人民币汇率走势与人民币国际化

进出口政策与海外市场说明会

中银证券全球首席经济学家 管涛 博士

商务部外贸发展事务局•2023年4月1日

主要内容

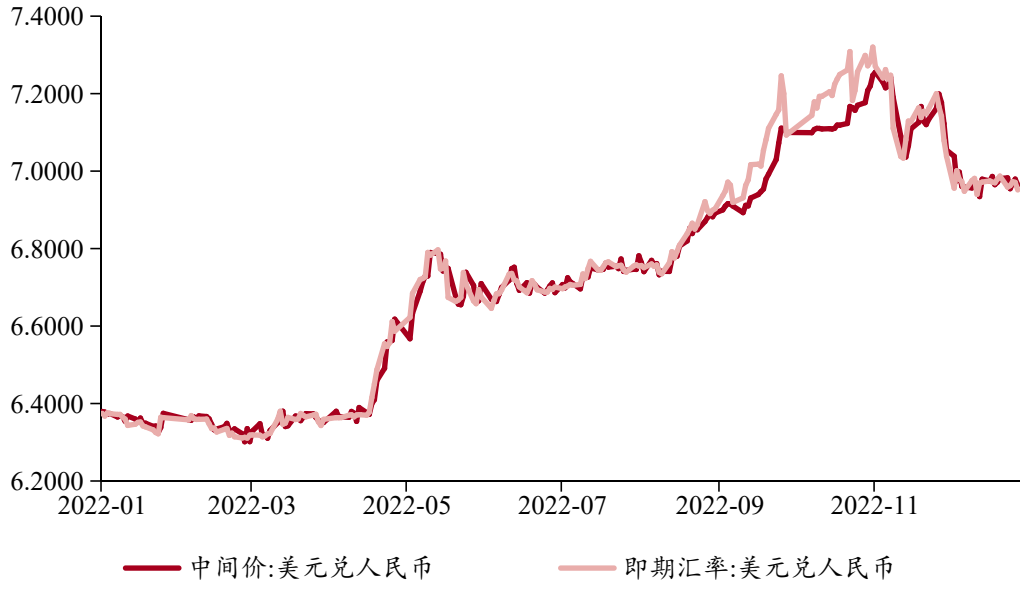
1 人民币汇率走势回顾

2 人民币汇率走势前瞻

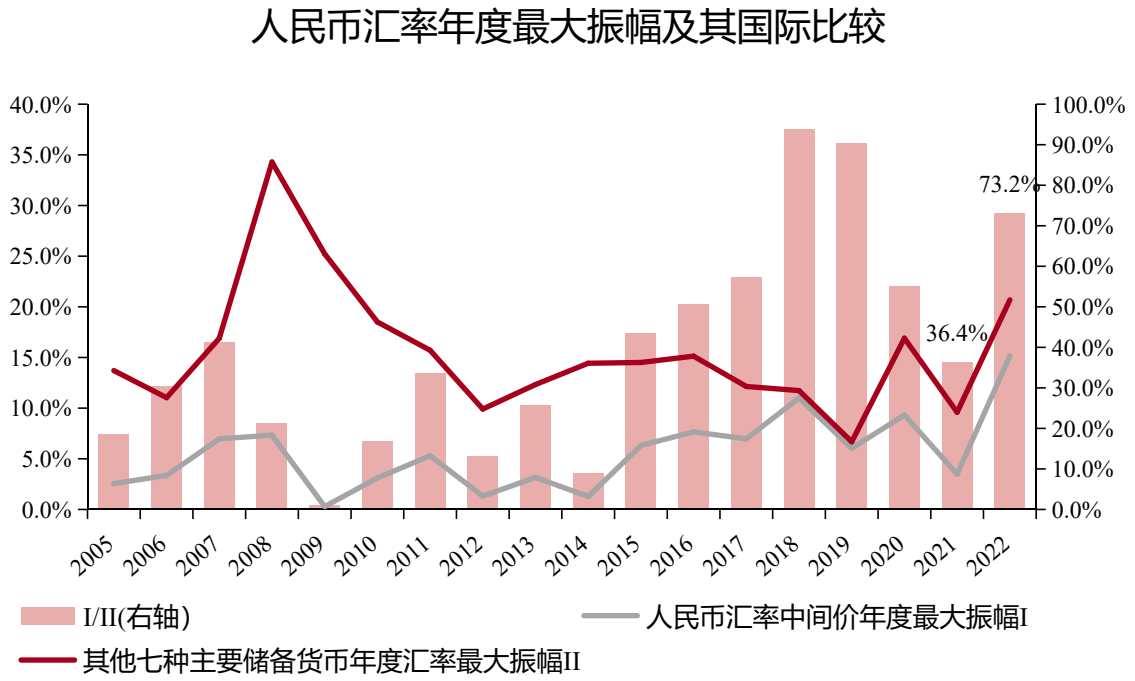
3 有序推进人民币国际化

中银证券

2022年中国外汇市场经历了人民币汇率大起大落、宽幅震荡



资料来源：万得，中银证券



资料来源：万得，中银证券

中银证券

年初提示了美联储紧缩可能带来的风险，提出溢出影响大致分为四种场景/四个阶段，中国已平稳度过第一阶段——美联储缩减购债，并预警正在进入第二阶段（历史经验的逻辑）

- 管涛：发达经济体货币紧缩对中国的溢出渠道及应对，财经智库， 2022年2月底撰文、3月底发表（2月19日CWM50）；
- 管涛：2022人民币汇率走势何去何从？，清华五道口云课堂，2022年3月12日;
- **管涛：2014年中国外汇市场形势转折的经验与启示，中国货币市场，2022年3月30日；**
- 管涛：若美联储货币紧缩力度超预期，人民币汇率或会重新承压，2022清华五道口全球金融论坛发言， 2022年4月16日。

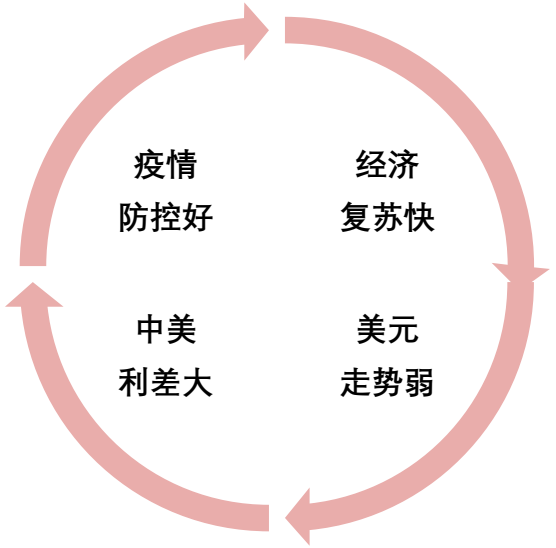
第一个场景或阶段	• 美联储温和有序紧缩，中国外资流入减缓，人民币升值减缓
第二个场景或阶段	• 美联储更加激进的加息甚至同时启动缩表，会引起美国经济金融市场动荡，导致中国阶段性资本外流，人民币汇率有涨有跌、双向波动
第三个场景或阶段	• 美联储货币紧缩力度超预期，有可能刺破资产泡沫，引发经济衰退，中国将难以独善其身，人民币汇率会重新承压
第四个场景或阶段	• 危机之后，美联储重回货币宽松，如果中国能继续保持经济复苏在全球的领先地位，就可能重现资本回流，人民币汇率会更加强势

