银河期货研究所宏观研究年终专稿之一

山雨欲来风满楼

---2021 年人民币汇率展望

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。

一．如何看待近期人民币的升值

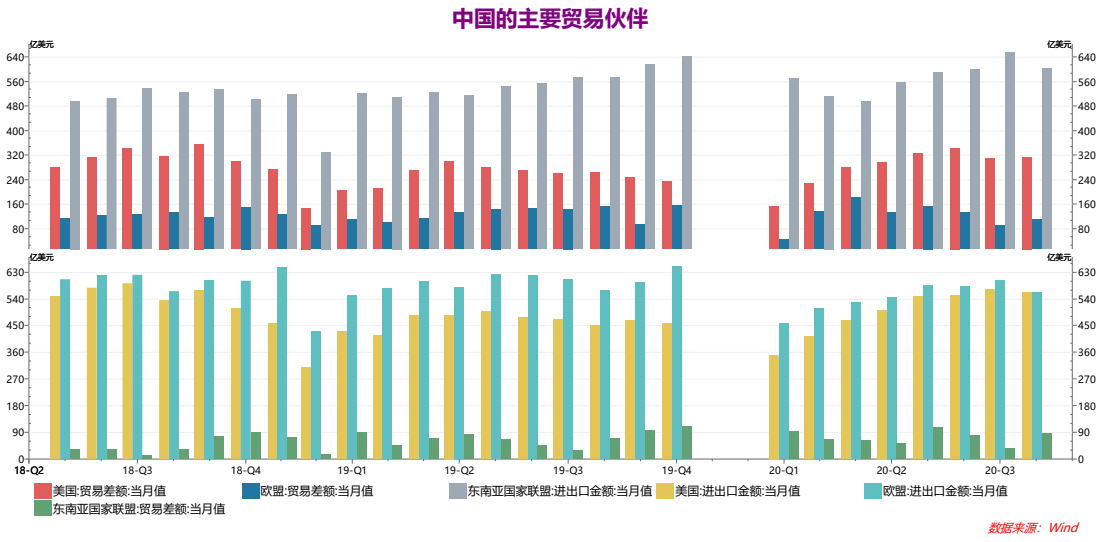
近期，人民币汇率出现了一定幅度的升值，特别是在突破 6.7 元的关键位置后，人民币汇率加速上行。笔者认为，近期人民币升值是由国内外基本面因素所决定的。

首先，是因为疫情对境内外产生了不同的影响。由于中国首先控制了疫情，导致中国出口出现了大幅增长，同时，由于境外旅行停滞，导致中国的经常项目出现了比较大的顺差。

其次，由于美元走势的走弱，推升了人民币汇率，尽管这一影响是间接的，因为人民币根本不是狭义美元指数的篮子货币。只因为人民币中间价格要求维持一篮子货币的稳定，美元指数波动后，将因此对中间价进行一定幅度的调整所致。

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。由于东盟十中国最大的贸易伙伴市场预期将大大提升中国的外贸规模。

