维持双向波动的目标区间与格局

——评央行取消远期售汇业务的外汇风险准备金

内容提要：

央行之所以将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0，意味着央行无意让人民币汇率持续升值，央行在近阶段也无意拓宽汇率波动区间，尽管人民币汇率的改革方向依旧是市场化、自由化和国际化。10 月 12 日央行公布的中间价十分关键，如中间价美元兑人民币汇率高于于 6.7144 元的话，说明央行反向启用了逆周期因子，意味着更多迹象显示央行无意放任人民币持续升值，进一步说明 6.7 元和 7.2 元双向波动的目标区间的有效性。

周末，央行发布公告，称自 2020 年 10 月 12 日起，将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0。央行还称，中国人民银行下一步将继续保持人民币汇率弹性，稳定市场预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0，将降低商业银行远期售汇业务的成本。其背景是周末美元兑人民币离岸价格和在岸价格双双跌破了 6.7 元：10 月 9 日离岸和在岸价格收盘价分别报 6.6907 元和 6.6932（23：30 价格）。央行在 6.7 元的关键点位希望汇率稳定，维持双向波动格局，维持双向波动的目标管理区间，即 6.7 元和 7.2 元的波动区间，尽管这一波动的目标管理区间央行从来没有明示过，但根据笔者长期观察，央行确实存在这一个目标波动区间。取消远期售汇业务的外汇风险保证金意味着央行无意让人民币汇率持续升值，央行在

近阶段也无意拓宽汇率波动区间，尽管人民币汇率的改革方向依旧是市场化、自由化和国际化。笔者在 9 月 16 的报告《6.7 元的观察窗口是否还有观察价值》已经明确地表诉了这一看法。

央行上一次启用远期售汇业务的外汇风险准备金率，即将外汇准备金率从 0 提升到 20%是在 2018 年 8 月，笔者判断，当时的美元人民币汇率双向目标波动区间是在 6.3 元和 6.9 元之间，当时美元兑人民币汇率升破了 6.9 元，央行当时除启用远期售汇业务的外汇风险准备金率外，还启用了逆周期调节因此和在离岸市场发行票据,种种举措迫使美元兑人民币汇率跌回 6.9 元以内,即回到 6.3 元和 6.9 元之间的波动区间。但是，到了 2018 年四季度，当美元兑人民币再度升破 6.9 元，央行没有进行干预，实际上，美元兑人民币汇率进入了 6.7 元到 7.2 元的新波动区间进行双向波动。这一波动区间一直维持到现在。

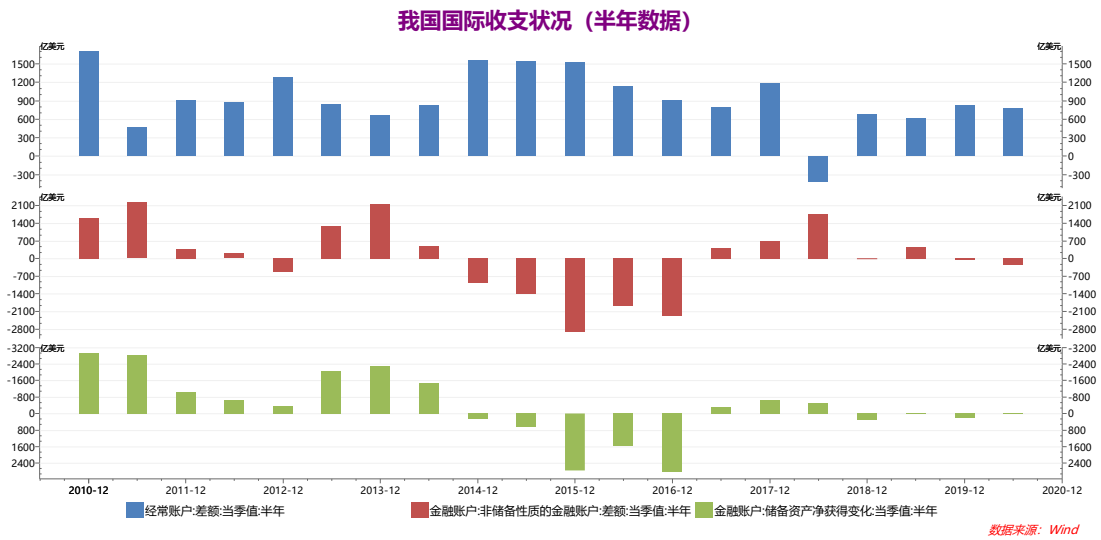
笔者认为，周一的央行公布的中间价格十分重要，即观察央行是不是在周一反向启用逆周期因此,如果启用,将进一步说明央行将 6.7 元作为双向波动的上限，即不希望人民币持续升值。

