研究所年终宏观专稿之一（汇率篇）

山雨欲来风满楼

---2021年人民币汇率展望

智慧财富 金山银河

内容提要

- 2020年，人民币汇率在受到疫情、中美关系等冲击后，走出先抑后扬走势，而受制于各基本面影响，人民币汇率依旧有望在合理均衡的水平上，维持双向波动的格局。
- 但是，2015年的“811”汇改已经经历了5年多的时间，在新的形势下，人民币汇率面向自由化、市场可兑换化和人民币国际化必将迈出新的步伐。
- 我们预期双向波动的幅度参考境外的经验将进一步放宽，近期人民币的升值在某种意义上可认为是踏上了寻求双向波动上限的道路；我们还预期，参考境外的经验，对有管理浮动制度的核心，即中间价的管理也将有新的变化与突破。

目录

- 一．如何看待近期人民币的升值
- 二．在合理均衡水平上的进行双向波动依旧是基本格局
- 三．央行存在着一个未被明示的双向波动目标管理区
- 四．境外经验和教训给我们的启示
- 五．汇改有望有新突破
- 六． 汇率期货渐行渐近

智慧财富 金山银河

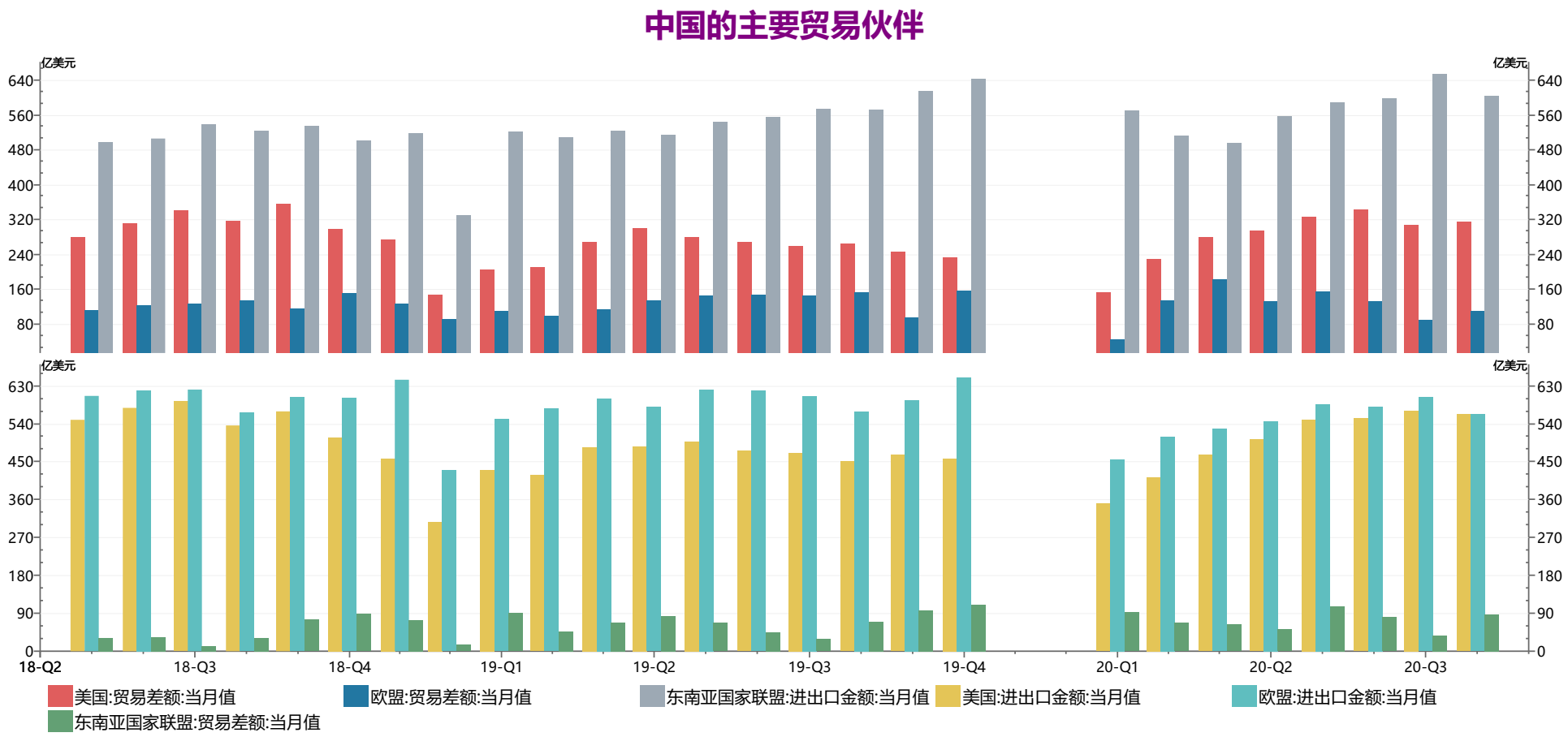
一．如何看待近期人民币的升值

- **首先，是因为疫情对境内外产生了不同的影响**
- **其次，由于美元走势的走弱，尽管这一影响是间接的**

假设人民币盯住的一篮子货币由美元、欧元、英镑、日元组成，即RMB=RMB/USA+RMB/EUR+RMB/GRP+RMB/JPY，该等式可以转换为：RMB=RMB/USD（1+USD/EUR+USD/JPY+USD/GRP）如美元指数上升，就是欧元、日元、英镑对美元贬值，即USD/EUR、USD/JPY、USD/GRP上升，为了保持等式的不变，要求RMB/USD回落，即人民币相对于美元下浮。反之则反然。