资料来源：万得，中银证券

2022年3月初以来人民币汇率冲高回落：均值回归的逻辑；做好自己的事情

- 3月11日至15日，俄乌冲突风险外溢叠加中概股监管加强、国内疫情大幅反弹，人民币汇率快速回调，一举抹去年内所有涨幅，之后围绕去年底的水平反复震荡。
- 4月18至22日，美联储更加“鹰歌”嘹亮，美指加速反弹，国内疫情蔓延未得到有效控制，加重了市场对国内经济复苏和出口前景的担忧，4月20日人民币汇率交易价跌破6.40。到5月16日，中间价和收盘价较年内高点最多各下跌了7.2%，盘间跌破过6.80，创下2020年10月份以来的新低。
- 5月17日起，止跌回升，中间价和收盘价最多分别升至6.6550和6.6457，之后围绕6.70上下波动。
- 8月19日跌破6.80，8月29日起先后跌破6.90，9月15日收盘价破7.0，9月23日破7.10，9月26日中间价破7.0；10月底11月初创2007年底以来新低。之后，触底反弹，到12月初重新升回7.0以内。
- **全年，中间价和收盘价分别累计下跌8.5%和8.3%，期间较年内高点最多分别下跌13.2%和13.8%；CFETS人民币汇率指数较上年底下跌3.9%，美元指数上涨7.8%。**

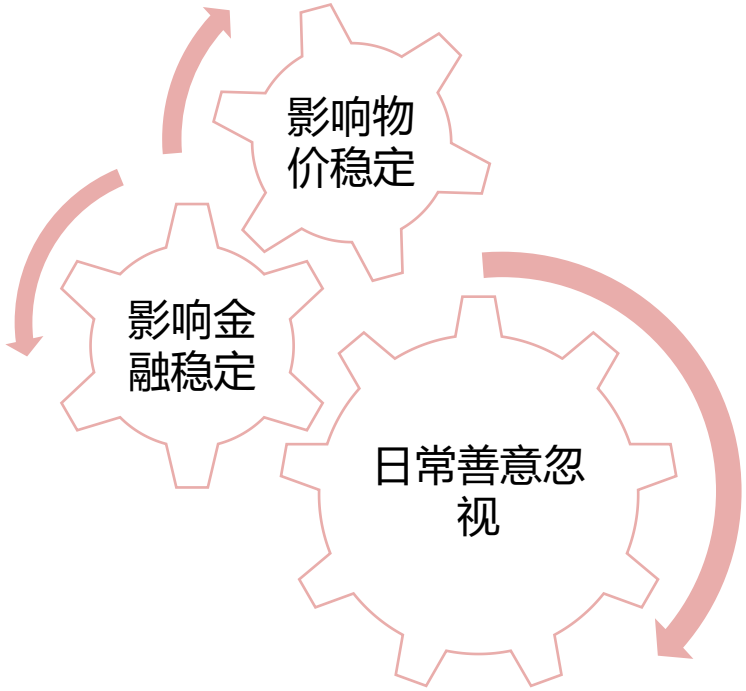
2020年下半年支持人民币升值的四大利好



本轮人民币汇率调整值得担心吗？

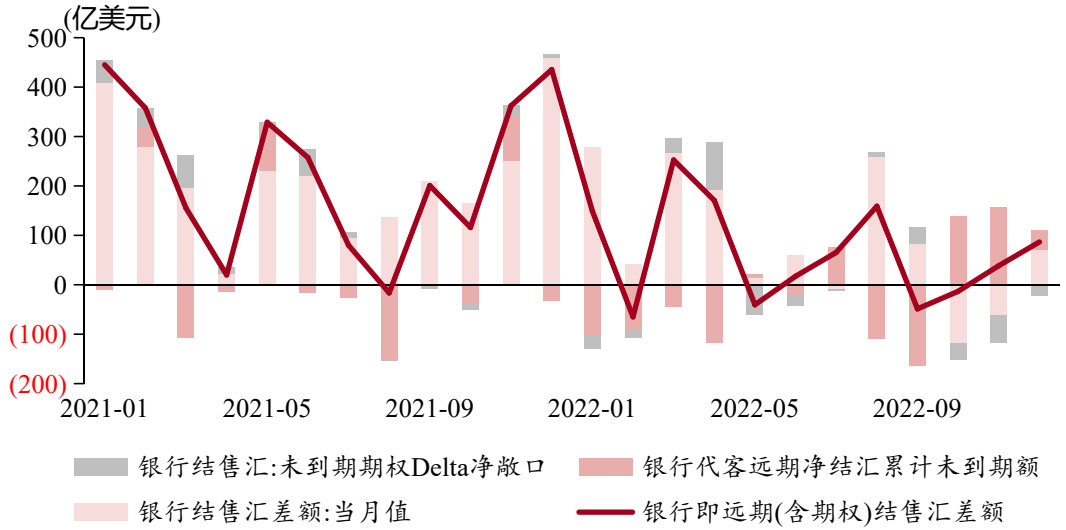
- 汇率弹性有助于各国做出调整，以适应各国货币政策收紧步伐的差异。**如果汇率变动阻碍了央行货币政策的传导机制和/或产生了更广泛的金融稳定风险，则可以使用外汇干预措施。**此类干预措施应成为IMF综合政策框架中规定的解决脆弱性的综合方法的一部分。

