

汇率的 逻辑

管涛 刘立品——著



全球外汇市场震荡，谁是麻烦制造者？

复盘人民币汇率的市场与政策逻辑

勘破人民币涨跌轮动的拐点

原国务院参事
中国首席经济学家论坛主席
夏斌

中国银行总行
全球市场部总经理
黄党贵

中国首席经济学家论坛副理事长
汇丰银行前大中华区首席经济学家
屈宏斌

倾力推荐

中国出版集团
中译出版社

汇率的逻辑

管涛 刘立品——著

中国出版集团

中译出版社

图书在版编目（CIP）数据

汇率的逻辑/管涛，刘立品著. --北京：中译出版社，2022.10

ISBN 978-7-5001-7131-7

I. ①汇... II. ①管... ②刘... III. ①人民币汇率-研究 IV. ①F832.63

中国版本图书馆CIP数据核字（2022）第117285号

汇率的逻辑

HUILÜ DE LUOJI

著者：管涛 刘立品

策划编辑：于宇 方荟文

责任编辑：方荟文

营销编辑：马萱

出版发行：中译出版社

地址：北京市西城区新街口外大街28号普天德胜大厦主楼4层

电话：（010）68002494（编辑部）

邮编：100088

电子邮箱：book@ctph.com.cn

网址：<http://www.ctph.com.cn>

印刷：中煤（北京）印务有限公司

经销：新华书店

规格：710mm×1000mm 1/16

印张：18.5

字数：245千字

版次：2022年10月第1版

印次：2022年10月第1次印刷

ISBN 978-7-5001-7131-7

定价：78.00元

版权所有 侵权必究

中译出版社

目录

[自序 逻辑比结论更重要](#)

[第一章 又猜到了这次人民币升值的开头](#)

[第一节 当前全球货币宽松的影响及对策建议](#)

[第二节 猜到了这次人民币汇率升值的拐点](#)

[第三节 较早就开始质疑“汇率新周期”说](#)

[第四节 人民币汇率升值对2020年外贸出口的影响分析](#)

[第二章 逻辑比结论更重要](#)

[第一节 汇率的两个“自动稳定器”作用](#)

[第二节 猜到了2021年人民币汇率没有想象的那么强](#)

[第三节 四因素促成2021年5月底的人民币急涨行情](#)

[第四节 2021年9月美指新高下，跌不动的人民币](#)

[第五节 用发展外汇市场的办法促进汇率纠偏](#)

[第三章 人民币汇率与A股不得不说的故事](#)

[第一节 关于汇率与股价关系的相关理论及国际比较](#)

[第二节 关于汇率与股价关系的中国经验](#)

[第三节 2020年7月A股飙升行情与“热钱”的关系](#)

[第四节 2021年5月底人民币急涨行情中境外资金坐庄的影子](#)

[第五节 从2021年5月人民币急升行情看加快外汇市场发展的紧迫性](#)

[第四章 顺差从哪来，又去哪了](#)

[第一节 当前人民币升值压力是来自“热钱”流入吗](#)

[第二节 银行结售汇顺差对市场流动性的影响](#)

[第三节 贸易顺差去哪了](#)

[第四节 再议银行结售汇顺差去哪了](#)

[第五节 本轮升值中国没有积累新的民间货币错配](#)

[第五章 宏观调控的新挑战](#)

[第一节 追求高质量发展是跨周期调节的重要逻辑出发点](#)

[第二节 疫情冲击下经济周期轮动是跨周期调节的现实挑战](#)

[第三节 还猜对了2021年的中国货币政策](#)

[第四节 2022年，在高质量发展中稳定宏观经济大盘](#)

[第五节 央行上缴结存利润更多是财政政策而非货币政策操作](#)

[第六节 中国利率长期趋势与股市前瞻](#)

[第六章 美联储紧缩是人民币“三连涨”的终结者吗](#)

[第一节 2015年中美货币政策错位对中国影响的经验及启示](#)

[第二节 2015年和2022年中美货币政策分化的比较及启示](#)

[第三节 2022年2月人民币汇率升值的新逻辑](#)

[第四节 俄乌冲突下人民币非典型的避险货币特征](#)

[第五节 央行为何“爽约”2022年3月降息](#)

[第七章 开放的双循环](#)

[第一节 中国金融双向开放的机遇与挑战](#)

[第二节 “十四五”规划部署稳慎推进人民币国际化](#)

