

TREND OF RMB

Exchange Rate and Impact on Banking Industry

人民币汇率

走势研判及对银行业的影响

■ 肖立晟 李泉剑

引发人民币汇率变动的主要原因

近两年来，中美货币政策逆向而行，利差也在不断扩大。新冠疫情暴发后，美国采取了极度宽松的财政政策与货币政策，经济强劲复苏，但通胀却升至四十年高位。为控制通胀，美联储大幅收紧货币政策。2022年3月，美联储开始大幅加息。截至2023年12月，美联储已累计加息525个基点，联邦基金目标利率（下限）从零升至5.25%。美国银行间利率、国债收益率、存贷款利率等市场利率也随之大幅上升。

与美国先大幅降息后大幅收紧的货币政策不同，疫情以来，中国采取了小步放松的政策模式。货币市场利率方面，2020年至今人民银行共6次降低7天期逆回购利率，共计降息70个基点，将7天期逆回购利率从2.5%降至1.8%。信贷市场利率方面，人民银行共6次降低中期借贷便利（一年期）利率，共计降息75个基点，将中期借贷便利利率从3.25%降至2.5%。与此对应，LPR也同步下降。一年期LPR从4.15%降至3.45%，5年期LPR从4.8%降至4.2%。总的来看，近两年来中美宏观经济基本面的表现分化，货币政策取向也出现差异，这导致一系列政策利率及市场利率的走势明显背离。

需要指明的是，这一现象并非特例，历史上也曾

有过中美货币政策背离的时期。2008年金融危机以来，中美货币政策与利率背离的典型情况出现过三次。第一次是2009年中至2011年中。金融危机爆发后，中国经济率先强劲复苏。2010—2011年，人民银行5次上调贷款基准利率。美国经济复苏显著慢于中国。2009年虽然GDP增长率已经转正，摆脱衰退，但失业率仍高达8%以上。美联储维持零利率政策，并开启大规模量化宽松，市场利率仍在下行。中美货币政策显著背离。第二次是2014—2016年。美国经济复苏动能越来越强劲，失业率降至6%以下。2015年底，美联储正式启动加息。与此同时，中国经济周期走向下行阶段。2014年底至2016年初，人民银行6次降低贷款基准利率共计140个基点，并实施了5次全面降准，中美货币政策出现第二次背离。第三次是2017年底到2019年初。受中美贸易摩擦等因素影响，中国经济承压。人民银行5次全面降准，市场利率显著下降。而同期美国经济保持稳健增长，美联储继续缓慢加息，中美货币政策再次出现背离。

2023年以来，中美经济基本面与货币政策的差距仍在继续扩大。进入2023年，国内经济复苏之路并非一帆风顺，在经历了一季度的超预期复苏后，二季度开



始国内经济复苏的斜率边际放缓。此后，我国货币政策陆续加码：6月开始，央行两度调降中期借贷便利等政策利率，并于9月下调存款准备金率25个基点。不过，2023年美国的经济基本面却表现出超乎寻常的韧性，这也使得美国就业市场的紧俏程度和通胀粘性远超美联储的预期。为了应对物价上涨的压力，美联储不得不采取更加强硬的紧缩立场。2023年，美联储共加息四次，将货币政策利率提高了100个基点，而这也导致美债利率、美元指数表现强势，中美10年期国债利率倒挂的幅度一度超过2%。

在中美利差扩大的背景下，人民币汇率明显承压。2023年年初开始，人民币汇率再度进入贬值通道，在岸人民币汇率由1月中旬最低的6.7左右一路贬至9月初的7.35，离岸人民币汇率同样出现了明显的贬值。

国际资本的流动在本轮人民币贬值的过程中发挥了重要作用：在美联储大幅加息的背景下，国际资本流向主要发达经济体。2023年上半年，美国、英国、日本、加拿大、德国成为世界前五大跨境资本流动的目的地。其中，全球资本流向美国的趋势较为明显。据统计，2018—2022年，流向美国的跨境资本占跨境资本流动总额的26.1%，而2023年上半年占比上升到

33.9%。2023年1—6月，美国金融账户顺差上升至2015年以来最高，达到4590亿美元。

而在中美利差扩大的背景下，中国呈现出较大的资本外流压力。2023年上半年，中国国际收支平衡表金融账户逆差1266亿美元，呈现出显著的资本净流出。如果简单从金融项目这一最直接衡量金融资本流动的口径来看，2021年以来我国资本净流出已经达到2009年以来的峰值。

不过，近期人民币的走势似乎出现了一些变化：11月至今，在岸、离岸美元兑人民币汇率由7.3以上最高升至7.1以内，升值幅度近3%。与此同时，人民币汇率中间价与市场价之间的差值也迅速收窄。有观点认为，近两个月来人民币汇率的升值或受到季节性的外汇需求变化以及稳汇率政策的支撑。在港股上市公司分红季结束、出口商结汇需求回升、圣诞季海外商品进口增加等季节性因素的作用下，人民币汇率在年末往往会走强，如2017年至今，人民币汇率在四季度均有不同程度的升值。此外，岁末年初是国内各类重大会议举办的时间点，政策预期通常也会随之升温。而2023年以来，各类金融会议及政策文件均对外释放了较强的“稳汇率”信号，这使得人民币汇率更容易走出升值行情。



不过与上述因素相比，美元指数走弱可能才是近期人民币升值的主因。从时间角度看，本轮人民币升值与美元指数迅速回落起始的时间高度一致，都发生在11月2日。同时，近期人民币汇率的升值幅度也与美元指数和其他非美货币的变化幅度相近：11月2日至12月2日一个月的时间内，美元指数共下跌3.2%，同期在岸、离岸人民币汇率升值幅度分别为2.6%、2.9%，同为亚洲主要货币的日元升值幅度亦达到2.7%，但相对于其他货币，人民币汇率并没有出现过度升值的情况。而代表一篮子货币汇率的CFETS人民币汇率指数反而由11月3日的99.11降至11月30日的98.29。以上现象均表明，近期人民币汇率升值的驱动因素在“外”而不在“内”。