图 1：东盟是中国最主要贸易伙伴

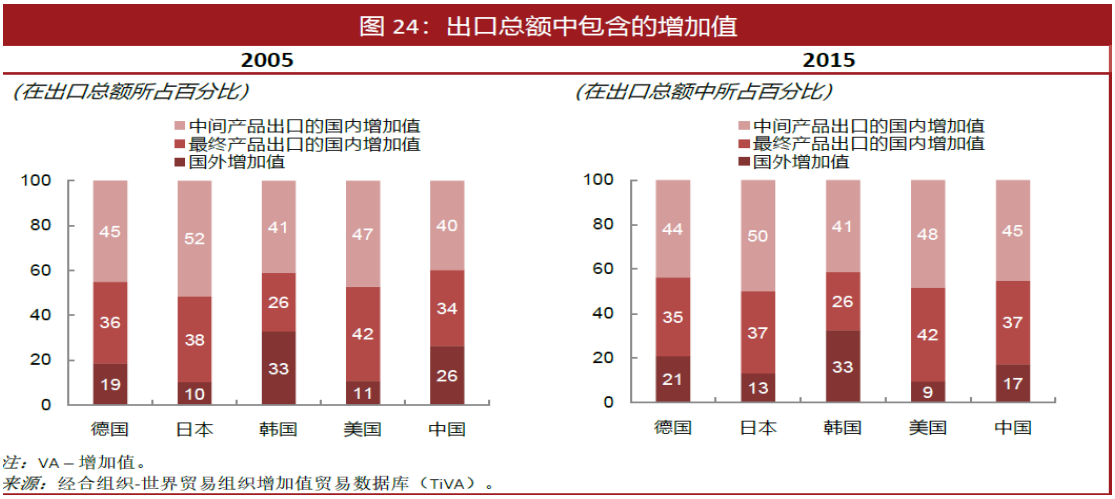


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

根据世界银行的报告，中国的中间品贸易已经占到较高比重，前向参

与度不断提升。中国已经成为仅次于美国、德国的世界第三大中间品贸易中心。

图 2：出口总额中，中间品贸易增加值比重不断提升

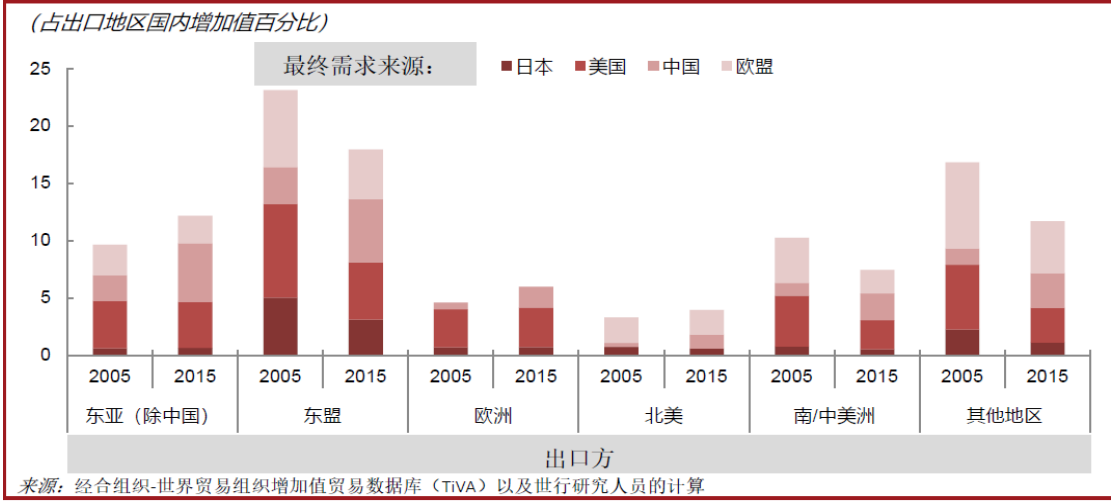


资料来源：银河期货研究所 世界银行

而且，根据世界银行的报告，中国在对东盟贸易中以中间品等贸易为主，而且，中国成为东盟最重要的最终需求来源国。

图 3：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

资料来源：银河期货研究所 世界银行

因此，即使汇率回升对出口有影响，但这一影响是可以向好抵补的。这在一定程度上也可以解释为什么近年来汇率波动较大，但对我国的贸易影响没有预计中之大的原因。