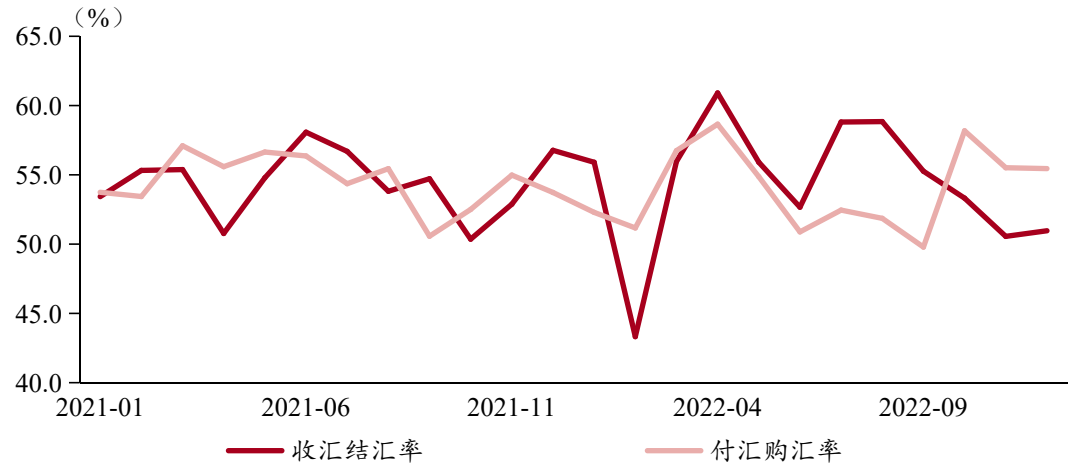
——IMF2022年10月秋季《全球金融稳定报告》



中银证券

没有影响国内金融稳定：境内外汇供求基本平衡，低买高卖的汇率杠杆调节作用正常发挥



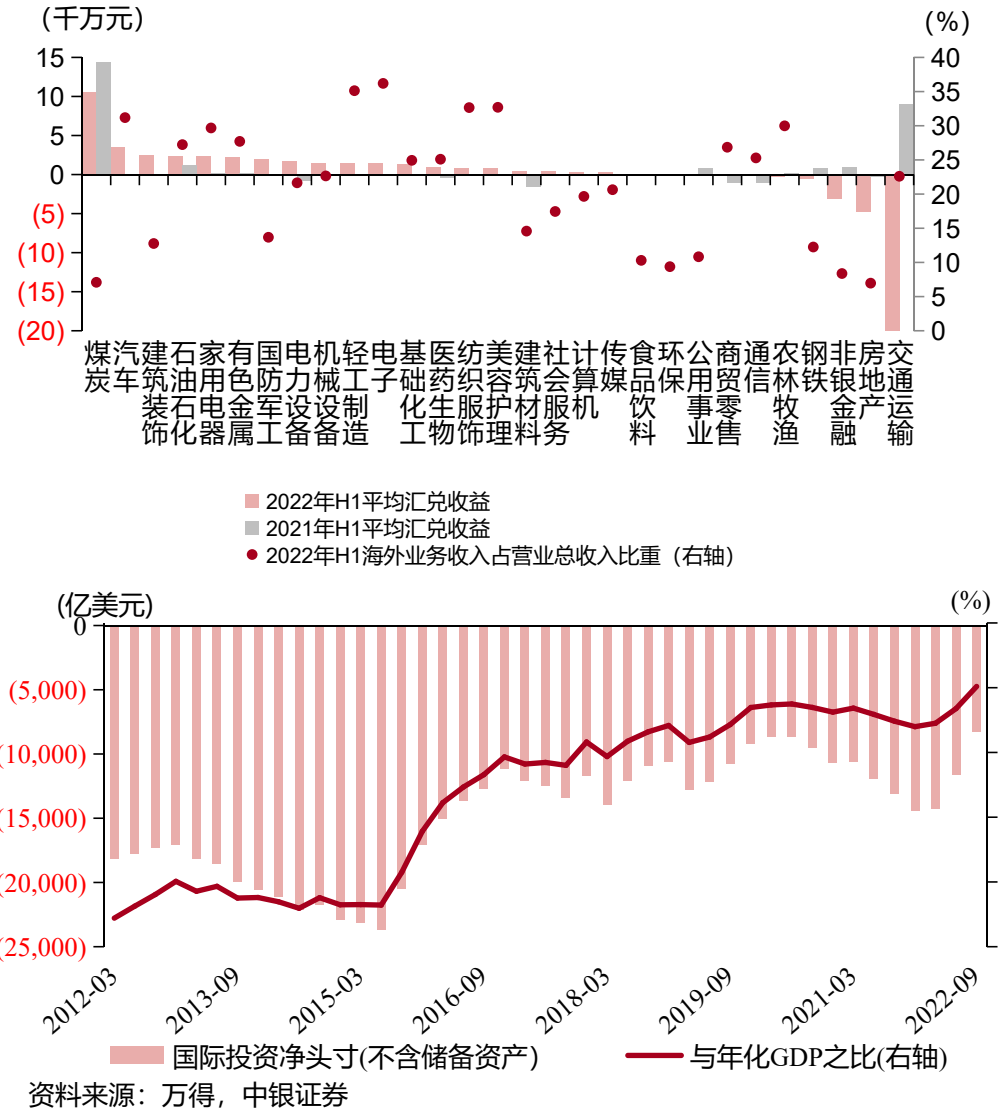


资料来源：万得，中银证券

- 境内外汇供求保持基本平衡。
  - ✓ 全年，银行即远期（含期权）结售汇合计顺差771亿美元。其中，仅2、5、9、10月份出现少量逆差，平均逆差42亿美元。
- 汇率杠杆调节作用正常发挥。
  - ✓ 2022年3月至10月（贬值期间），剔除远期履约额之后的银行代客结汇额占涉外外汇收入比重（收汇结汇率）均值为55.0%，大于2020年6月至2022年2月（升值期间）均值53.9%；
  - ✓ 银行代客购汇额占涉外外汇支出比重（付汇购汇率）均值为53.8%，小于2020年6月至2022年2月均值55.9%。

汇率调整未影响国内金融稳定：贸易渠道+金融渠道；股市与汇市有相关性但无因果关系；外资担心的不是汇率的涨跌，而是“不可交易”的风险

- 根据万得数据统计，2022年上半年， A股上市公司（不包含财务数据异常的公司）净汇兑收益共为307亿元人民币，去年同期则为净损失33亿元。其中，有2828家上市公司出现汇兑收益，占到A股上市公司的59.3%。
- 2022年二三季度，民间对外净负债减少5996亿美元，其中汇率波动的负估值效应贡献了89%。



资料来源：万得，中银证券

中银证券

主要内容

1 人民币汇率走势回顾

2 人民币汇率走势前瞻

3 有序推进人民币国际化

中银证券

2022年底以来的人民币汇率反弹行情（强预期、弱现实）：任何时候影响汇率升贬值的因素是同时存在的，只是不同时期不同因素在发挥主要的影响作用，且影响力是此消彼长的

利多：美指冲高回落
• 美国经济数据起伏 • 海外紧缩预期波动 • 稳增长进一步发力 • 行业监管政策调整 • 疫情防控政策优化 • 宏观审慎措施重启 • 中国经济加快复苏 • ……

利空：美元继续冲高
• 国内疫情反弹 • 金融风险处置 • 经济恢复放缓 • 海外激进紧缩 • 全球经济滞胀 • 国际金融动荡 • 地缘政治冲突 • ……

2023年人民币汇率走势充满悬念，将会有三种前景、两个前途：金融冲击或演绎为“金融+实体经济”冲击

第一个场景或阶段	• 美联储温和有序紧缩，中国外资流入减缓，人民币延续强势但升值放慢
第二个场景或阶段	• 美联储更加激进的加息甚至同时启动缩表，会引起美国经济金融市场动荡，导致中国阶段性资本外流，人民币汇率有涨有跌、双向波动
第三个场景或阶段	• 美联储货币紧缩力度超预期，有可能刺破资产泡沫，引发经济衰退，中国将难以独善其身，人民币汇率会重新承压
第四个场景或阶段	• 危机之后，美联储重回货币宽松，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，人民币汇率会更加强势