[第三节 中国境外证券投资的“家底”](#)

[第四节 揭开中国外汇储备持有和经营的神秘“面纱”](#)

[第五节 货币金融条件指数：本外币政策协调的新思路](#)

自序 逻辑比结论更重要

《汇率的逻辑》是我第五本关于人民币汇率的专著，距离上一本《汇率的突围》出版才过去了一年半时间。这其实反映了过去这段时间以来，人民币汇率话题的持续火爆。

间隔这么短时间又出专著，一方面是因为从体制内出来以后有了更多时间思考和写作，另一方面也是因为对政策与市场逻辑相结合的研究框架比较有信心。比如，我们又“猜到”了始于2020年6月的人民币升值以及2022年4月的人民币急跌。

早在2020年5月，我承担中国财富管理50人论坛课题《覆水难收：当前全球货币宽松情况、影响及建议》时就分析指出，美联储大放水对中国的一个中长期影响是竞争性贬值。“中国作为好的新兴市场，在市场恐慌和信用紧缩警报解除后，有可能重现资本流入，在让汇率更多由市场决定的情况下，大概率会出现短时期人民币汇率较快升值。”同年6月初，在5月底人民币汇率创12年来新低之际，我又撰文指出，消息面对人民币汇率走势的影响是暂时的，下半年疫情防控好、经济复苏快等基本面对人民币汇率的支撑作用将逐步显现。结果，从2020年6月初开始，人民币汇率震荡升值，到2022年3月初累计升值13%，创2018年5月以来新高。

2021年底2022年初，我提示这波人民币升值可能面临市场或政策纠偏引发的回调风险。2022年4月16日参加清华五道口全球金融论坛时，我明确表示，美联储紧缩对人民币汇率的影响有四个场景或阶段，目前中国已平稳度过了第一个阶段——美联储缩减购债，中美利差收敛，外资流入减缓，人民币继续升值但升值放慢；随着美联储进一步紧缩叠加其他因素的影响，对中国跨境资本流动和人民币汇率走势的影响将进一步显现。结果，4月20日起，人民币汇率急跌，连连跌破6.40、6.50和6.60关口，离岸人民币汇率一度跌至6.70附近。4月，人民币汇率跌了

4%左右，单月跌幅创2015年“8·11”汇改以来新高^[1]。

我们为什么又“猜到”了人民币汇率走势？主要是因为我们一直奉行“逻辑比结论更重要”的分析框架，将市场与政策的逻辑结合起来，归纳起来主要有以下四个方面。

一是历史经验的逻辑。尽管人不可能两次踏入同一条河流，但曾经发生过的事情值得参考和借鉴。这得益于我浸淫中国外汇市场研究近30年的经验。当2011年9月爆发欧美主权债务危机，大家都认为中国将面临更大规模的外资流入和人民币升值压力时，我们明确提出，历史上人民币是风险资产而非避险资产，在全球金融动荡时难以独善其身。结果，2011年10月首次遭遇香港地区人民币购售业务的购汇额度告罄，12月更是遭遇了境内银行间市场人民币汇率连续一个多星期跌停（详见《汇率的本质》第七章第二节）。2015年2月，根据亚洲金融危机内有经济下行、外有美元升值的教训，我在中国经济50人论坛年会上预警：“亚洲危机有可能离我们越来越近了。”结果，半年之后爆发了市场贬值恐慌。其实，当年7月，我就曾撰文《谨防今天的股市变成明天的汇市》（详见《汇率的本质》第七章第六节）。

2022年2月以来，我们多次预警美联储进一步紧缩可能带来冲击，主要也是汲取了2014年外汇形势转折的经验教训。2014年上半年，各方还在极力化解人民币升值压力，年初人民币汇率升至6.0附近，6月底外汇储备余额创历史新高，但下半年境内外汇持续供不应求，年底人民币转为偏贬值压力。这早于2015年股市异动和“8·11”汇改。

二是相对价格的逻辑。汇率是两种货币的比价关系，是一种相对价格。这明白地告诉我们，研究人民币汇率问题，不能仅看中国会发生什么，还要看海外特别是美国会发生什么。基于这种简单的逻辑出发点，我们“猜到”了2021年人民币走得没有想象的那么强。2020年底2021年初，我们一再强调，2020年下半年支持人民币汇率走强的多重利好——