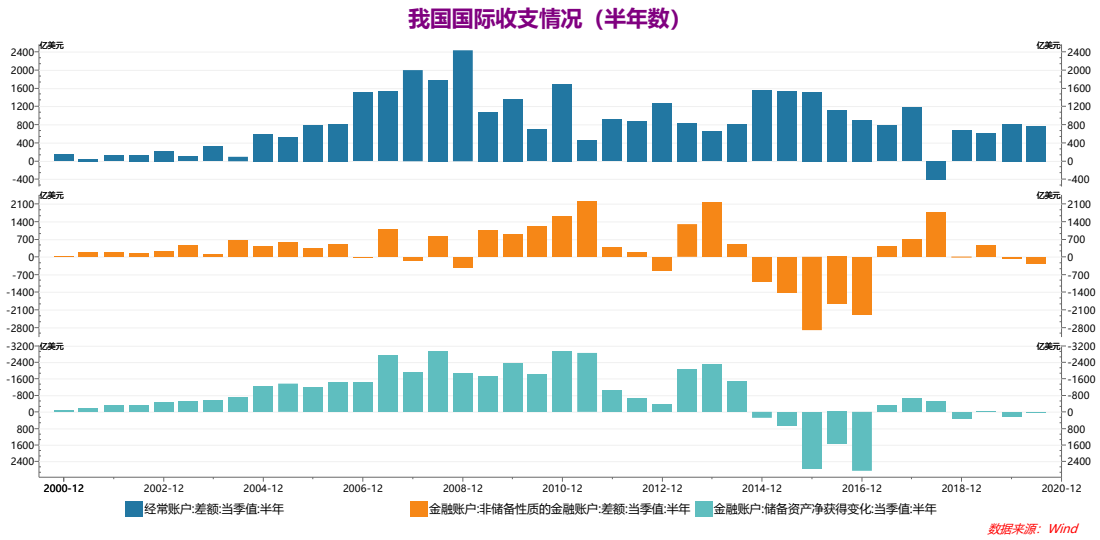
第四，美元兑人民币汇率跌破 6.7 元后，在有管理的双向浮动制度下，人民币汇率踏上了寻找新的双向波动上限的征途，在外汇交易中心表示将逐步退出逆周期因子对中间价影响的情况下，寻找双向波动的上限将更多地体现市场化的特征。

二．在合理均衡水平上的进行双向波动依旧是基本格局

尽管如此，我们依旧认为人民币汇率在合理均衡的水平上保持双向波动的格局不会轻易改变，因为，在目前的情况下，人民币也缺少持续升值的基础。

首先，一国的国际收支反映了一国的外汇供求情况。从二季度和上半年我国的国际收支情况看，有几个隐患和问题值得我们关注。

图 4：我国国际收支情况（半年数）

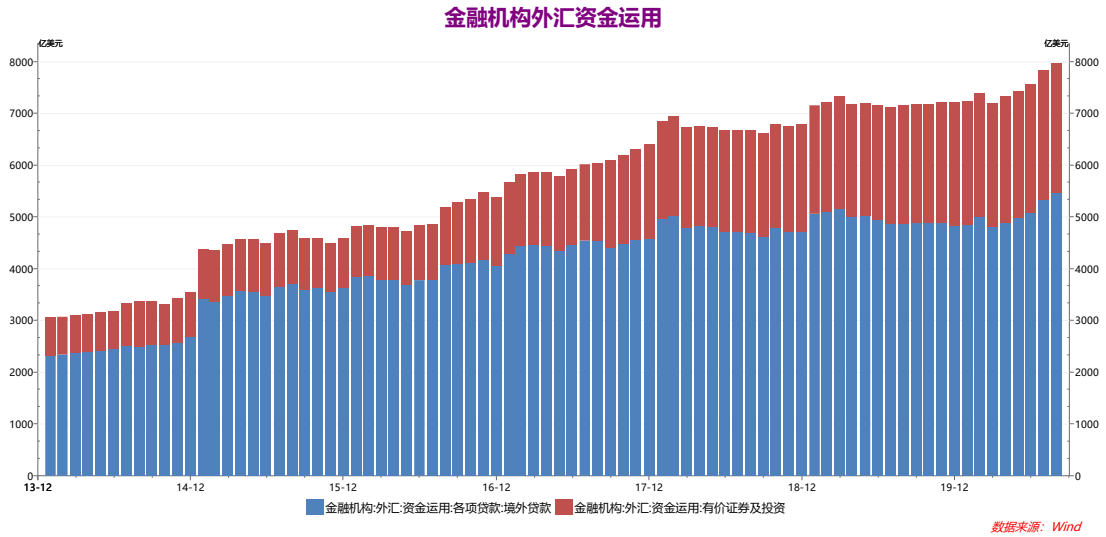


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

一是经常项目顺差主要是因为旅行服务逆差减少和货物贸易衰退性顺差导致的，和疫情有着很大的关联，具有一定的偶然性。当前，贸易保护主义在世界经济衰退的背景下沉渣泛起，要保持经常项目持续顺差有相当的难度。

