

人民币汇率：从韧性到弹性

- 随着人民币对美元在近几个月走贬，各方再次高度关注人民币汇率。如果说在 2022 年美元强劲升值时人民币表现出了“韧性”，对美元贬值幅度有限，那么在过去几个月里，人民币汇率就更多表现出了“弹性”，对美元贬值幅度显著大于美元指数升幅。
- 人民币兑美元汇率从韧性到弹性的变化，原因主要在国内。近两个月国内经济景气下滑是人民币贬值的一个内因。但更直接的内因则是人民银行结汇规模的扩大。人民银行的结汇操作会推升市场中对外汇的需求，并同时增加人民币供给，因而给人民币汇率带来贬值压力。从 2022 年 4 季度开始，人民银行显著加大了结汇规模，从而让人民币汇率弹性增加。
- 由于人民银行手中还有中间价及结汇操作两大影响汇率的有力手段可用而未用，所以目前的人民币的贬值高度可控。投资者可每日观察中间价相对上一日收盘价的偏离来高频跟踪人民银行的的态度，进而预判汇率走势。

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

随着人民币对美元在近几个月走贬，各方再次高度关注人民币汇率。

当前人民币贬值的外因是美元的走强。从 2015 年 8 月的“811 汇改”之后，人民币兑美元汇率就与表征美元强弱的美元指数高度负相关——美元指数上升、美元走强的时候，人民币对美元会贬值。反之，美元走弱的时候，人民币则对美元升值。考虑到美元指数仅在 2023 年 5 月就上涨了 2.5%，当前人民币对美元贬值不奇怪。

但比人民币贬值方向更值得注意的，是近期人民币贬值的幅度。2022 年前 3 个季度，美元曾大幅走强。那时人民币对美元的贬值幅度明显小于美元指数涨幅。在那段时间里，美元指数上涨 16.9%，同期人民币对美元不过贬值 10.2%。但在 2023 年的 2 月到 5 月这 4 个月里，美元指数不过涨了 2.1%，同期人民币却对美元贬值 4.9%。如果说在 2022 年美元强劲升值时人民币表现出了“韧性”，对美元贬值幅度有限，那么在过去几个月里，人民币汇率就更多表现出了“弹性”，对美元贬值幅度显著大于美元指数升幅。（图表 1）

图表 1. 2023 年年初以来，人民币对美元明显贬值



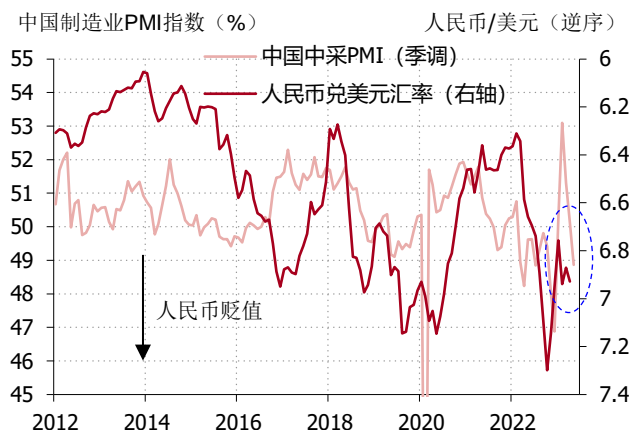
资料来源：万得，中银证券

人民币兑美元汇率从韧性到弹性的变化，原因主要在国内。毕竟，2023 年美元指数升幅远小于 2022 年，今年人民币感受到来自美元的贬值压力应该小于去年。

近两个月国内经济景气下滑是人民币贬值的一个内因。在发表于 2023 年 4 月 23 日的《经济复苏有隐忧》一文中，笔者曾说：“尽管今年 1 季度国内经济增长数据还算不错，经济复苏前景仍存隐忧。”^[1]从该文发表到现在的这一个半月时间里，国内经济复苏隐忧已全面显化。表征经济整体景气度的制造业采购经理人指数（PMI）已从今年 3 月的高点回落，并在 4、5 两月连续处于收缩区间。一个国家的货币强弱与市场对该国经济的信心正相关，国内经济景气下滑自然会加大人民币的贬值压力。

不过，由于经济景气会通过多种渠道影响本币汇率，且不同渠道的影响力和影响速度也有差别，所以从数据上来看，经济景气指标与汇率的相关性并不非常明显。要解释人民币汇率从韧性到弹性的转变，还要在经济景气之外找其他更直接的内因。（图表 2）

图表 2. 国内制造业 PMI 在最近两月明显回落至收缩区间，给人民币带来贬值压力



资料来源：万得，中银证券

这个更直接的内因是人民银行结汇规模的扩大。笔者曾在发表于 2022 年 4 月 25 日的《人民币汇率的压力与韧性》的文章中分析过，2022 年人民币汇率的韧性主要来自于两方面——我国民间国际资产负债状况的稳健，以及人民银行较少的结汇规模。^[2]

人民币银行的结汇，指的是国内商业银行到人民银行那里，将自己持有的外汇换成人民币的操作。在结汇过程中，人民银行一边向国内市场投放人民币（外汇占款），一边从国内市场收走外汇，并将其放入外汇储备中投资到海外。在外汇市场中，人民银行的结汇操作会推升市场对外汇的需求，并同时增加人民币供给，因而给人民币汇率带来贬值压力。反过来，人民银行如果停止结汇，则会增加人民币的升值动能。