- **第三，中国加入了以东盟等国为核心的、全球最大的自由贸易区——RCEP。**

东盟是中国最主要贸易伙伴

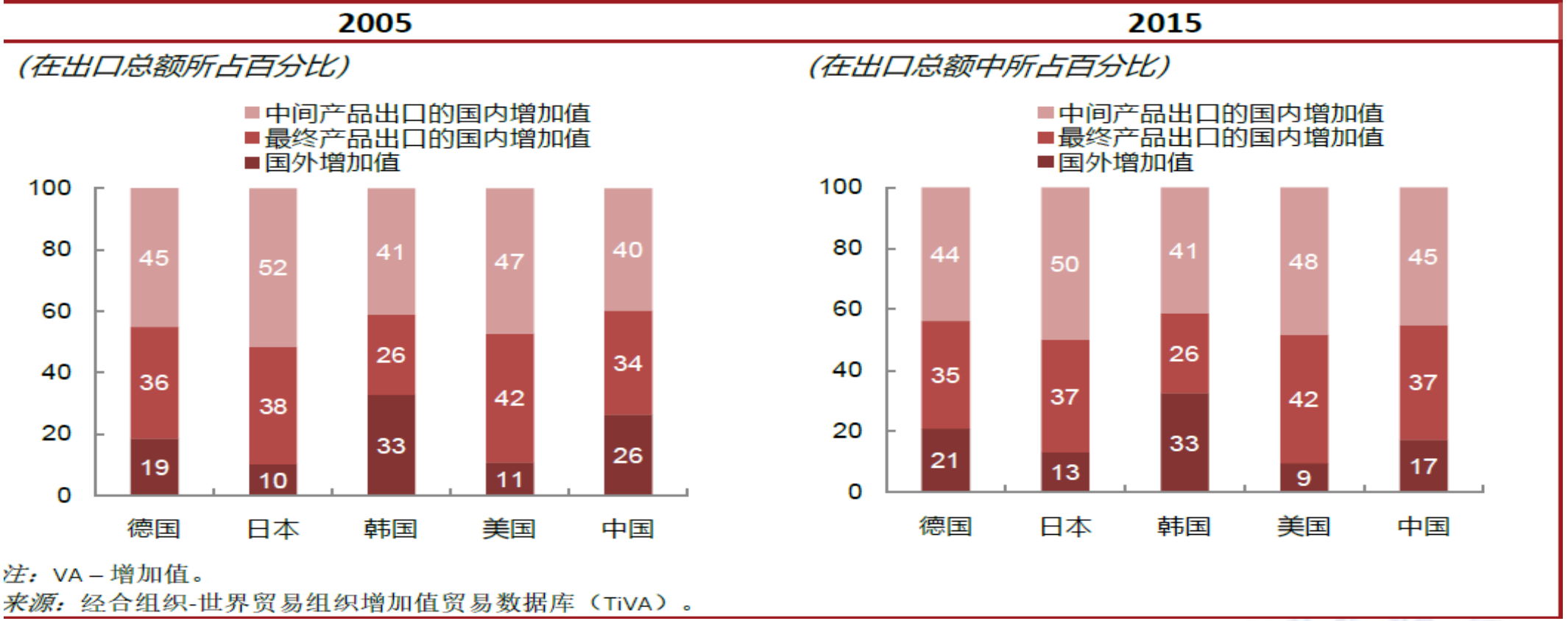


数据来源：Wind

400-886-7799 www.yhqh.com.cn

出口总额中，中间品贸易增加值比重不断提升

图 24：出口总额中包含的增加值