在经历了第三季度的触底反弹后，10月以来美国经济基本面再度出现了转弱的迹象。美国10月非农就业人数增加15万人，低于市场普遍预期的18万人。同时失业率升至3.9%，创2022年1月以来的最高水平，同样受到

市场关注的CPI、PMI等其他数据也纷纷不及预期。以上因素均导致市场对于美联储的紧缩预期明显降温，并带动美元指数冲高回落。此外，进入11月后美国财政部发债速度放缓，整个11月国债净发行额仅为2171亿美元，尚不及10月的一半。这也从边际上改善了美元的流动性状况，在利好美债的同时对美元指数形成压制。

人民币汇率走势展望

展望2024年，美元兑人民币汇率有望回升至“7”以内。虽然短期内较难看到明显的利好因素驱动人民币汇率继续升值，但从中期维度来看，中美经济基本面和货币政策之间差异的缩窄是较为确定的，人民币汇率也将受益于此。

一方面，2024年国内经济有望持续复苏。回顾2023年，国内经济复苏明显不及市场预期，而这背后的重要原因便是政策端保持了相当的定力，但这也为后续的政策加码留下了空间。虽然2023年我国实际GDP增

速有望高于5%，但两年平均增速实际上仅在4%左右，这意味着2024年需要出台更强力的稳增长政策。2023年12月召开的中央经济工作会议确定了“稳中求进、以进促稳、先立后破”的政策基调，相比于7月会议“稳中求进”的说法更加积极。并且，除了“强化宏观政策逆周期和跨周期调节”等此前已有的表述外，更是直截了当地指出要“多出有利于稳预期、稳增长、稳就业的政策”，这意味着在当前政策的基础上，后续各项政策都有望继续加码，国内的经济基本面也将随之改善。另一方面，从当前美国的通胀和就业情况来看，2024年美国的经济可能会延续缓慢降温的态势，美联储进一步加息的必要性并不高，本轮美联储加息周期大概率已经终结。当前，美国经济基本面仍在持续转弱，只是下行的斜率较市场预期更慢。而美国实际利率已经转正，货币政策的立场已经足够紧缩。而12月美联储议息会议的点阵图显示，2024年美联储或将降息三次，且会后美联储主席鲍威尔的表态亦明显“转鸽”。以上种种迹象均表明，在经历了约一年半的紧缩后，美联储的加息周期已经结束，2024年美联储政策利率及美债利率都有望回落。因此，2024年中美货币政策与市场利率之间的差异有望逐步缩窄，而在经历一段时间的震荡后，人民币汇率或将迎来新一轮升值。

人民币汇率变动对银行业的影响

人民币汇率波动会对银行的资产负债表造成明显影响。人民币汇率变动将会同时对银行的外币资本金、外汇负债及外汇资产造成影响。其中，在人民币大幅升值或美元大幅贬值的情况下，商业银行的资本金将严重缩水，增加银行的汇率风险。汇率风险的加大也将导致银行风险资产总额的增加，而这可能导致银行的资本充足率下降，并使银行面临更高的风险。此外，汇率变动也会引起外汇存款的大幅波动。若人民币有升值预期，则外汇存款规模将大幅缩小，而外汇贷款规模将有所增加，从而造成存贷比的不断攀升，资产和负债则可能出现不协调的局面。外汇资产结构不平衡，也会增加商业银行的流动性风险。

银行业务经营的不确定性增强。例如，人民币汇率波动可能影响银行的贷款定价。当人民币汇率升值时，借款人的还款成本可能会上升，这可能导致贷款违约率上升。反之，当人民币汇率贬值时，借款人的还款成本可能会下降，但这也可能降低银行的贷款收益。此外，人民币升值在鼓励进口的同时也抑制了出口，进口行业的相对价格降低，使得进口额升高，进口结算业务量随之增加；而出口价格的相对提高降低了出口产品的竞争力，出口规模缩小，出口结算业务量相对减少。汇率变化对国际贸易的双重影响导致了商业银行国际结算业务总量变化的不确定性，更会对国际结算业务的结构变化产生较大影响。

银行的风险管理压力上升。汇率变化导致银行资产负债总额和结构发生变化，增加了业务经营的不确定性，进一步提高了商业银行的汇率风险，也因此增加了其风险管理压力，尤其是对汇率风险的规避和管理能力。由于汇率波动的不确定性，银行可能需要更加频繁地调整其外汇头寸和风险管理策略，并不断创新汇率风险管理工具和技术，如运用外汇衍生品、建立外汇风险管理系统等，以降低汇率波动对银行业务的负面影响，这可能会增加银行的运营成本和风险管理难度。

不过，汇率的双向波动也为银行的业务创新带来了机遇。随着人民币汇率的波动，跨境金融需求逐渐增加。银行可以利用汇率波动带来的机会，开展跨境金融创新，如跨境贷款、跨境融资、跨境结算等业务。在人民币升值的情况下，针对出口型企业，银行可以提供更加专业的金融咨询服务，帮助企业进行外汇风险管理。这种服务模式创新，不仅能提高银行的业务水平，也能增强银行的竞争力和盈利能力。

(作者单位：中国社会科学院世界经济与政治研究所，九方金融研究所，其中肖立晟系中国社会科学院世界经济与政治研究所全球宏观经济研究室主任)

责任编辑：孙爽
976639255@qq.com