

## 一、表现：贬值不是因为人民币太弱、而是美元太强

2021年底至2022年9月9日，人民币兑美元汇率中间价由6.37下降至6.91，贬值了8.4%。近期人民币兑美元汇率中间价是否会破7，引发了国内外金融市场高度关注。

事实上，今年以来，人民币兑美元汇率显著贬值，根本原因不是人民币太弱，而是美元太强。例如，今年9月初人民币兑CFETS货币篮的汇率指数，基本上与去年年底相当。相比之下，刻画美元相对于其他主要发达国家货币强弱美元指数，在去年年底至今年9月上旬则上升了13.7%。

2022年是美元狂飙突进的一年。在新冠疫情爆发后，美国政府实施了有史以来最为激进的财政货币刺激方案，且财政刺激主要投放在消费端。从2021年下半年起，随着美国经济的反弹、失业率的下降，以及生产复苏滞后于消费复苏，美国的通货膨胀率急剧攀升。截至2022年7月，美国CPI以及核心CPI同比增速分别达到8.5%与5.9%，显著超出美联储的货币政策目标。国内通胀率的飙升倒逼美联储不得不加快缩减QE、加息与缩表的进度。2022年3、5、6、7月，美联储分别宣布加息25、50、75与75个基点，短短五个月内累计加息225个基点，相当于美联储在2015年至2018年加息幅度的总和。

美联储加息造成美国国内短长期利率均显著攀升，拉大了与其他主要经济体的息差，由此造成的资本流动与货币升值预期导致其他主要货币均对美元大幅贬值。例如，2021年底至2022年9月9日，美元指数由95.67上升至108.80，上升了13.7%。同期内，欧元、英镑、日元兑美元汇率分别贬值了11.0%、14.1%与23.9%，这三种货币兑美元汇率均达到最近20年来新低。其中欧元兑美元汇率近期跌破1比1平价，日元兑美元汇率跌破1美元兑140日元大关，均引起了有关各方广泛关注。

欧元、英镑、日元对美元汇率显著贬值，目前来看主要有两个原因。原因之一，是俄乌冲突爆发造成全球大宗商品价格显著上涨，尤其是能源与食品价格。欧元区、英国与日本对大宗商品的进口依赖度均较高，因此这一冲击导致上述经济体面临进口成本上升、贸易赤字增加，从而造成本币贬值压力。原因之二，是美联储陡峭的加息缩表拉大了美国与上述经济体之间的短长期息差。其中，欧洲央行与英格兰央行均选择跟随美联储加息，而考虑到本国经济尚未过热与物价尚未高涨，日本央行选择按兵不动，这是为何今年日元兑美元汇率贬值幅度最大的重要原因。尤其是近期美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔央行行长会议上做出强硬表态发言后，全球市场对美联储通过加息缩表来遏制通胀的看法由鸽转鹰，从而导致美国10年期国债收益率显著上升，造成其他主要货币对美元的新一轮贬值。

相比之下，人民币兑美元汇率的贬值幅度显著低于欧元、英镑与日元，这说明相比于其他主要货币，人民币兑美元依然保持了相对稳定。这充分说明了，当前这轮人

人民币兑美元贬值，根本原因在于美元太强。

## 二、成因：中美利差拉大与短期资本外流

中美10年期国债收益率利差明显拉大，以及由此导致的短期资本外流是导致当前人民币兑美元汇率急贬的最重要原因。

2022年人民币兑美元贬值的最重要原因是中美长期利差的迅速拉大。当前，美国经济增速非常强劲，而中国经济增速较为疲弱。在此背景下，美联储实施了加速从紧的货币政策，例如从缩减量宽规模到连续加息再到加快缩表；而中国央行实施了较为宽松的货币政策，例如今年以来的降准与多次降息。两国货币政策的差异造成了两国长期利率的反向变动，也即美国10年期国债收益率显著上升，而中国10年期国债收益率显著下降。在今年4月份，中美长期利差开始倒挂。到目前为止，美国10年期国债收益率要比中国10年期国债收益率高40-50个基点。

2022年年初至今，人民币兑美元汇率走势呈现出“盘整—急贬—盘整—急贬”的特征。年内人民币兑美元汇率发生两次急贬。第一次急贬是2022年4月20日至5月13日，人民币兑美元汇率中间价贬值了6.1%；第二次急贬是2022年8月15日至9月2日，人民币兑美元汇率中间价贬值了2.2%。这两次急贬期间，第一次出现了中美利差急剧缩小与倒挂，第二次则是美中利差迅速拉大。

中美利差倒挂并不断扩大，这会引发跨境资本从中国到美国的流动，从而压低人民币兑美元汇率。中国面临的短期资本外流在今年二季度就已经变得比较明显了。从高频数据来看，在金融账户中，无论是证券投资还是其他投资（跨境借贷）都出现了比较明显的外流。证券投资的持续较大规模净流出是当前中国国际收支的新现象，这从侧面反映了中国开放国内金融市场的努力。持续的短期资本外流会加剧国内外汇市场上美元供不应求的状况，从而导致人民币兑美元汇率面临贬值压力。

## 三、应对：容忍适度贬值与依然充足的弹药库

从短期来看，美国的通货膨胀率仍将处于高位，这将倒逼美联储继续实施加息缩表。中国是大型开放经济体，在货币政策与汇率政策的选择上，无疑会以货币政策为主。货币政策要根据国内宏观经济基本面来制定。当前中国经济的主要矛盾是总需求不足，经济增速显著低于潜在增速，存在负面产出缺口。此外，8月份的通货膨胀率明显回落。因此，当前货币政策必须继续保持宽松，不排除进一步降息的可能性。事实上，人民币汇率的稳定性，归根结底取决于中国经济基本面的健康程度。