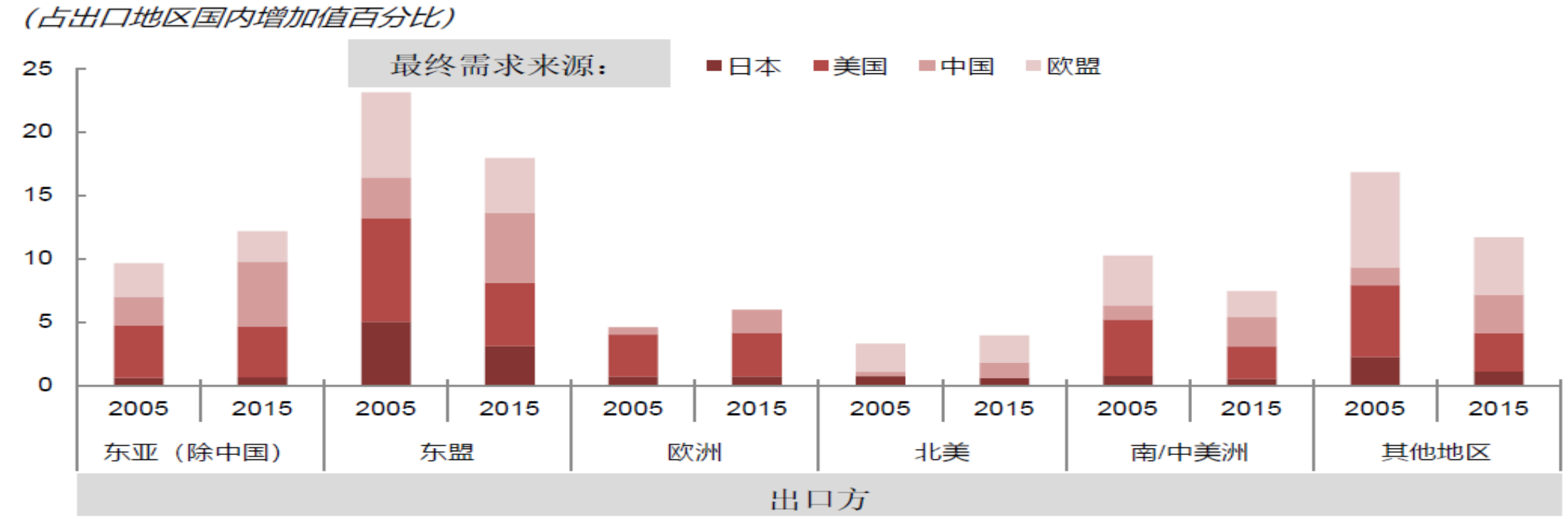


注：VA－增加值。

来源：经合组织-世界贸易组织增加值贸易数据库（TiVA）。

中国已经成为东盟等国的最终需求来源国

图 27：来自欧盟、日本、美国和中国的需求在国内增加值中占比



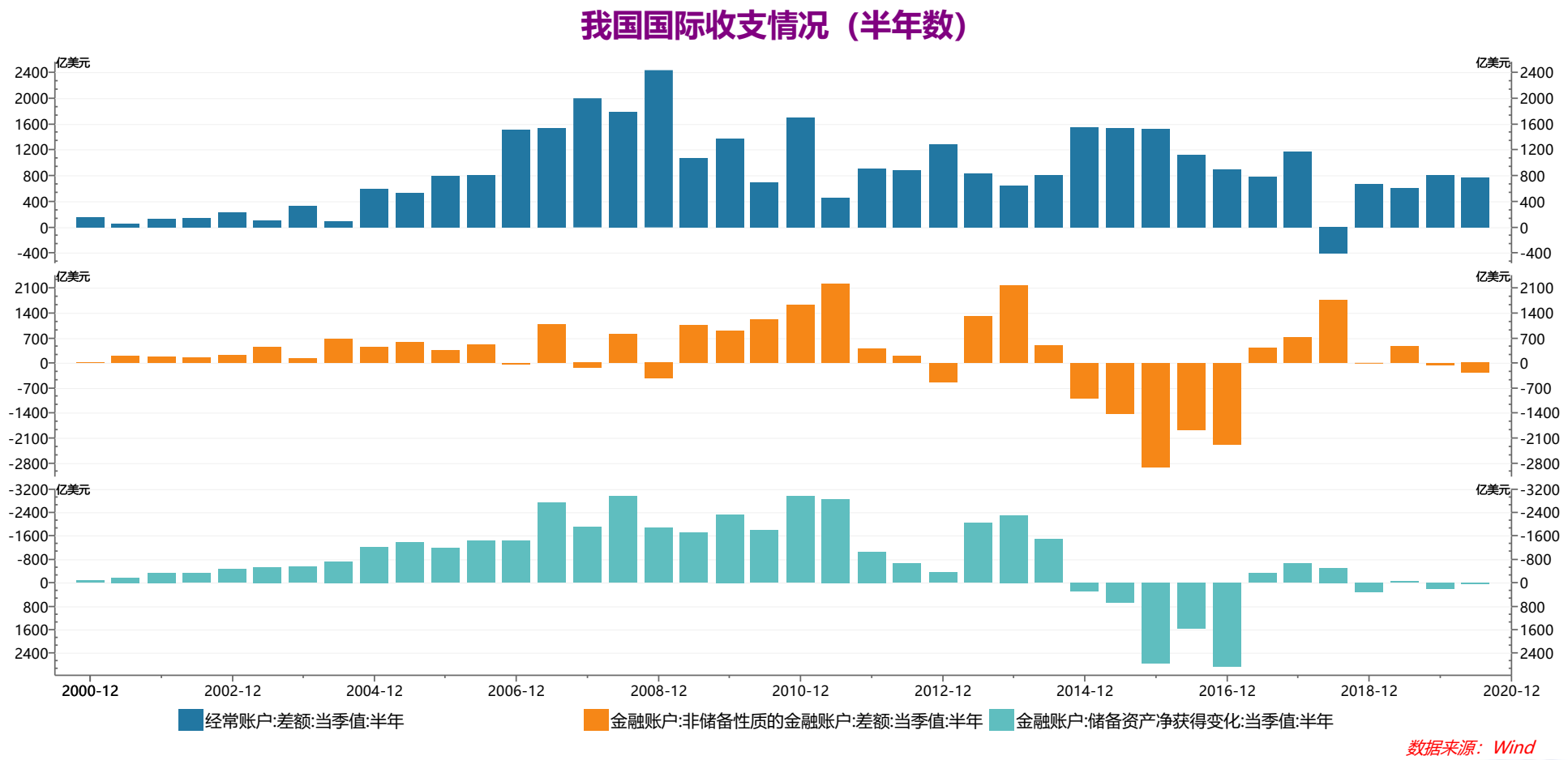
来源：经合组织-世界贸易组织增加值贸易数据库（TiVA）以及世行研究人员的计算

一．如何看待近期人民币的升值

- **第四，美元兑人民币汇率跌破6.7元后，在有管理的双向浮动制度下，人民币汇率踏上了寻找新的双向波动上限的征途，在外汇交易中心表示将逐步退出逆周期因子对中间价影响的情况下，寻找双向波动的上限将更多地体现市场化的特征。**