疫情防控好、经济复苏快、中美利差大、美元走势弱等，在2021年都有可能发生动态演变，并直言人民币汇率升破6将是小概率事件（详见本书第二章第二节）。结果，2021年，尽管美元强、人民币更强，但人民币兑美元双边汇率仅升了2%多，年内最高价也就涨到6.35附近。其实，用这种逻辑同样可以解释2022年4月的人民币急跌行情。2021年只是人民币的利好因素淡化，但进入2022年4月，这些利好甚至转为利空，如美元指数创2016年底以来的新高、中美利差收敛甚至倒挂、国内疫情反弹影响经济循环畅通。

值得一提的是，2020年美元指数先涨后跌，当时很多人预言美元将进入中长期贬值通道。但我早在2020年10月就撰文指出，不要轻言汇率新周期，如果未来美指反弹超过2016年的高点，则意味着美元仍处于2011年4月这波大升值周期中（详见本书第一章第三节）。2020年底2021年初，我又指出，市场风险偏好改善利空美元，但主要经济体都在大放水，美元贬值的时间及幅度将取决于疫后主要经济体经济修复的速度，而本次疫情暴发前美国经济基本面要好于欧洲和日本（详见本书第二章第二节）。结果，2021年，由于美国经济在发达经济体中率先复苏，货币紧缩预期较强，推动美元不跌反涨。进入2022年4月，美元更是进一步涨至近年来的新高。这波美元急涨正是前述人民币急跌的诱发因素之一。

三是均值回归的逻辑。任何时候，影响汇率升贬值的因素都同时存在，只是不同时期有不同因素在发挥主导作用。没有只涨不跌的货币，也没有只跌不涨的货币，一定是涨多了会跌、跌多了会涨，涨得快跌得也快。尤其是随着中国金融开放不断扩大，人民币汇率越来越市场化，也就越来越具有资产价格属性，顺周期的“羊群效应”以及偏离基本面的汇率超调会经常发生。2014年人民币加速升值，市场普遍预期人民币汇率将破6进入5时代，就是一次典型的汇率超调（详见《汇率的博弈》第三章第三节）。正是基于这种逻辑，我们一直提醒自己，不要先有观

点再找论据，“打哪儿指哪儿”。

也是基于这种逻辑，我们在2020年6月初的时候就敏锐地察觉到，市场出现了过度贬值的超调（详见本书第一章第二节）。当然，我们从来不说自己“预测”到了拐点，只是我们坚信规律只会迟到不会缺席。鉴于2020年6月以来的人民币升值已进入第三个年头，双边或多边汇率均累积了一定幅度。而且，在疫情持续冲击、百年变局加速演进的背景下，国内面临新的经济下行压力，美联储货币紧缩步伐加快，2021年底以来，我们也多次预警市场或政策力量导致的汇率纠偏（详见本书第六章）。

四是政策理性的逻辑。自1994年初汇率并轨以来，人民币就实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。2021年5月，中央银行再度重申，有管理浮动既适合现在，也适合将来。在这一制度框架下，人民币汇率灵活或僵化，则属于汇率政策操作的范畴。各种汇率选择（包括汇率制度和汇率政策）均各有利弊。故关于最优汇率选择的国际共识是，没有一种汇率选择适合所有国家以及一个国家的所有时期。有管理浮动属于汇率选择的“中间解”，固定和浮动汇率属于“角点解”。当面临外汇供求失衡压力时，汇率“中间解”通常面临市场透明度（即汇率为何涨跌）和政策公信力（即何为汇率稳定）的问题。易纲行长曾经撰文指出，“如果有管理的浮动可信度高，公众不会恐慌；如果可信度低，他们将跟进，抢先抛售本币资产。这时，市场汇率在市场机制下就会‘超调’。当政府反向操作的‘弹药’（外汇储备）告罄时，中间汇率制度即告崩溃”。

正是基于这一政策逻辑，2015年9月底（“8·11”汇改之初），我就展望未来外汇市场演进有三种场景：一是凭借央行建立的外汇市场信誉，投机者知难而退；二是如果出现好的消息，如国内经济企稳回升、美元指数回调等，央行不战而胜；三是如果人民币持续遭遇攻击，外汇储备持续消耗，央行汇率维稳将面临很大挑战（详见《50人的二十年》

欢迎访问：电子书学习和下载网站 (<https://www.shgis.com>)

文档名称：《汇率的逻辑》管涛 & 刘立品 著.pdf

请登录 <https://shgis.com/post/2705.html> 下载完整文档。

手机端请扫码查看：