值得一提的是，当前在全球主要货币都对美元大幅贬值的前提下，人民币兑美元汇率的适度贬值有助于维持人民币有效汇率的平稳，这对于包括出口在内的中国经济

而言不是坏事。

7.0虽然是重要的整数关口，但对国内外投资者而言的重要性并没有我们想象中那么强。一方面，在2015年811汇改之后，我们曾经数次跌破7.0，并没有引发人民币兑美元汇率的大幅贬值。另一方面，目前中国央行防范本币汇率大幅贬值的工具箱依然工具多样、弹药充足。

近日，央行宣布，2022年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行8%下调至6%。从直接的层面来看，央行下调金融机构外汇存款准备金率，意味着金融机构有更多的外汇资金可以动用，这将有助于改善当前国内外汇市场上美元供不应求的状况，进而缓解人民币兑美元汇率贬值压力。从间接的层面来看，央行此举释放了自己将会努力维持人民币兑美元汇率稳定的信号，有助于增强市场主体对汇率稳定的信心。

中国央行维持人民币兑美元汇率稳定的工具还相当充分，包括并不限于：第一，通过启用逆周期因子来维持人民币兑美元汇率中间价的稳定；第二，加强对短期资本外流的管制。由于中国央行并未全面开放资本账户，因此一旦出现持续大规模资本外流，中国央行可以收紧对短期资本外流的限制，这既可以包括数量限制，也可以包括诸如托宾税这样的价格工具。因此，在中国很难出现人民币汇率贬值预期与短期资本持续大规模外流之间的恶性循环。第三，实施外汇方面的逆周期宏观审慎监管，例如这次下调金融机构外汇存款准备金率就是此类政策的体现之一，其他工具还包括可以提高金融机构远期售汇的风险准备金率等；第四，央行可以在国内外汇市场上出售外汇储备以维持本币汇率稳定；第五，央行可以通过窗口指导，要求主要商业银行短期内不要进行可能导致人民币兑美元汇率贬值的各种操作；第六，在811汇改之后人民币兑美元汇率快速贬值期间，中国央行还曾经通过特定方式来干预香港离岸市场，不让离岸市场与在岸市场的汇率差价变得过大。最后必须指出的是，汇率的稳定源自经济基本面的稳定。通过扩张性财政货币政策来消除产出缺口，让中国经济增速尽快回归潜在增速附近，这才是维持汇率稳定的治本之策。

我们的研究发现，在今年人民币兑美元汇率两次急贬期间，中国央行有选择地在重要时间节点上启用了逆周期因子，但持续时间非常短暂。在人民币汇率第一次急贬期间，今年5月5日和6日，中国央行采用逆周期因子调升人民币兑美元汇率中间价的幅度分别为0.64%和0.39%。在人民币汇率第二次急贬期间，2022年8月30日、9月1日和2日，中国央行采用逆周期因子调升人民币兑美元汇率中间价的幅度分别为0.46%、0.29%和0.22%。

我们的研究表明，今年3、5、6、7月，在美联储宣布加息之后的1-3天内，人民币兑美元汇率中间价都有超预期的变动，这意味着中国央行可以有意采用逆周期因子来对冲美联储加息对本币汇率的负面冲击。例如，美东时间2022年3月16日，美联



储宣布加息25个基点，3月17日，中国央行采用逆周期因子调升人民币兑美元汇率中间价的幅度为0.20%。又如，美东时间2022年7月27日，美联储宣布加息75个基点，7月28日，中国央行采用逆周期因子调升人民币兑美元汇率中间价的幅度为0.33%。简言之，在2022年，中国央行似乎已经开始有选择、有节制地启用逆周期因子来维持人民币兑美元汇率的基本稳定。

不过，正如我们此前的研究所指出的，逆周期因子的调节虽然能够稳定人民币兑美元汇率的短期波动，但也会增加人民币兑美元汇率形成机制的不确定性，甚至在一定程度上影响外汇远期市场的发展。因此，我们并不建议中国央行主要通过逆周期因子来稳定汇率。

一旦短期内人民币兑美元汇率面临持续较快贬值压力，中国央行一方面应该继续容忍人民币兑美元汇率的适度贬值、增强人民币汇率形成机制弹性。事实上，近年来，中国央行对人民币汇率波动的容忍程度已经明显提高，人民币兑美元汇率在较长时间里已经呈现出清洁浮动的特征。另一方面中国央行应该综合运用外汇宏观审慎管理工具、资本流动管理、前瞻性预期引导等手段来维持本币汇率稳定。

#### 四、展望：人民币兑美元汇率有望先贬后升

今年人民币兑美元汇率走势，的确与美元指数走势高度相关。要评估美元指数走势，主要得看美国与欧元区、日本与英国的相对境况。当前欧元区、英国与日本饱受俄乌冲突导致的能源价格暴涨的影响，短期内面临的滞胀压力远大于美国。由于实现了能源自给，目前美国经济抵御外部冲击的能力事实上更强。这就意味着，在未来一段时间内，美元指数有望持续在高位盘整，不排除继续上升的可能性，例如在100-115的区间内波动。一旦美元指数继续走高，则人民币兑美元汇率将继续面临贬值压力。

在2022年的剩余时间内，人民币兑美元汇率可能在7.0-7.4区间内波动。笔者认为，由于以下两方面原因，2023年下半年，人民币有望对美元显著反弹：其一，本轮美联储加息周期可能将在2023年第二季度结束；其二，2023年中国经济增速有望显著反弹，而美国经济增速可能明显下行。

注：本文发表于《清华金融评论》2022年第10期。由于发表时间问题，本文或未能反映外汇市场最新变化。

（张明系中国社会科学院金融研究所副所长、国家金融与发展实验室副主任）