在 2022 年 4 季度之前的两年多时间里，尽管我国因为贸易顺差扩大而有大量外汇流入，人民银行结汇规模却一直很低。这让流入的外汇堆积在国内外汇市场中，支撑了人民币汇率，给人民币带来韧性。但估计是因为国内商业银行手中持有的外汇实在太多，商业银行要求人民银行结汇的呼声越发高涨，所以从 2022 年 4 季度开始，人民银行加大了结汇规模。在 2022 年 10 月到 2023 年 4 月的 7 个月里，人民银行外汇资产增加了 4768 亿元——人民银行在市场中用 4768 亿元人民币购入了同等价值的外汇。而在 2020 年 1 月到 2022 年 9 月的这 33 个月中，人民银行结汇总额不过 810 亿元人民币。当人民银行明显扩大了结汇规模之后，人民币汇率的弹性就会增加，从而会在美元指数上升时以更大幅度贬值。（图表 3）

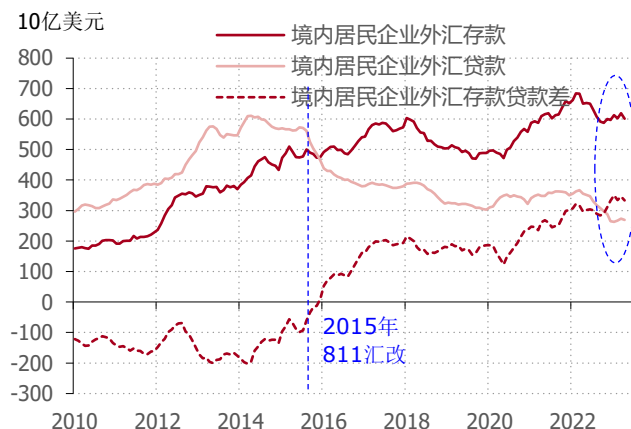
图表 3. 人民银行从 2022 年 4 季度开始扩大结汇规模，从而加大了人民币汇率的弹性



资料来源：万得，中银证券

在人民银行加大结汇规模的同时，国内居民和企业的外汇资产负债状况仍然健康，人民币汇率韧性的另一个来源并未改变。过去一年中，我国境内居民和企业的外汇贷款余额进一步下降，而外汇存款余额则稳中有升。这让我国居民企业外汇存款与贷款之差上升带近十年的新高。这与2015年“811汇改”前外汇贷款多于外汇存款的倒挂局面形成了鲜明反差，从而可以确保了“811汇改”时人民币无序贬值的局面不会重演。（图表4）

图表 4. 我国境内居民企业外汇资产负债状况仍然相当健康



资料来源：万得，中银证券

从以上的分析可知，在人民币汇率从韧性到弹性的转变过程中，人民银行扩大结汇规模是最重要的动因。也正因为此，人民银行对人民币汇率下一步走向有很强影响力。所以，当前分析人民币汇率下一步走势，既要预判美元指数走向，更要分析人民银行的的态度。而人民币汇率中间价相对上一日汇率收盘价的偏离幅度，是观察人民银行对人民币汇率态度的关键指标。

所谓人民币汇率中间价，是每日外汇市场开市前，中国外汇交易中心公布的当日外汇交易的参考汇率——当日的外汇交易报价必须要落在围绕中间价的某个事先确定的范围之内。在2015年“811汇改”之后的大部分时间里，中间价基本接近上一日收盘价，以发挥市场对人民币汇率的决定作用。^[3]但在极个别人民币贬值或升值压力过大的时期，中间价也会明显偏离上一日的收盘价，以发挥中间价引导市场预期的作用。在2019年7、8月间，以及2022年9、10月间，人民币贬值压力高涨的时候，中间价都曾连续相比上一日收盘价显著升值，反映出了央行引导人民币升值的导向。

最近两个月，尽管人民币相对美元明显走贬，但人民币兑美元汇率中间价并未明显偏离上一日收盘价。看起来，目前人民银行还不是很担心当前人民币的贬值。因此，如果美元指数进一步走强，人民币对美元还可能会进一步贬值。但人民银行手中还有中间价及结汇操作两大影响汇率的有力手段可用而未用，所以目前的人民币的贬值高度可控。（图表5）

图表 5. 当前人民币汇率中间价并未明显偏离收盘价，表明人民银行对当前的贬值并不担心



资料来源：万得，中银证券

投资者可每日观察中间价相对上一日收盘价的偏离来高频跟踪人民银行的態度，进而预判汇率走势。上一轮人民币贬值的低点是在2022年11月创出的7.3。从稳定汇率预期的角度来看，人民银行很可能在人民币贬到这一水平时采取措施。因此，7.3可能是近期人民币汇率的一个支撑位。此轮人民币未必会贬到7.3，但如果真的贬到那个位置附近，则可以对人民币汇率走势反转有较强信心。(完)

【1】徐高，2023年4月23日，《经济复苏有隐忧》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9988。

【2】徐高，2022年4月25日，《人民币汇率的压力与韧性》，
http://www.chinacef.cn/index.php/index/article/article_id/9024。

【3】对“811汇改”更详细的分析可参见中国人民大学出版社2019年出版的《宏观经济学二十五讲：中国视角》一书364页的专题框20-1。

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。

本报告期内含保密信息，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，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转载或转发的，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