二是在非储备性质金融账户方面，直接投资顺差出现趋势性下降，经常项目中的投资收益项也显示外资扩大再投资意愿下降；证券投资尽管顺差，但具有不稳定性。而其他投资出现巨额逆差，央行数据同时也显示，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。同比与环比大幅增加值得关注。

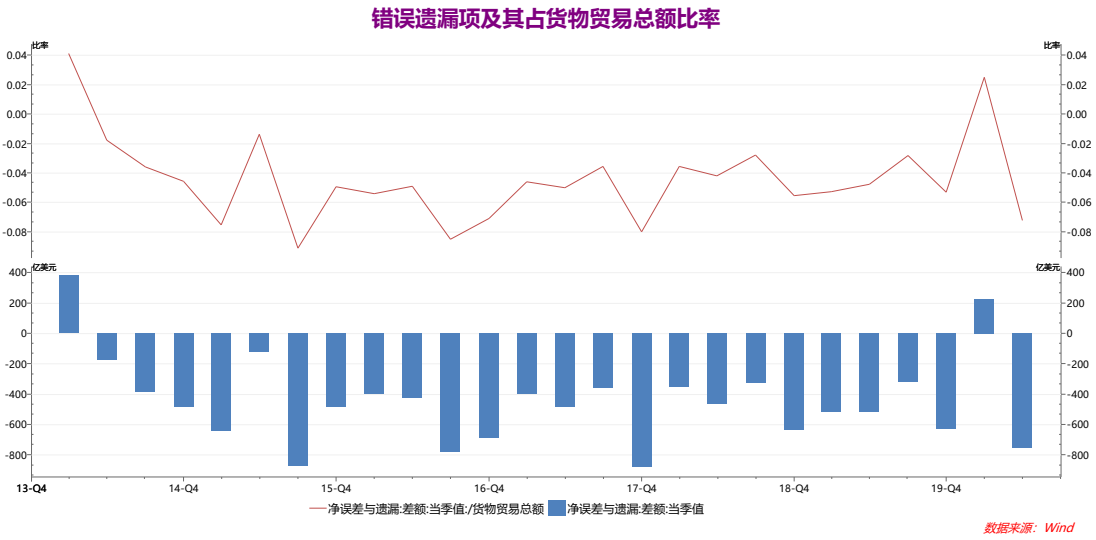
图 5：金融机构外汇资金运用



资料来源：银河期货研究所 央行 WIND

三是错误遗漏项再度出现不正常态势，加上其他投资项逆差 严重，说明有短期资本外流和外逃情况，值得警惕与关注。而这一切均发生于人民币汇率相对坚挺的背景下，说明市场对人民币汇率的预期依旧不稳定。