从2022年3月至2023年2月，美联储连续八此加息，累计达450BP，紧缩进入stay higher for longer的下半场，誓言反通胀坚持到底；鲍威尔3月7日出席国会听证会时表示，美联储或会以更快速度将联邦基金利率提升至较预期更高的水平；硅谷银行事件后面临三难选择

- 强调美联储致力于维护2%的通胀目标，当前尚未取得胜利，但**首次提到“反通胀”（disinflation），不仅承认了遏制通胀的进展，还屡次提到未来通胀超预期下行的可能。**
- 正在讨论再加息几次以达到适当的限制性立场，离这个水平不远了；**如果经济形势符合预期，预计不会在2023年降息，但也提到如果通胀回落比预期更快，货币政策也会保持灵活。**
- 许多指标显示美国就业市场仍旧强劲，**美国经济仍有可能实现软着陆。**
- **对于近期金融条件变化轻描淡写，**一方面强调称过去一年金融条件已明显收紧，而且美联储不是影响金融市场的唯一因素；另一方面表示金融条件没有太大变化，且市场短期变化也不是美联储的主要关注点。

➢ ——美联储主席鲍威尔，2023年2月2日议息决议

- 我们的货币紧缩进程有三个问题需要解决：**1）进程有多快 (how fast)；2）终点有多高 (how high)；3）持续有多长 (high long)。当我们接近足够限制性水平，加息速度变得没有第二、三个问题重要。**
- **目前做的太多的风险远小于做的太少。如果过度紧缩，我们可以用政策工具给经济提供支持（如疫情初期所做的那样），而如果做的太少，通胀变得根深蒂固，未来需要再度紧缩，就业的代价也会更高。**

➢ ——美联储主席鲍威尔，2022年11月2日议息决议

- 我今天无法告诉你下一次加息的规模。**2月加息规模将取决于未来的数据和就业市场，不过美联储强烈考虑将下次加息幅度调整到25个基点。**
- 预计明年某个时候住房通胀会下降；不过，**与非房市相关的服务业通胀将需要一段时间才能下降。预计服务业通胀不会迅速下降，因此我们必须提高利率。这就是为什么我们预期峰值利率会更高。**

✓ ——美联储主席鲍威尔，2022年12月14日议息发布会

Percent

Variable	Median[1] 2022	2023	2024	2025	Longer run
Change in real GDP	0.5	0.5	1.6	1.8	1.8
September projection	0.2	1.2	1.7	1.8	1.8
Unemployment rate	3.7	4.6	4.6	4.5	4.0
September projection	3.8	4.4	4.4	4.3	4.0
PCE inflation	5.6	3.1	2.5	2.1	2.0
September projection	5.4	2.8	2.3	2.0	2.0
Core PCE inflation[4]	4.8	3.5	2.5	2.1	
September projection	4.5	3.1	2.3	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path					
Federal funds rate	4.4	5.1	4.1	3.1	2.5
September projection	4.4	4.6	3.9	2.9	2.5

资料来源：美联储，中银证券

中银证券

2022年底中央经济工作会议定调了2023年经济工作主要目标及政策取向

面临的困难和挑战

- **经济恢复的基础尚不牢固，需求收缩、供给冲击、预期转弱“三重压力”仍然较大**
- 外部环境动荡不安，给我国经济带来的影响加深

指导思想

- 更好统筹疫情防控和经济社会发展，更好统筹发展和安全，**全面深化改革开放，大力提振市场信心，**把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，**突出做好稳增长、稳就业、稳物价工作，有效防范化解重大风险，推动经济运行整体好转，实现质的有效提升和量的合理增长，为全面建设社会主义现代化国家开好局起好步。**

五大政策：加大宏观政策调控力度，加强各类政策协调配合，形成共促高质量发展合力

- 积极的财政政策要加力提效
- 稳健的货币政策要精准有力
- 产业政策要发展和安全并举
- 科技政策要聚焦自立自强
- 社会政策要兜牢民生底线

六大统筹：经济发展面临的困难挑战很多，要坚持系统观念、守正创新

- 更好统筹疫情防控和经济社会发展
- 更好统筹经济质的有效提升和量的合理增长
- 更好统筹供给侧结构性改革和扩大内需
- 更好统筹经济政策和其他政策
- 更好统筹国内循环和国际循环
- 更好统筹当前和长远

五大工作：要从战略全局出发，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，纲举目张做好工作

- 着力扩大国内需求
- 加快建设现代化产业体系
- 切实落实“两个毫不动摇”
- 更大力度吸引和利用外资
- 有效防范化解重大经济金融风险

2023年政府工作报告确定了“三稳”工作目标：一低一高一平

2023年

- 国内生产总值增长5%左右；城镇新增就业1200万人左右，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右。

2022年

- 国内生产总值增长5.5%左右；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率全年控制在5.5%以内；居民消费价格涨幅3%左右。

2021年

- 国内生产总值增长6%以上；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3%左右。

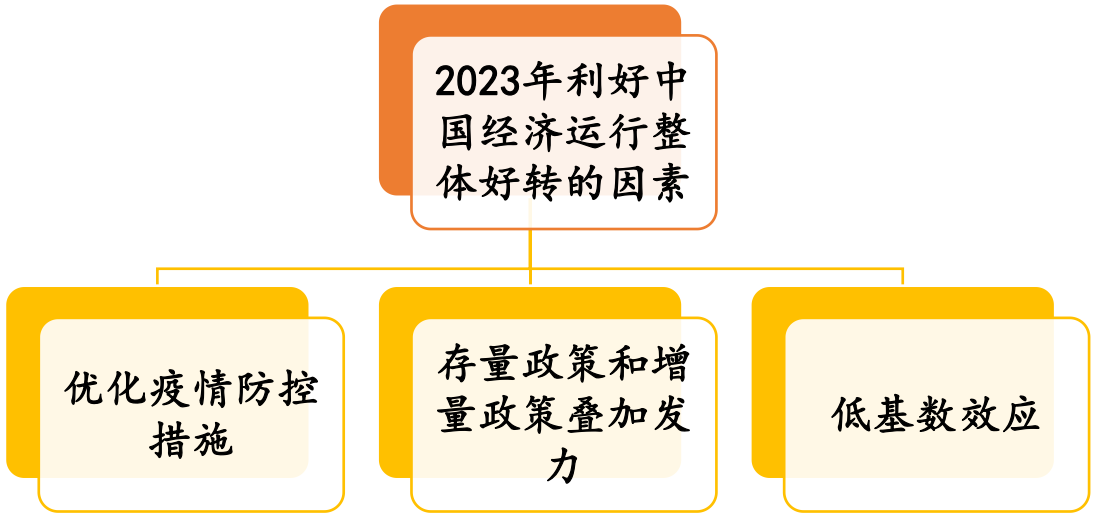
2020年

- 要优先稳就业保民生，坚决打赢脱贫攻坚战，努力实现全面建成小康社会目标任务；城镇新增就业900万人以上，城镇调查失业率6%左右，城镇登记失业率5.5%左右；居民消费价格涨幅3.5%左右。

