

发达经济体宏观政策总体退坡，不仅可能伴生资产价格震荡调整的金融风险，还会通过贸易往来、资本流动、金融市场等渠道对新兴经济体产生明显外溢效应。目前，美联储紧缩在贸易渠道对中国的溢出效应尚不明显，但金融渠道的影响已经开始显现。

今年是人民币汇率（以下如非特指，均指人民币对美元双边汇率）这波升值行情的第三个年头。前两个月，在中国降准降息齐出、俄乌局势升级的背景下，人民币汇率继续走强。人民币汇率未来走势存在变数，要加强监测分析。

新年以来人民币双边和多边汇率继续升值

到2月25日，人民币汇率中间价和收盘价分别较上年底上涨0.6%和0.9%，个别交易日离岸市场盘中交易价（CNH）一度升破6.31；万得人民币汇率预估指数上涨1.5%，也是不断刷新历史新高（见图1）。

图 2：境内外人民币汇率及其偏离（单位：元人民币/美元；BP）



资料来源：WIND；中银证券

注：CNH 相对 CNY 的偏离为正值代表偏升值方向，为负值代表偏贬值方向。

近来，关于“人民币汇率迭创新高”之类的市场分析或媒体报道屡见不鲜。给人民币升值“数板”成了一种乐趣，在“三重压力”之下更是一道独特的“风景线”。但是，面对世纪疫情冲击、百年变局演进，仍要保持清醒头脑、防微杜渐。

人民币升值的量价动能均趋于减弱

首先，与去年美元强、人民币更强不同，今年美元其实走得不强。

由于市场对于发达经济体货币政策集体转向预期增强，美指呈现有涨有跌的高位震荡。到2月25日，美指最多较去年底涨了1.3%，跌了1.7%，累计上涨0.6%。1月份，虽然月末美指收盘价环比上涨0.7%，但全月均值为95.94，较上月回落0.3%；2月份（到25日），美指较上月末下跌0.1%，但全月均值为95.97，与上月基本持平（见图1）。

在此情形下，美指涨跌总体上与人民币汇率中间价恢复了此消彼长的“跷跷板”效应。如1月底，美元指数急涨，人民币汇率大幅回调，月末拉回与去年底基本持平的水平；2月23日，人民币汇率交易价强势突破，部分受到盘间美指急跌的影响（见图1）。

其实，今年美元不仅对人民币跌，对其他新兴经济体货币也在下跌。去年，美联储编制的新兴经济体名义美元指数上涨1.9%。今年初至2月18日，该指数下跌0.8%，同期美元对人民币汇率中间价和收盘价分别下跌0.4%和0.6%（见图3）。显然，在这波新兴经济体货币对美元的补涨行情中，人民币虽然不弱但并不突出。

表 1：2021 年和 2022 年初期人民币汇率走势对比（单位：%）

	中间价		收盘价		万得人民币汇率预估指数		ICE 美元指数	
	累计涨幅	最大涨幅	累计涨幅	最大涨幅	累计涨幅	最大涨幅	累计涨幅	最大跌幅
2021 年初至 2 月 25 日	1.13%	1.33%	1.39%	1.58%	1.49%	2.06%	0.29%	-0.60%
2022 年初至 2 月 25 日	0.65%	0.81%	0.93%	0.93%	1.50%	0.84%	0.60%	-1.74%

资料来源：中国外汇交易中心；国家外汇管理局；WIND；中银证券宏观研究

再次，市场供求对人民币升值发挥了重要作用，但外汇供求更加趋于平衡。

1月份，银行即远期（含期权）结售汇顺差（以下简称银行结售汇总差额）149亿美元，同比和环比各下降了66%。同期，高频的银行间市场即期询价交易日均成交量环比下降8%，同比下降15%，早已预示当月外汇供求平衡趋于改善，但银行结售

汇总顺差下降如此之多仍有些超预期。2月份（截止25日），日均成交量环比增长5%，同比下降1%（见图4）。

图 5：银行代客结售汇和代客涉外收付及海关贸易差额（单位：亿美元）



资料来源：国家外汇管理局；海关总署；WIND；中银证券 莞澜观涛



另一方面，美债收益率飙升，全球金融动荡加剧。

继去年3月份之后，今年1月份受类似因素影响，美股大跌，A股也跟随外围市场动荡而走弱。当月，陆股通累计净买入成交额环比下降81%，同比减少58%。2月份（截止25日），叠加俄乌军事冲突爆发，陆股通累计净买入进一步降至仅有19亿元人民币，环比下降88%，同比下降95%（见图8）。

当然，外资净流入减少甚至出现阶段性的外资净流出，现阶段对中国可能是好事，有助于促进外汇供求平衡，缓解人民币升值压力。迄今为止，美联储货币紧缩对人民币汇率走势的溢出影响有限，是可承受的也是乐见的。

密切关注美联储进一步紧缩的溢出效应

上次中美货币政策分化恰逢2015年“8.11”汇改，引发中国资本外流、储备下降、汇率贬值的高烈度冲击。但其实外汇形势逆转的苗头，从2014年下半年起就已开始显现。

2013年5月美联储释放退出量宽信号、2014年初启动缩减购债时，新兴市场血雨腥风，中国这边却风景独好：2013年，剔除估值影响的外汇储备资产新增4327亿美元，创下历史新高；2014年初人民币汇率升至6.0附近，眼见要破六进入五时代；2014年6月末，外汇储备余额刷新历史（见图9）。彼时，很多人都有“按照购买力平价人民币长期必然升值”的信仰。