10 月 9 日 16：30 分的美元兑人民币的上收盘价为 6.7144 元，10 月 9 日的美元指数从 8 日的 93.6012 跌到 93.0096，即美元走弱，在不考虑逆周期因子的情况下，10 月 12 日的中间价必须根据周五四点半的收盘价，并为了维持一篮子货币的稳定，参考美元指数的弱向波动，理论上，10 月 12 日的美元兑人民币中间价将低于 6.7144 元，如 6.7 元，或 6.71 元等，但是，如果央行在周一反向启用了逆周期因子，美元兑人民币的中间价可能高于 6.7144 元。

央行为什么要维持双向波动格局，无意放任人民币持续升值，是因为人民币汇率在目前的情况下并无持续升值的基础。即所谓“人无升基”。出口当然是一个方面，从 9 月的 PMI 数据，支持 PMI 上行的主要动力在于新订单 PMI，而新订单 PMI 上行的动力主要是来自于出口新订单 PMI 的强劲回升。出口对中国经济复苏的作用十分重要。

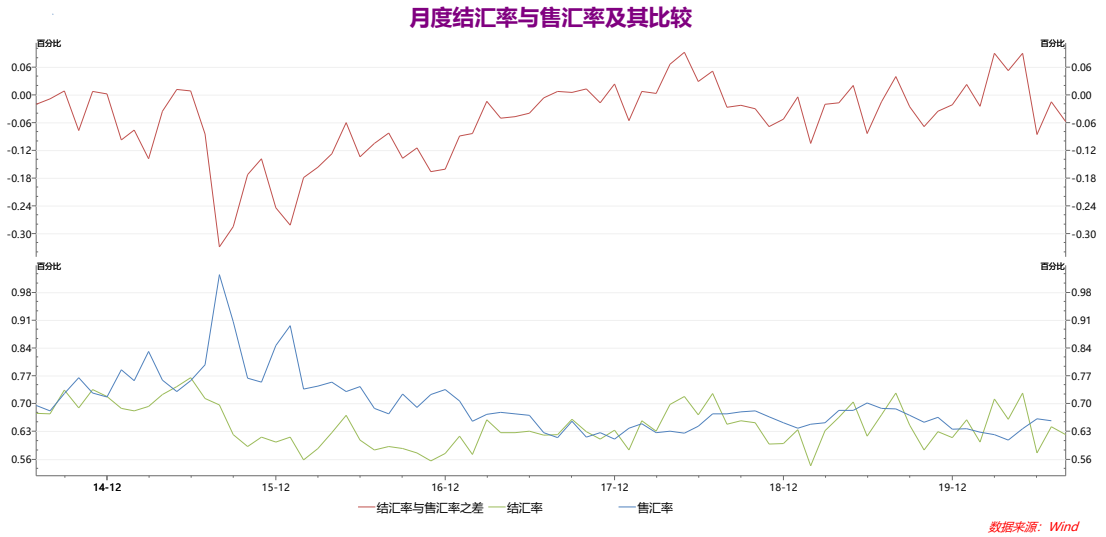
但出口并不是主要方面，主要方面可能来自于系统性金融风险，放任汇率升值的后果在日本等国已经经历过。更何况我国的非储备性质金融账户出现了持续逆差，外汇储备上半年减少 70.12 亿美元。去年同期是增加了 25.18 亿美元，但去年下半年减少了 223.15 亿美元。

图 1：我国国际收支状况（半年数据）



更重要的是衡量市场对汇率的预期指标——结汇率和售汇率倒挂，即使是在人民币汇率升值期间，结汇率和售汇率倒挂依旧，部分时段反而有差值拉大的情形。

图 2：月度结汇率与售汇率及其比较



综上分析，央行之所以将远期售汇业务的外汇风险准备金率从 20%下调为 0，意味着央行无意让人民币汇率持续升值，央行在近阶段也无意拓宽汇率波动区间，尽管人民币汇率的改革方向依旧是市场化、自由化和国际化。10 月 12 日央行公布的中间价十分关键，如中间价美元兑人民币汇率高于于 6.7144 元的话，说明央行反向启用了逆周期因子，意味着更多迹象显示央行无意放任人民币持续升值，进一步说明 6.7 元和 7.2 元双向波动的目标区间的有效性。

（银河期货研究所 20201011）

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