2019年

- 国内生产总值增长6% - 6.5%；城镇新增就业1100万人以上，城镇调查失业率5.5%左右，城镇登记失业率4.5%以内；居民消费价格涨幅3%左右。

2023年推动经济运行整体好转既有机遇也面临挑战



机构	2023年中国GDP增速预期
IMF	5.2%（2023/01）
世界银行	4.3%（2023/01）
联合国贸发会	4.8%（2023/01）
摩根斯坦利	5.7%（2023/02）
高盛	5.5%（2023/03）
花旗银行	5.7%（2023/03）
JP摩根大通	5.6%（2023/03）

资料来源：万得，彭博，中银证券

疫情冲击

- 疫情反复
- 疫情疤痕效应
- 对潜在产出的影响

货币紧缩

- 美联储（higher for longer）
- 欧央行（未来还有更多次50BP的加息）
- 日本央行（12月20日扩大YCC的区间）
- 直接影响+间接影响；金融+实际冲击

金融风险

- 国内风险：房地产企业风险、地方政府债务风险、中小金融机构
- 外部风险的传染效应

大国博弈

- 俄乌冲突
- 小院高墙
- 脱钩断链

中银证券

2023年人民币汇率的三种情形

悲观情形

- “三稳”工作不如预期，人民币汇率有可能继续承压（1998）

基准情形

- 如预期完成“三稳”工作，人民币汇率或将是宽幅震荡略偏强势的行情（2021）

乐观情形

- 超预期完成好“三稳” 工作，人民币汇率有可能出现趋势性反弹（2008/2020）

主要内容

1 人民币汇率走势回顾

2 人民币汇率走势前瞻

3 **有序推进人民币国际化**

中银证券

中国在政策上已经完成了人民币从非国际化向国际化的转变

改革开放之前，作为外汇管制的一部分，人民币被限制用于跨境计价结算和携带现钞出入境。

改革开放以来，逐渐放松携带人民币现钞出入境，以及人民币用于边贸本币计价结算的限制。

2003年底启动中国香港银行办理个人人民币业务试点，次年迅速在中国澳门复制，为跨境人民币流通使用提供了正规的银行清算渠道。

2008年全球金融危机爆发，韩国央行提出与中国央行签订本币互换协议。2009年开始跨境贸易人民币计价结算试点，人民币国际化提速。

2010年7月19日，人民银行与中银香港修订《关于人民币业务的清算协议》，明确香港人民币业务参加行可以按照本地法规为企业和机构客户提供人民币银行业务，人民币资金进出内地需符合内地的有关规定。

2014年底中央经济工作会议首次提出“稳步推进人民币国际化”，2015年底十八届五中全会将“稳步推进人民币国际化”写入了“十三五”规划建议。

2018年1月《关于进一步完善人民币跨境业务政策促进贸易投资便利化的通知》提出，凡依法可以使用外汇结算的跨境交易，企业都可以使用人民币结算。

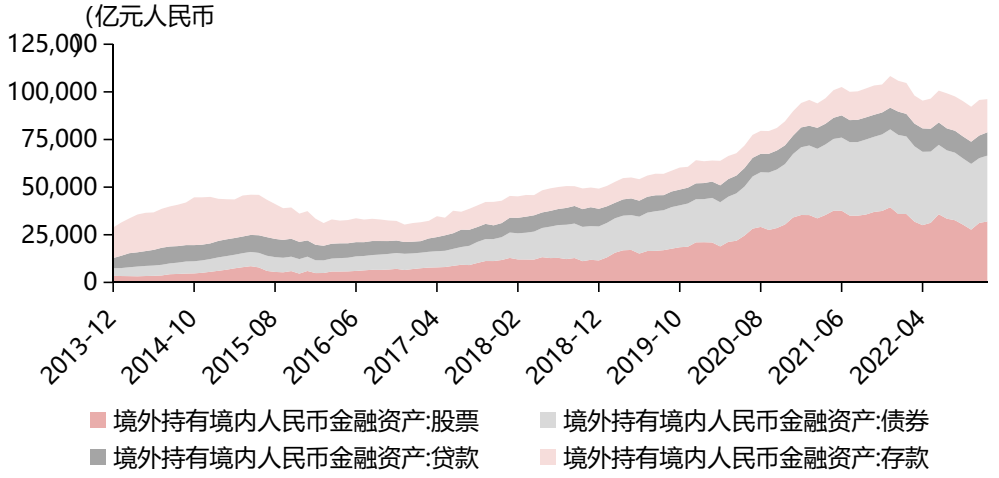
2020年底十九届五中全会“十四五”规划建议提出“稳慎推进人民币国际化”。

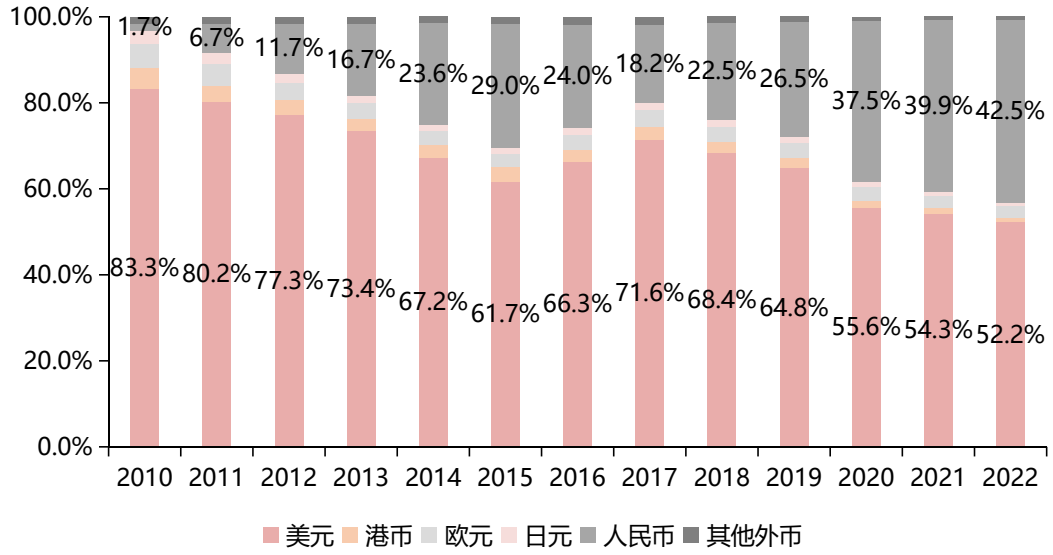
- 人民币国际化，或者用人民银行的话，我们是说**人民币在贸易与投资中的跨境使用。**
- **人民币国际化也有一个机遇，这个机遇就是国际金融危机的发生**，使得大家对于现有的国际货币体系有某种程度的不满意，或者信心不足，所以他们也开始愿意更多地使用人民币。
- 应该说，**人民币如果真是走向国际化，还有很多家庭作业没有做好，所以我们这些年主要注重于解除对于使用人民币的不必要的限制，包括一些法律法规、业务的条例，应该对人民币取消歧视，可以用硬通货的地方也可以用人民币，**这些工作都没有完全做完。
- 其中一个重要的问题，这个家庭作业里还有**稳步推进和逐步实现人民币的资本项目可兑换，这样能够在国际使用的便利程度上，在对人民币的信心方面，有更实质性的提高。**因此，从这个角度来讲，我们是说把自己的家庭作业、政策改革做好了，对于推广人民币使用方面我们并不事先安排速度、节奏、时点。谢谢。

