 3）

图表 3. 美元指数与人民币兑美元汇率之间已经拉出了很大裂口



资料来源：万得，中银证券

因此，在分析接下来人民币汇率走势的时候，重要的问题不是人民币为什么对美元贬值了，而是人民币对美元为什么没有贬太多？换个问法就是，人民币汇率当前的韧性从何而来？如果过去这大半年人民币对美元的坚挺缺乏支撑，那就有理由怀疑人民币汇率会向长期趋势回归，未来人民币对美元可能会快速大幅贬值。而如果能够找到支撑过去大半年人民币汇率的韧性因素，就可以相信人民币汇率走势已经进入了一个更有韧性的新阶段，接下来人民币对美元的贬值幅度会明显小于上一轮美元走强的时期。

2. “811 汇改”后的快速贬值局面难重现

当前人民币汇率韧性的来源之一是我国民间稳健的外汇资产负债状况。这种稳健性可以避免 2015 年“811 汇改”后人民币剧烈无序贬值情况的重演。在 2015 年 8 月 11 日，人民银行改革了人民币汇率机制，史称“811 汇改”。这次汇改之后，外汇市场预期失稳，国内居民和企业恐慌性地将人民币换成美元。在 2015 年 8 月到 2015 年 12 月这段时间里，我国外汇储备从 3.7 万亿美元下降到 3.4 万亿美元，形成了我国有史以来最大一轮的外汇储备流失^[1]。

虽然“811 汇改”对市场预期确有扰动，但让人民币汇率失稳更为重要的原因是“811 汇改”前我国民间对外负债的高企。我国国际投资头寸表（International Investment Position，简称 IIP）显示，我国对外资产负债状况一直健康^[2]。我国对外净资产（我国持有的外国资产减去我国对外负债）常年高于 1.5 万亿美元。但要注意到，我国持有的外国资产中，有相当大部分是政府持有的储备资产（包括外汇储备、黄金、在 IMF 的储备、SDR）。我国整体的对外资产负债状况虽然相当健康，但民间的对外资产负债状况却未必如此。

2015 年“811 汇改”之前，我国民间处在外债偏高的外汇资产负债错配之状况。国际投资头寸表中的“证券投资”和“其他投资”两个分类统计了我国流动性较强的外汇资产和负债。将这两个分类中的“股权投资”剔除掉，可得我国流动性较强的债权型外汇资产和负债的数据。这个数据显示，在“811 汇改”前的两年，我国高流动性的债权型外汇负债明显增加，绝对数量高于我国持有的高流动性债权型外汇资产。（图表 4）

图表 4. 2015 年“811 汇改”之前，我国民间债权型对外负债高于债权型对外资产



资料来源：万得，中银证券

之所以会有这样的情况，是因为在 2015 年“811 汇改”之前的几年中，人民币长期对美元升值，从而让国内居民和企业有动力增加其外汇负债，以获取人民币升值带来汇兑收益。但随着“811 汇改”让人民币从升值转向贬值，我国居民和企业转而开始换汇来偿还其外汇负债——因为在人民币贬值过程中，外汇债务的人民币价值会越来越高。而大量的换汇需求又给人民币带来更大贬值压力，促使居民企业换汇偿还外债的动力更强——一种自我加强的恶性循环就此形成，从而引发了人民币无序贬值的局面。

随着人民币汇率在 2015 年之后进入双向波动的局面，人民币单边升值的预期已经基本消退，我国民间对外负债增长已经显著放缓，“811 汇改”前民间外汇资产负债错配的情况已经明显改善。在我国居民外汇存贷款数据中，也能清楚看到类似情况。在“811 汇改”之前，我国居民企业外汇存贷款差（存款减去贷款）长期为负。而从 2015 年到现在，外汇存贷款差持续为正，并在最近两年显著走高。民间外汇资产负债情况的改善增强了人民币汇率的稳定性，大大降低了人民币无序贬值的可能性。（图表 5）

图表 5. 2015 年以来，我国居民企业外汇存款持续高于其外汇贷款



资料来源：万得，中银证券

3. 人民银行停止结汇的影响

除了我国民间外汇资产负债情况改善之外，近两年来人民银行停止结汇也给人民币汇率带来了支撑。这个逻辑听上去有些吊诡，但解释起来其实并不复杂。

汇率是货币的价格，由市场上对货币的供给和需求所决定。对一个国家来说，资本流出会增加对外币的需求，从而给本币带来贬值压力。正因为这个原因，我国才会一直谨慎管理跨境资本流动，不愿轻易放松管制。但资本流出的管制仅仅作用于民间，并不影响作为管制者的人民银行自己。而人民银行其实也是我国资本流出的一个通道。

在 1994 年到 2012 年间，我国一直实行强制结售汇制度。国内居民企业得到了外汇之后（比如因出口而获得了外汇的货款支付），必须要到指定商业银行通过结汇操作将外汇换成人民币，而不得自行持有。居民和企业如果有合理的用汇需求，也需要到指定商业银行去用人民币兑换外汇。商业银行在从居民企业手里换到外汇之后，也需要到人民银行去结汇，将外汇交给人民银行，换回人民银行发行的人民币——这便是外汇占款发放的过程。人民银行拿到结汇所得的外汇之后，会通过下属的外汇管理局将其投资到国际市场上，从而让这些外汇流出到海外。当然，外管局的外汇投资操作是高度可控的，与需要管制的民间资本流出不是一回事，但从其效果来说，事实上也形成了国内外汇的向外流出。