图 6：错误遗漏项占货物贸易总额比率超过 5%的临界值

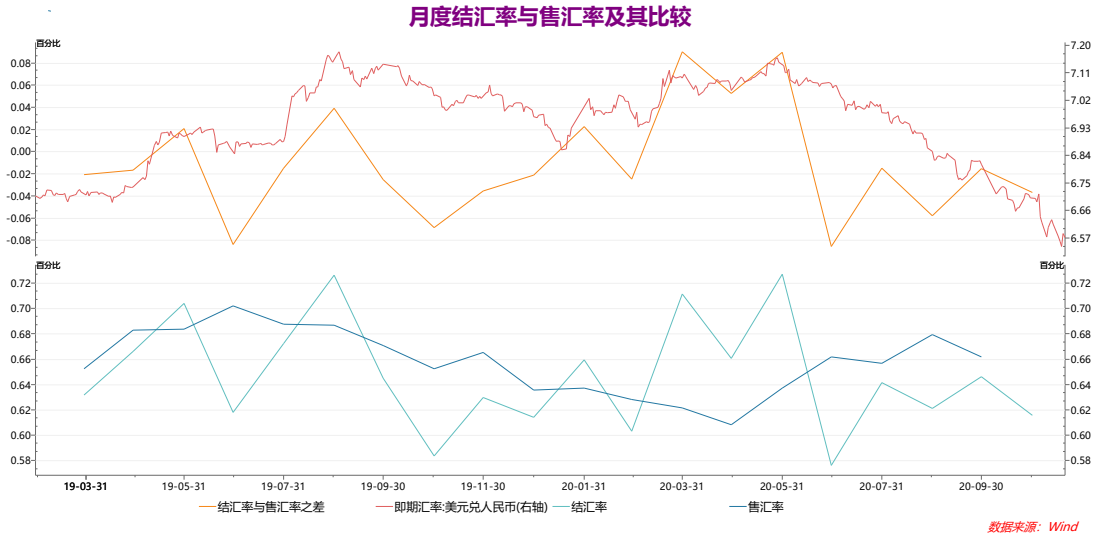


资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

四是从半年数看，由于经常项目逆差，非储备性质金融账户顺差，储备资产从半年数看是下降的，减少了 59.2 亿美元。特别值得关注的是去年下半年，储备资产减少了 216.93 亿美元。当然，从三季度的初步数看，储备资产增加了 93 亿美元，但低于二季度增加了 191 亿美元。

其次，我们还注意到尽管人民币出现了比较大的升值，但是，从结汇率和售汇率来看，依旧处于倒挂，从最新 10 月的数据看，10 月结汇率倒挂从 2%扩大到约 4%，其中，结汇率从 65%下跌到 62%，售汇率尽管也下跌，但跌幅相对有限。这足以说明市场对人民币汇率升值具有不稳定的预期。

图 7：月度结汇率与售汇率比较



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

第三，中美关系的不稳定也将对人民币汇率构成冲击。我们注意到，近两年来，人民币汇率受到冲击均与中美关系有关，如 2019 年 9 月、2020

年5月。尽管美国总统换马，但中美关系不可能一帆风顺，一旦出现冲突与波折，依旧将对人民币汇率产生冲击。

三．央行存在着一个未被明示的双向波动目标管理区

根据笔者的长期观察汇率的波动和央行的应对措施，在有管理的浮动体系下，央行明显存在着一个没有明示过的目标管理区。在2018年以前，其目标管理区以6.6元为中心，在6.3元和6.9之间。而在2018年4季度以后，其目标管理区以6.95元为中心，在6.7元和7.2元之间：

在2018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。

而在2018年四季度，在美元再次升破6.9元的时候，央行却没有如同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。这种情况在当年九月底召开的央行三季度工作会议上有所改变，在这次会议上，提出了保持利率和汇率与国际收支之间的平衡。

在当年的汇率年度研究报告中，笔者把2018年人民币汇率波动的情形称之为“从洞中之蛇到蛇出洞”。

“蛇出洞”后，在有管理的浮动体系下，“蛇”需要一个新的洞。2018年四季度后，这个新的“蛇洞”就是在6.7元和7，2元之间。

2019年9月2日，当时，美元指数逼近100点大关，人民币离岸汇率逼近7.2元，当天16点30分的在岸汇率紧跟离岸汇率下贬到7.1716元，而央行公布的中间价格报7.0084，只下贬了1个基点，显然，央行启用了逆周期因子，对汇率进行了强有力的干预。

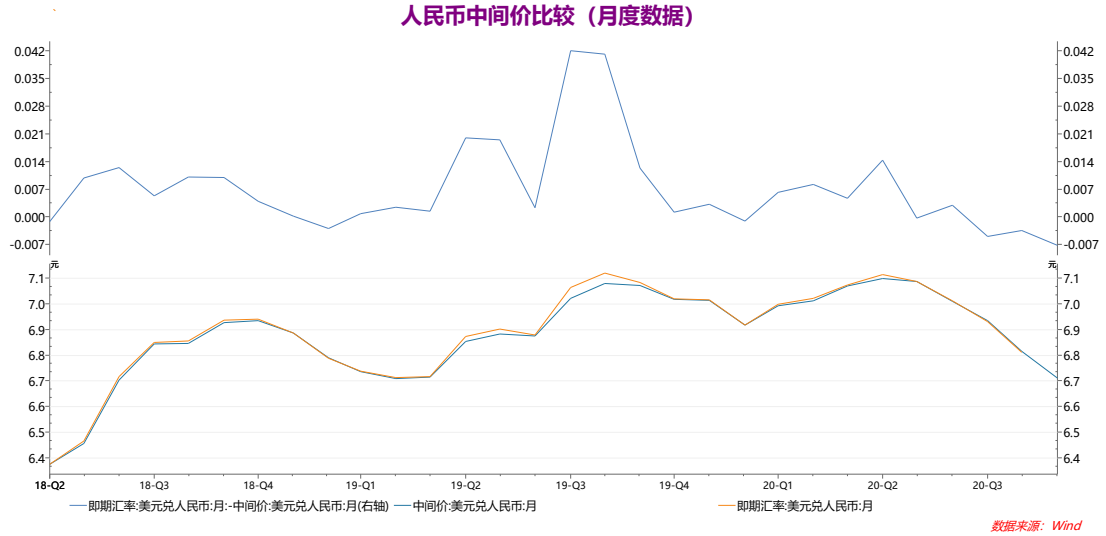
又，2020年5月27日，受美国粗暴干预香港事务而导致中美关系紧张的影响，人民币汇率再度受到可能空方冲击，离岸价格再度逼近7.2元。当日16点30分的在岸价为7.1547元，前一日在岸价位7.1354元，而5月28日中间价只从7.1092下调到7.1277元。我们因此有理由相信央行可能再度启动了逆周期因子干预了汇率，尽管这次力度和明显程度不及2019年的9月，因为当日的美元指数的是回落的。