✓ ——周小川行长2014年3月11日“金融改革与发展”答记者问

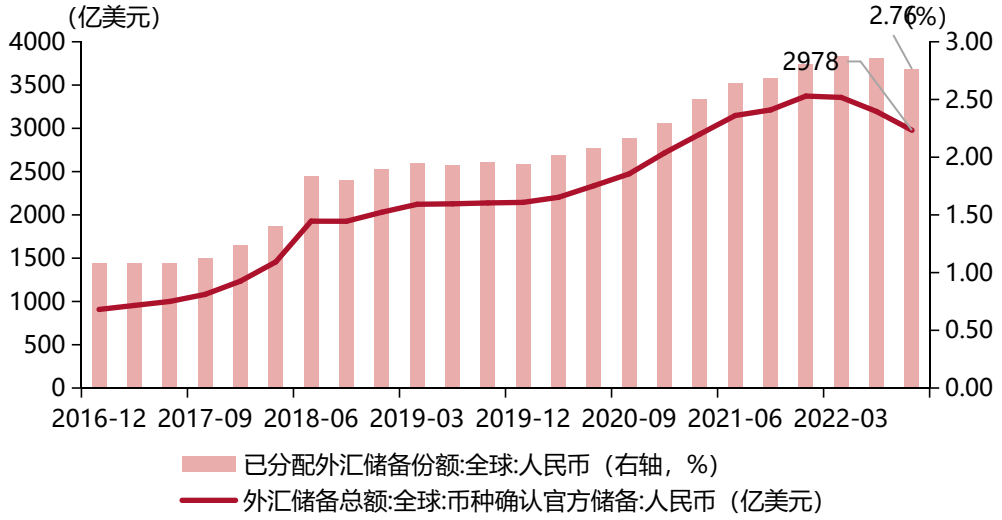
从离岸转向在岸驱动，人民币在国际上的接受和认可程度逐步提高

- 2015年底，人民币被国际货币基金组织批准加入SDR，成为第三大权重货币，2022年5月份定值重估时再次提高了权重。
- 到2022年底，境外持有境内人民币金融资产中，股票（4.8%）和债券（2.4%）合计占比69%，2014年底占比为27%。
- 人民币成为境内第二大跨境收付货币，第五大外汇储备货币、外汇交易货币、国际支付货币。
- 人民银行先后与40个国家和地区的央行或货币当局签署了双边货币互换协议，协议总额超过4万亿。