智慧财富 金山银河

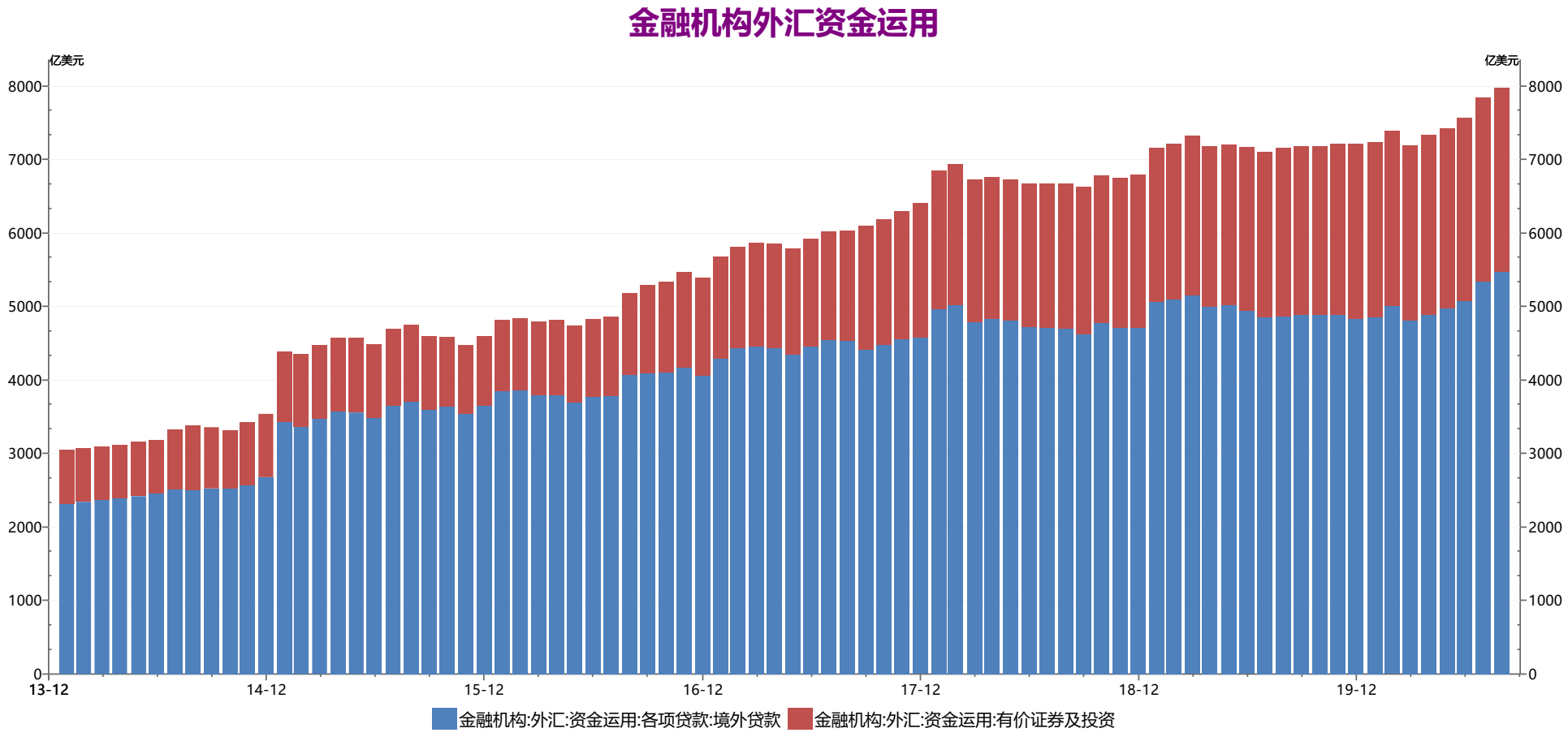
二．在合理均衡水平上的进行双向波动依旧是基本格局



数据来源：Wind

400-886-7799 www.yhqh.com.cn

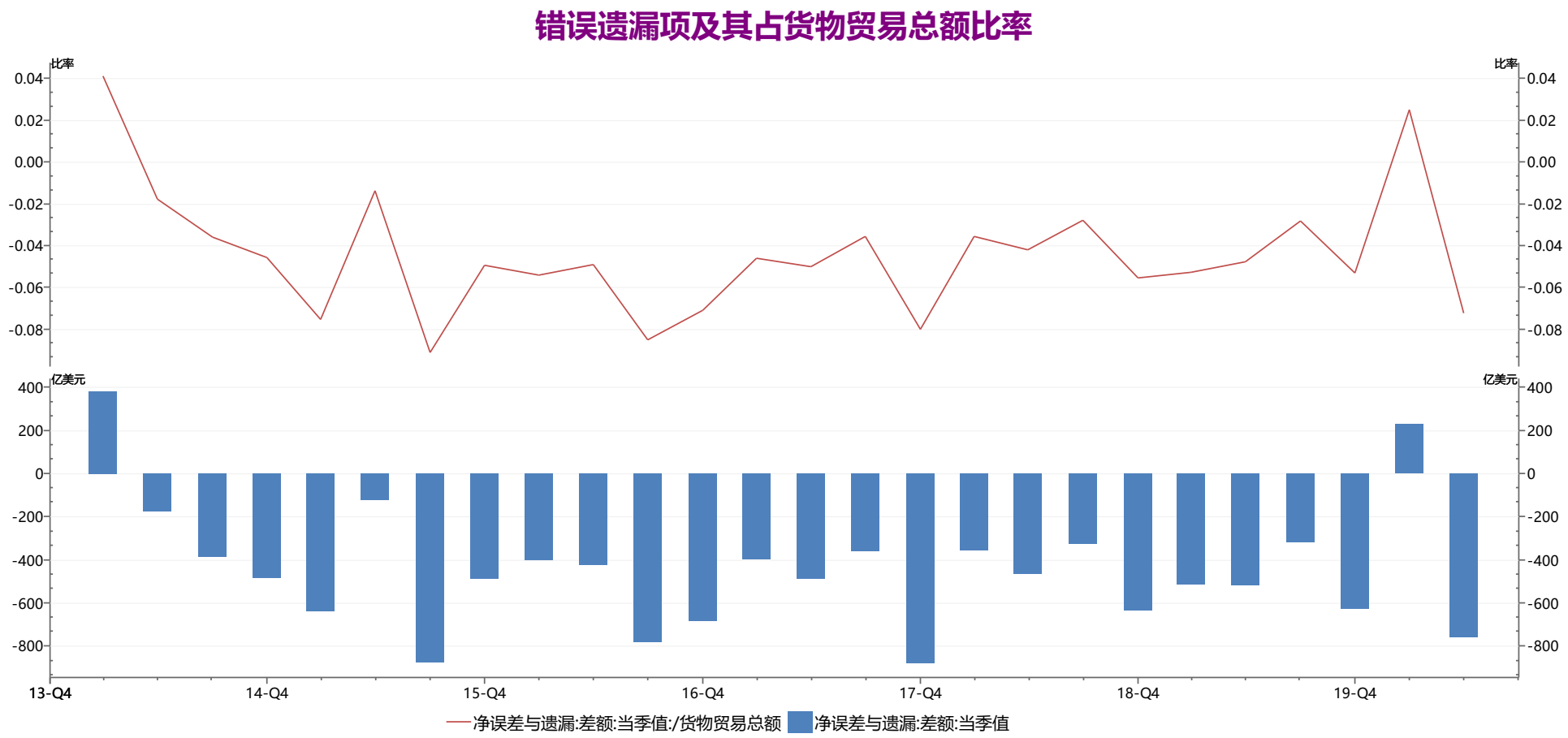
境内机构用于境外存款和有价证券及投资的资金创下新高



数据来源：Wind