在2020年10月，人民币汇率出现了明显的升值，逼近了6.7元，在关键位置，10月10日，央行取消银行远期售汇风险准备金率，但仅此而已，10月12日，央行公布人民币汇率中间价，报6.7126元，考虑到前周五16:30分的在岸美元兑人民币收盘汇率是6.7135元，再考虑到美元指数前周五从93.6912跌倒93.0109元，为了维持一篮子货币的稳定，人民币中间价将根据上前周五16点30分的收盘价向上调整，因此当天的6.7126元中间价报价属于正常报价，即没有反向启动逆周期因子。因此，力度明显不及2018年8月对汇率的干预。人民币汇率回落后，再度上摸6.7元，10月27日，

国外汇交易中心随之宣布，将逐步退出逆周期因子对中间价定价的影响，人民币汇率再度小幅回落。

尽管 10 月以来，央行对人民币汇率进行了有限的干预，但是，受到基本面和市场情绪的影响，美元兑人民币汇率依据跌破了 6.7 元，人民币汇率再次“蛇出洞”，将寻找出一个新的“洞”，并在新的洞中进行继续浮动。即目前人民币汇率走上了一个探索新洞的路程。

图 8：人民币中间价和在岸价及其比较



资料来源：银河期货研究所 国家外汇管理局 WIND

四．境外经验和教训给我们的启示

借问“洞”在何方？也许我们可以从境外成功的经验中得到某些启示。

一）波兰的经验：

波兰的汇改是比较稳健的，采取了稳健和渐进又主动的策略。每一

次汇率调整均顺应了当时的国内外经济形势，解决了宏观经济中的难题，达到了预期的经济目标。

其最先也是盯住单一货币——美元，但是，由于当时两国通胀水平的差异，导致波兰货币实际汇率上升，影响了波兰的出口。1991 年 5 月，波兰改盯住美元为盯住主要贸易伙伴的一篮子货币。1991 年 10 月，又改为“爬行盯住一篮子货币”，月爬升幅度为 1.8%。1994 年，波兰出口恢复增长，经常项目顺差增加明显，1995 年，波兰加入国际货币基金组织第 8 条款，实现了经常项目的可兑换，外汇储备增加，为了应对波兰货币的升值，1995 年 5 月，波兰开始实行了更加灵活的“爬行浮动区间”制度，爬行区间最初定为上下 7%，1998 年扩展为上下 10%。

1996 年，波兰加入的经合组织，资本账户开放和进入自由化进程进一步加快，国际资本大量流入，到 999 年底，外商直接投资增长了 66%，长期信用流入增加了 3 倍，证券投资增长了 58%,国际收支出现了大量的盈余。波兰货币再度出现大幅升值，为了稳定汇率，波兰政府不得不干预外汇市场，导致银行系统流动性不断增加，为了防止信贷过度扩张，央行又不得不进行对冲操作，但是，对冲的难度和成本不断提高，货币政策的效果不断弱化，波兰终于于 2000 年放弃了爬行盯住制度，实现了自由浮动制度。