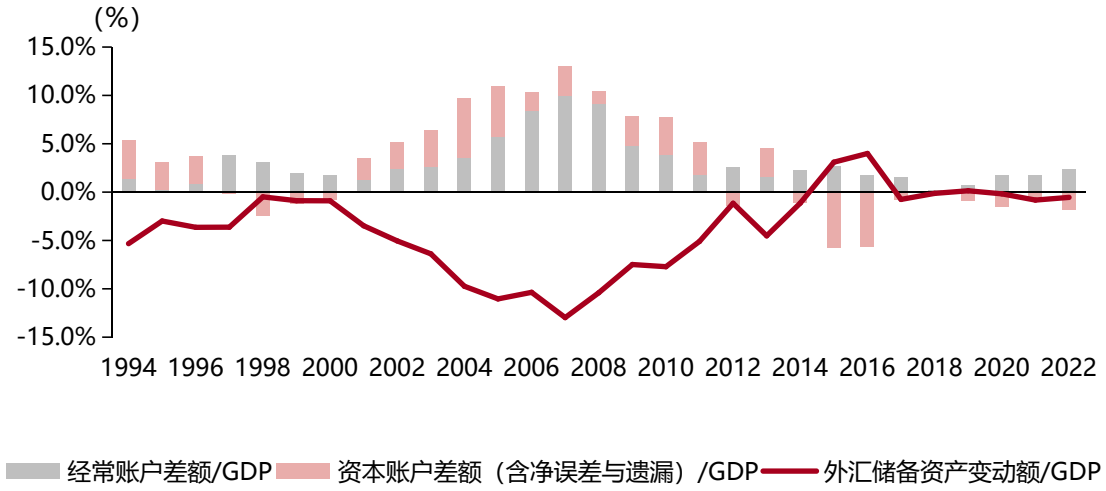
资料来源：万得，中银证券



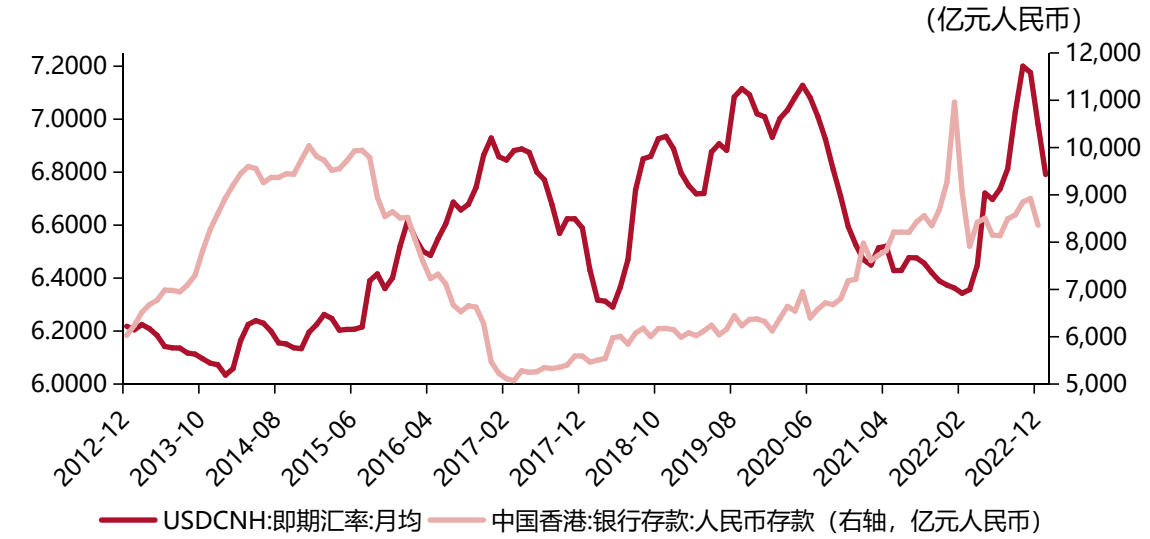
资料来源：万得，中银证券

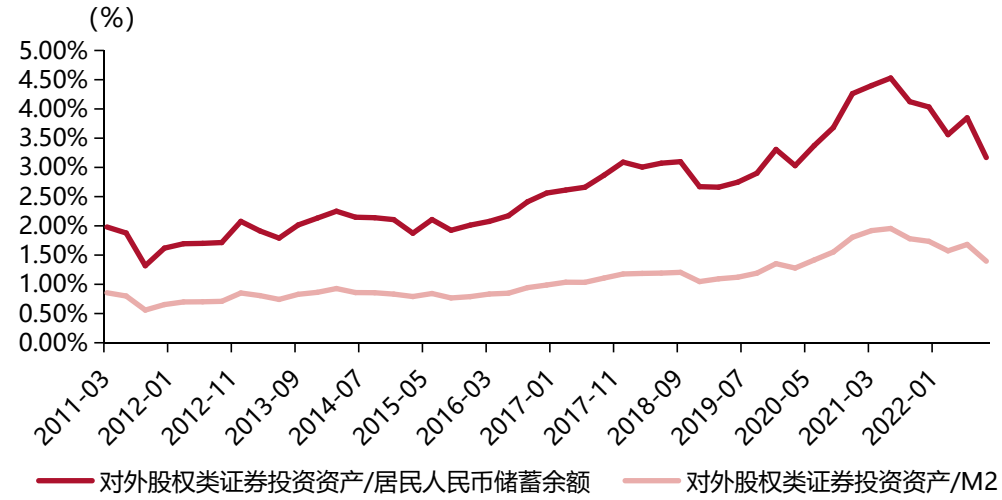
中银证券

2022年经受了极端情形的考验，充分展现了大型开放经济体的抗风险能力，保持了推动制度型开放的战略定力，“有序推进人民币国际化”被写入了2022年底的二十大报告，提法较“稳慎推进”更加偏积极



- 1998年，资本项目（含净误差与遗漏）净流出250亿美元，相当于GDP的-2.4%；2022年，资本项目净流出3176亿美元，相当于GDP的-1.8%。
- 2015年“8.11”汇改人民币汇率意外走弱，引发了中国香港人民币存款持续下降，加剧了CNH贬值压力。2022年2、3月份每月香港人民币存款下降过千亿，彼时人民币汇率仍处于强势，此后人民币存款余额围绕8500亿元上下盘整。





资料来源：万得，中银证券

资料来源：万得，中银证券

有序推进人民币国际化的机遇与挑战

机遇

- 系统性重要经济金融体系
- 稳步推进制度型对外开放
- 汇率市场化程度逐步提高
- 实施正常的财政货币政策
- 国际货币体系多极化发展

挑战

- 国际货币体系演变存在网络效应、路径依赖
- 国内外汇市场体量较小、制度安排有待完善
- 国内资本市场与海外成熟市场存在较大差距
- 金融市场对外开放层次有待进一步提高
- 贸易非价格竞争力较低，缺乏产品定价权
- 大国博弈加剧，全球化的去中国化风险上升

2023年3月3日国新办举行“权威部门话开局”系列主题新闻发布会介绍“坚定信心、守正创新，服务实体经济高质量发展”，潘功胜局长就人民币国际化问题发表看法

◆ 当前人民币国际化也面临一些比较好的环境和机遇。

- ✓ 随着人民币清算行和本币互换网络的建立，离岸人民币市场的发展，国内金融市场的开放，以及中资金融机构海外布局不断完善，**人民币已经初步具备了国际化使用的网络效应。**
- ✓ 随着人民币汇率形成机制改革的不断深化，人民币汇率弹性明显增强，**企业在跨境贸易、投融资中使用人民币以规避货币的错配风险的意愿上升。**
- ✓ 随着我国经济增长的动能恢复和金融市场的进一步开放，**人民币投资和避险功能逐步增强。**
- ✓ 随着国际地缘政治、经济发展环境的变化，**国际货币体系发展更趋多元。**

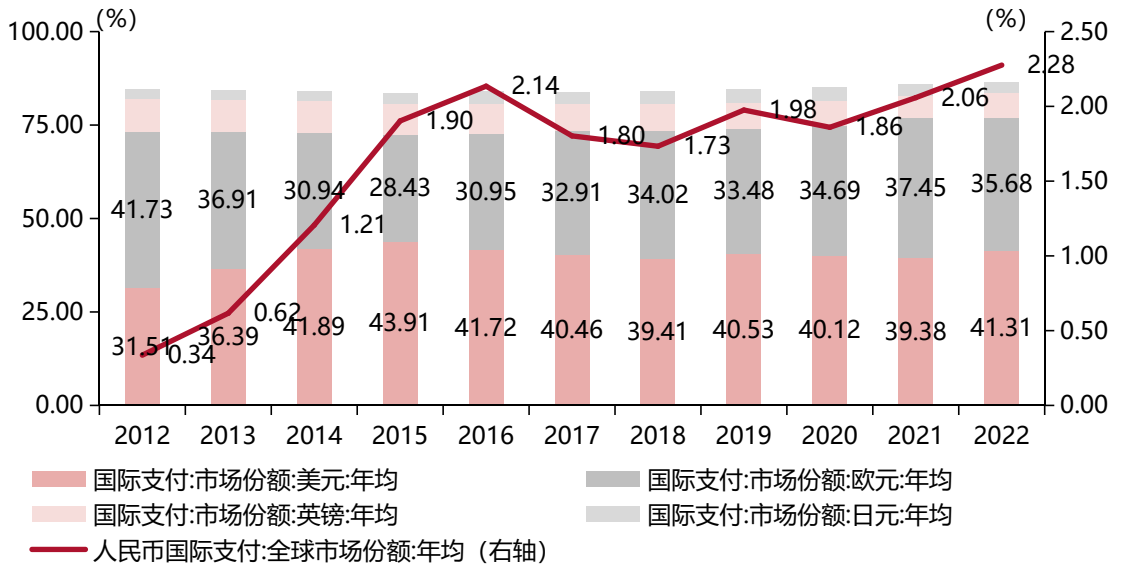
• 认真贯彻落实二十大精神，以市场驱动、企业自主选择为基础，统筹好发展和安全，有序推进人民币国际化。