2012 年之后，强制结售汇制度已经废止，国内居民企业可以自行持有外汇。不过，外汇毕竟不能直接在国内使用，所以居民企业还是有很强的结汇动力。在我国出口不错、或是人民币升值的时候，国内居民企业结汇的需求都比较旺盛，这时就会出现银行代客结售汇顺差的情况。所谓银行代客结售汇顺差，指的是银行给居民企业结汇的数额大于出售给居民企业的外汇数额的情况，会形成居民企业手中外汇数量的净减，和商业银行手中外汇数量的净增。

在 2019 年以前，商业银行会将其手中的外汇再到人民银行去结汇，换成人民银行发行的人民币。所以在 2019 年之前，商业银行代客结售汇顺差与人民银行新增外汇资产（外汇占款的发放）完全同步且数额高度吻合。换言之，商业银行将从居民和企业那里结来的外汇全部又都结汇给了人民银行。而人民银行又会通过外管局将结来的外汇投到国外。这样一来，人民银行就像抽水机一样将国内民间的外汇抽取到国外，压低了民间外汇资产的持有量。因此，尽管从国际投资头寸表来看，我国对外资产负债状况相当健康，但国内民间的外汇资产和负债状况则远没有那么稳健。

2019 年以来，人民银行基本停止了对外汇市场的干预，不再购入或卖出外汇，其外汇资产规模基本不再变化。从那时起，商业银行代客结售汇顺差与人民银行新增外汇资产之间就出现了明显背离。尤其是在 2020 年新冠爆发之后，我国在“全球再循环”中出口大增，贸易顺差走扩，令商业银行代客结售汇顺差持续处在高位。而同期，人民银行外汇资产几乎没有增加。这意味着新冠疫情爆发以来，我国民间增加的外汇并未通过人民银行流向海外。再加上我国对民间资本外流的管控力度仍然很高，这就让我国外汇流出的管道不畅，外汇因而大量在国内堆积。

由于外币毕竟没法直接在国内使用，国内对外汇的吸收力终究是有限的。无论是国内居民和企业，还是国内商业银行，都不会无限制增加其外汇持有量。随着外汇持有量的上升，国内对外汇的需求自然会下降。

这样一来，在新冠疫情爆发之后外汇因贸易顺差而大量流入的时候，国内外汇流出渠道并不顺畅，让外汇大量在国内堆积，因而降低了外汇市场中对美元的需求、增加了对人民币的需求，从而支撑了人民币汇率。过去大半年，原本同步变化的人民币兑美元汇率与美元指数之间之所以拉开了明显差距，主要原因就在于此。可以说，人民银行退出结汇售汇的行为阻塞了人民银行这个外汇流出的重要管道，让人民币汇率进入了更有韧性的新阶段。（图表 6）

图表 6. 2020 年后人民银行退出了结汇售汇操作



资料来源：万得，中银证券

4. 人民币汇率既有贬值压力，也有韧性

有了以上的分析做铺垫，现在我们可以对未来人民币汇率走势做判断了。

首先，尽管人民币汇率相比之前更有韧性，这些韧性应该难以完全消除海外利率上升和美元走强带给人民币的贬值压力。毕竟，我国跨境资本流动虽有管制，却并非完全隔断。国内外经济形势的变化或多或少还是会体现在汇率这个价格指标之上。所以展望未来几个月，人民币对美元汇率应该还是会走贬。

不过，在人民币汇率进入更有韧性的新阶段后，也不宜简单用过去的数量关系来预测未来。如果以 2016 到 2020 年美元指数与人民币汇率之间的相关性来推算，在美元指数已经破百的当下，人民币对美元汇率似乎应该贬值到 7.0 之上。但正如前面所分析的，这种数量关系可能已经不再成立，今年人民币汇率走势恐怕没有那么悲观。但新的数量关系究竟是怎样的，现在还缺乏足够数据来估计和判断，所以很难对今年的汇率做出精确的预测。如果硬要猜的话，在 6.5 和 7.0 之间的某个中间位置是一个合理的猜想。

尽管汇率预测较难给出，但我们应该可以有把握地说，“811 汇改”之后那样剧烈而无序的贬值应该不会重演。毕竟我国民间的外汇资产负债状况已经比 2015 年健康了很多。因此，尽管当前人民币兑美元汇率已经较为明显地偏离了过去的规律，也不用太过担心汇率方面剧烈调整的风险。未来一段时间人民币对美元的贬值应该温和而有序。

当然，就算“811 汇改”后的极端情况不会重现，也并不意味着人民币汇率方面可以高枕无忧。在美中利差收窄，人民币贬值压力抬头的当下，汇率是国内货币政策的紧约束。在美国加息，海外利率走高的背景下，国内更需要审慎调整利率。如果国内利率进一步下调，强化降息预期，人民币汇率可能会承受更大压力。更何况正如笔者在 2022 年 4 月 20 日发表的《警惕经济的二次探底风险》一文中所论述的那样，现在国内政策放松所需要的不是降息，而是加快社融的增长^[3]。（完）

【1】有关“811 汇改”的更详细介绍可以参见笔者出版的《宏观经济学二十五讲：中国视角》一书 364 页的专栏 20-1。

【2】我国国际投资头寸数据可在外管局网站下载：<http://www.safe.gov.cn/safe/zggjztcb/index.html>。

【3】徐高，2020 年 4 月 20 日，《警惕经济的二次探底风险》，http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9007。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场的基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371