二） 智利的经验：

和波兰一样，智利也采取了渐进式的改革推动本国货币的自由可兑换。智利早在 60 年代就实行盯住美元的汇率制度，随着智利经济的发展，智利货币兑美元持续升值，2 年中升值了 12%，影响到智利的出口，导致其经常项目逆差。1965 年，智利改盯住美元为爬行盯住美元，智利货币兑美元出现小幅贬值。

80 年代，智利实行“爬行盯住区间制度”，将盯住美元的波动区间定为上下 2%，后又先后扩展为上下 5%、上下 10%和上下 12.5%。1995 年，又将盯住目标改为一篮子货币，以减少美元波动对智利货币的影响，1999 年，智利宣布实行汇率的自由浮动。

三） 中国台湾的经验：

中国台湾的汇改经历了比较复杂的过程。从多重汇率演变到双重汇率，央行还建立“外汇交易中心”，每日商定美元即期交易的中心汇率，并规定当日汇率交易的波动幅度不得超过前一日中心汇率得上下 0.5%。后又将这一幅度扩展到上下 1%和上下 2.25%。最终，中国台湾取消了“外汇交易中心“和中心汇率等有关规定，各金融机构等市场主体直接参与外汇交易，最终实现了汇率得自由化和可兑换化。

从以上境外得经验可以看出，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。

四） 泰国的教训：

上世纪 80 年代，泰国实行盯住一篮子货币的汇率制度，但在一篮子货币中，美元占比高达 90%。因此，泰国货币实际上还是盯住美元。1995 年，美元大幅升值，泰国货币被动升值，导致经常项目逆差严重。为弥补经常项目逆差，泰国决定不放弃盯住汇率制度，而是在货币并不具备可兑换性的条件下，开放资本项目，并以高利率为诱惑，导致外资大量流入泰国，泰国货币高估明显，吸引了国际投资资本的注意，因此引发了亚洲金融危机，危机过后，泰国被迫放弃盯住汇率制度，货币大幅贬值。

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。

五．汇改有望有新突破

我们有理由相信，人民币汇率的改革正在吸取境外的经验和教训，有望在新的一年中通过循序渐进的形式取得积极的进展。初步判断，有可能在以下几个方面取得实质性的进展。

一是拓宽双向幅度的区间。和智利和波兰的历史情况相比较，无论式 6.3 元-6.9 元的波动区间，还是 6.7 元-7.2 元的波动区间，均显得比较狭窄，人民币汇率要增加弹性，加大汇率在调节内部平衡和外部平衡中的作用，必须不断第拓宽汇率波动的区间。近阶段，人民币的持续升值，实际上式踏上了寻找波动区间上限的道路。

我们不妨大胆假设下，如果还是以 6.95 元为合理均衡水平的汇率，如果我们把上下波动区间提升到上下 8%，人民币的波动区间就是在 6.394 元和 7.5 元之间；如果我们把上下波动区间提升到 10%，人民币的波动区间就是在 6.255 元和 7.645 元之间。而我们注意到，6.3 元是 2018 年人民币汇率的高点。因此，6.3 元左右可能是一个重要的观察窗口。

二是改革中间价管理制度。我国的有管理的浮动制度是通过对中间价的管理实现的。不难看出，这是吸取了中国台湾等海外的经验。在中间价管理的改革上，有可能在以下方面取得突破：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，如进一步降低美元权重，加大东盟、日元等 RCEP 相关国家货币的权重。而从趋势看，逐步淡化中间价乃至外汇交易中心的作用也应是汇改的重要内容。

山雨欲来风满楼，人民币汇率迈向市场化、自由化和完全可兑换化和人民币国际化的趋势不可逆转，汇率风险作为一种影响最广、影响最深的系统性金融风险因此也将凸现，汇率风险的管理工具也将呼之欲出，期货等风险管理市场也可能因此获得新的发展机遇。

（银河期货研究所 初稿于 20201124）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用,不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者根据本报告作出的任何投资决策与银河期货有限公司及本报告作者无关。

若有任何疑问，欢迎咨询!

联系人:万一菁 投资咨询从业证书号:Z0014329 E-mail:wanyijing_qh@chinastock.com.cn