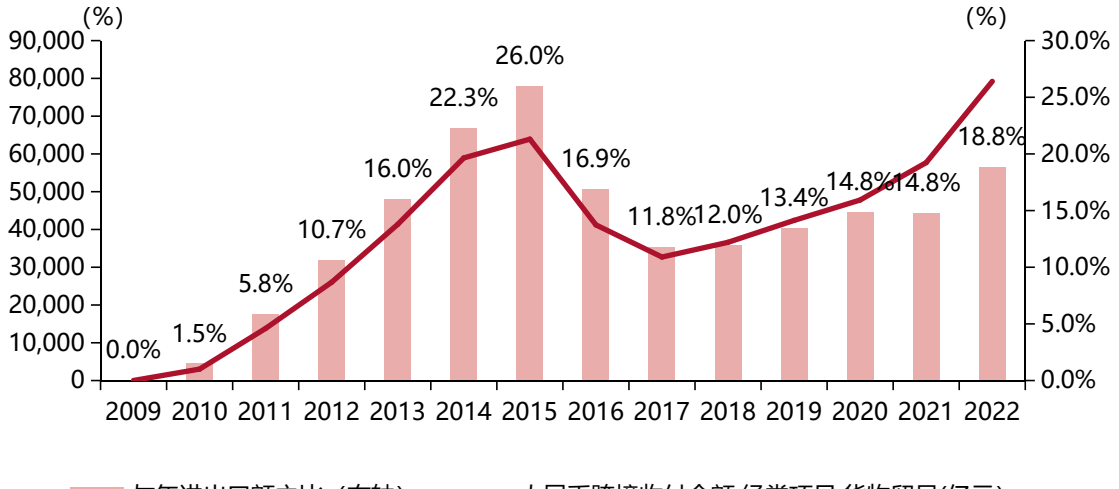
- ✓ 聚焦贸易投资便利化，进一步完善人民币跨境投融资交易结算等基础性制度，完善跨境人民币基础设施，扩大清算行网络。
- ✓ 加快金融市场向制度型开放转变，进一步提高我国外汇和金融市场开放和准入程度，构建更加友好、便利的投融资环境。
- ✓ 支持推动离岸人民币市场的健康发展，完善离岸市场人民币流动性的供给机制，丰富离岸市场人民币产品体系，促进人民币在岸离岸市场的良性循环。
- ✓ 提升在开放条件下跨境资金流动的管理能力和风险防控能力，建立健全本外币一体化的跨境资金流动的宏观审慎管理框架，防范跨境资金流动风险。

“十四五”规划的提法对于今天仍有重要指导意义：稳慎推进人民币国际化，坚持市场驱动和企业自主选择，营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系

- 扩大跨境人民币结算和融资服务规模
- 提升跨境人民币结算便利化服务水平
- 加大外贸新业态企业支持力度
- 促进大宗商品领域计价结算和融资发展
- 更好提供资本市场互联互通下证券投资服务
- 提升个人跨境人民币结算服务能力
- 持续提供重点发展与合作区域人民币国际化服务
- 丰富离岸人民币市场产品服务类型
- 加强对境内外企业和金融机构人民币清算服务
- 提供人民币国际化市场信息分析服务

——中国银行《 支持外经贸企业扩大人民币跨境使用促进贸易投资便利化行动方案》



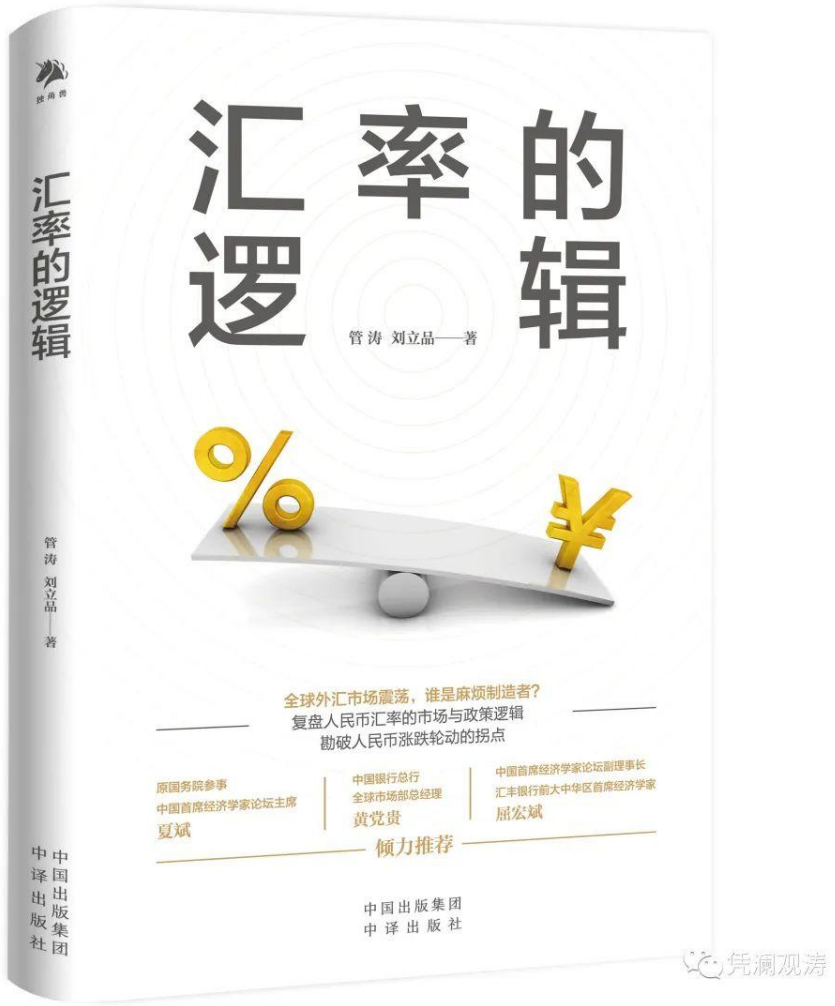


中银证券

主要结论

- 2022年人民币汇率冲高回落是市场自发的纠偏。从金融稳定和物价稳定的角度看，2022年人民币汇率波动不是国内货币政策的掣肘。汇率灵活性增加，有助于发挥吸收内外部冲击的“减震器”作用，增强货币政策自主性，减轻行政干预依赖，提振投资者信心。
- 任何时候影响汇率升贬值的因素同时存在，切忌“打哪儿指哪儿”。2023年人民币汇率既可能涨也可能跌。人民币涨跌不取决于美元强弱和中美利差，而取决于中国经济基本面。2023年中国经济企稳回升可期，但保持推动高质量发展的战略定力，更多靠内生性增长而非外部强刺激。
- 人民币国际化已经取得积极进展。有序推进人民币国际化机遇与挑战并存，关键是要做好自己的事情，保持经济运行在合理区间，完善宏观经济治理，大力发展国内金融市场，稳步推进制度型对外开放。有序推进人民币国际化要更好统筹发展和安全，坚持市场驱动、企业自主选择，政府、企业、金融中介机构各司其职。

欢迎关注微信公众号“凭澜观涛”和新书



谢谢观赏