400-886-7799 www.yhqh.com.cn

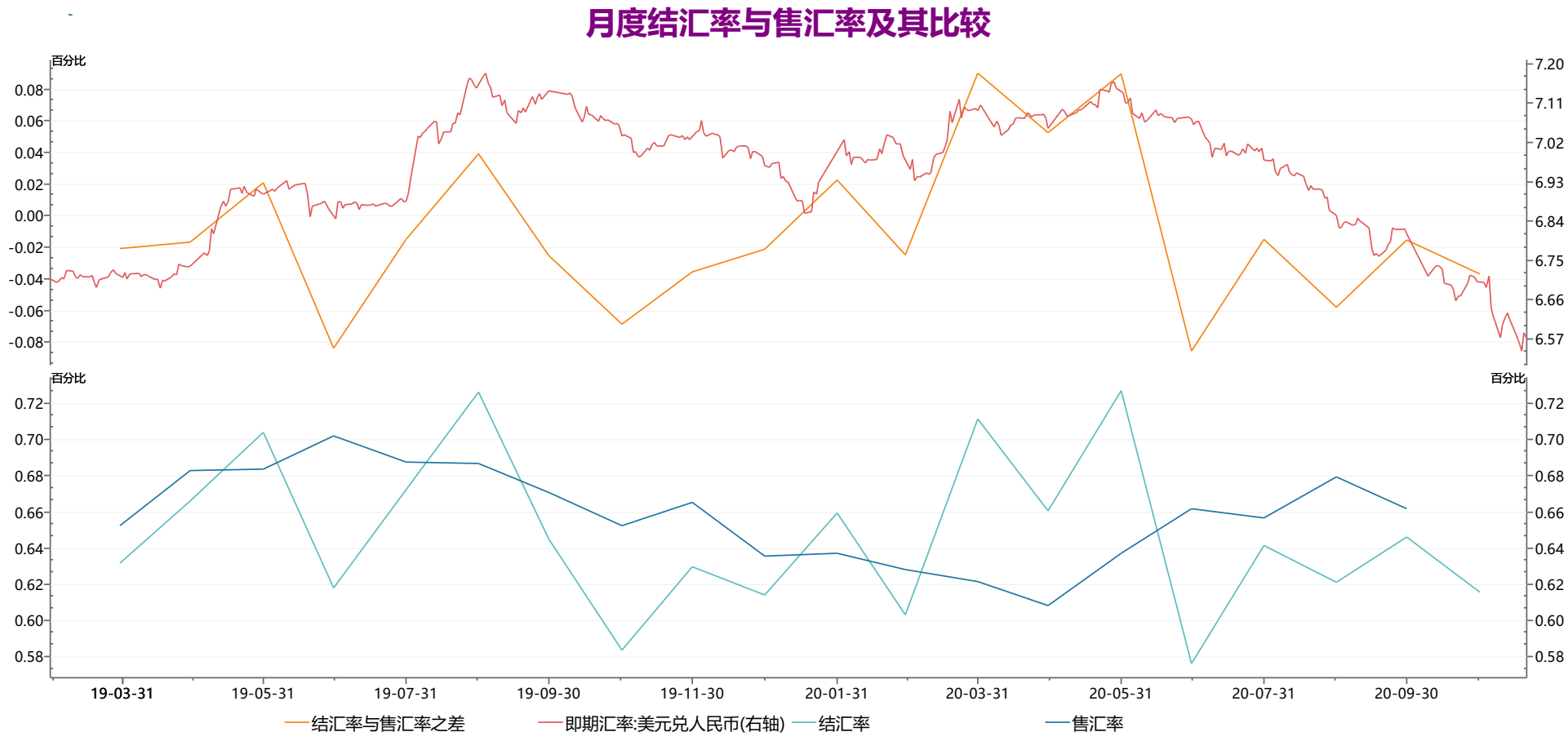
错误遗漏项占货物贸易总额比率超过5%的临界值



数据来源：Wind

400-886-7799 www.yhqh.com.cn

在升值的背景下，结售汇率依旧倒挂



数据来源：Wind

400-886-7799 www.yhqh.com.cn

三．央行存在着一个未被明示的双向波动目标管理区



数据来源：Wind

400-886-7799 www.yhqh.com.cn

人民币汇率走势:有管理的浮动

- **情形1：2018年的“洞中之蛇”与“蛇出动”**

当年8月，美元兑人民币曾经一度上升到6.9元以上，央行对此采取了包括恢复远期售汇风险准备金、重新启用逆周期因子、通过发行离岸央行票据等手段收紧离岸市场人民币流动性、并提高离岸人民币交易成本等果断措施，美元兑人民币汇率因此重新回落到6.9元以下的区间。

当年四季度，在美元再次升破6.9元的时候，没有如同8月份对汇率采取果断措施，而是容忍美元升破6.9元，并逼近7元心理大关。此举一般被解读为在面对国内经济下行压力加大的情况下，央行希望发挥汇率在调节功能，突破不可能三角，实现内部平衡和外部平衡的相对统一

智慧财富 金山银河

人民币汇率走势:有管理的浮动

- **情形2：2019年9月2日**

美元指数逼近100点大关，人民币离岸汇率逼近7.2元，今天在岸汇率紧跟离岸汇率下贬，而央行公布的中间价格报7.0084，只下贬了1个基点，但昨天的16点30分收盘的人民币在岸价已经是7.1716元了

人民币汇率走势:有管理的浮动

- **情形3：2020年5月**

5月27日16点半的在岸价为7.1547元，前一日在岸价位7.1354元，而5月28日中间价从7.1092下调到7.1277元。

智慧财富 金山银河

人民币汇率走势:有管理的浮动

- **情形4：10月10日**

央行取消银行远期售汇风险准备金率，但没有启动逆周期因子；

美元兑人民币跌破6.7元时，央行没有启动逆周期因子；

外汇交易中心弃用逆周期因子

四．境外经验和教训给我们的启示

- 波兰的经验
- 智利的经验
- 中国台湾的经验
- 泰国的教训

智慧财富 金山银河

四．境外经验和教训给我们的启示

- 中国的汇改过去是在参考境外的成功经验，现在和今后也将参考境外的经验，最终实现人民币汇率的自由化、市场化和完全可兑换化，推进人民币货币的国际化。
- 其中，时机的选择十分重要和关键，波兰和智利均选择了货币升值、外汇储备出现大幅增加的有利时机进行汇改。这种情形，中国也不是没有出现过，如2015年前，当时也是外汇储备持续增加，央行不得不发行央行票据对冲流动性。相比中，中国的汇改更加谨慎。

智慧财富 金山银河

四．境外经验和教训给我们的启示

- 泰国的教训告诉我们，在汇率自由化还没有实现的情况下，或者在汇率缺乏弹性的情况下，放开资本项目，特别是取消对短期资本流动的管控，是非常危险的。要开放资本项目，首先必须实现汇率的自由和可兑换化，发挥汇率工具的调节作用。
- 泰国的教训还告诉我们，汇改应当抓住有利时机，主动推进，如果被动进行，则成本过大。

智慧财富 金山银河

五．汇改有望有新突破

- 一是拓宽双向幅度的区间。
- 二是改革中间价管理制度。

智慧财富 金山银河

改革中间价管理制度

- 一是逐步淡化逆周期因子对中间价的影响；
- 二是中间价参考的市场价格可能从16点半改为23点半，以进一步贴近市场；
- 三是可能突破汇率日内交易价格受当日中间价上下2%的限制；
- 四是提升一篮子货币在中间价定价上的作用，逐步淡化和摆脱某种单一货币的束缚，而目前有关方面的措辞仅仅是“参考”一篮子货币的波动。
- 五是对一篮子货币的权重根据贸易情况的变动再进行相应的调整，

智慧财富 金山银河

汇率期货呼之而出？

- **央行《第三季度货币政策执行报告》中提出，加快发展外汇市场，引导企业树立“财务中性”理念，通过外汇衍生品管理汇率风险，引导金融机构坚持“风险中性”理念，为基于实需原则的进出口企业提供汇率风险管理服务。**

谢谢

- **20201127-上海**

智慧财富 金山银河

财富管理 · 风险管理

—— 期货及衍生品服务提供商 ——

银河期货订阅号　　银河期货服务号

银河期货
GALAXY FUTURES