“双循环”下的汇率安排会有怎样的突破？

——兼析人民币汇率最近的走强

内容提要：

人民币汇率兑美元走强而兑欧元走弱是因为目前人民币汇率制度导致的，人民币兑美元汇率保持相对稳定的基础上继续保持双向浮动，6.7 元到 7.2 元之间的区间依旧具有观察意义，但是，在“双循环”的战略背景下，参考其他国家的成功经验，抓注战略机遇期，人民币兑美元的双向波动区间可能存在这拓宽的可能，值得进一步观察和研究

近期，人民币兑美元汇率出现了比较明显的回升，市场对汇率的关注度明显提升。我们认为，人民币兑美元汇率总体依旧按照央行的要求维持相对稳定，并在此基础上兑美元实现双向浮动，但是，同时要注意到，在“双循环”和国际及金融形势变化下，对人民币汇率制度进一步推向市场化和国际化的动力及其潜在因素。

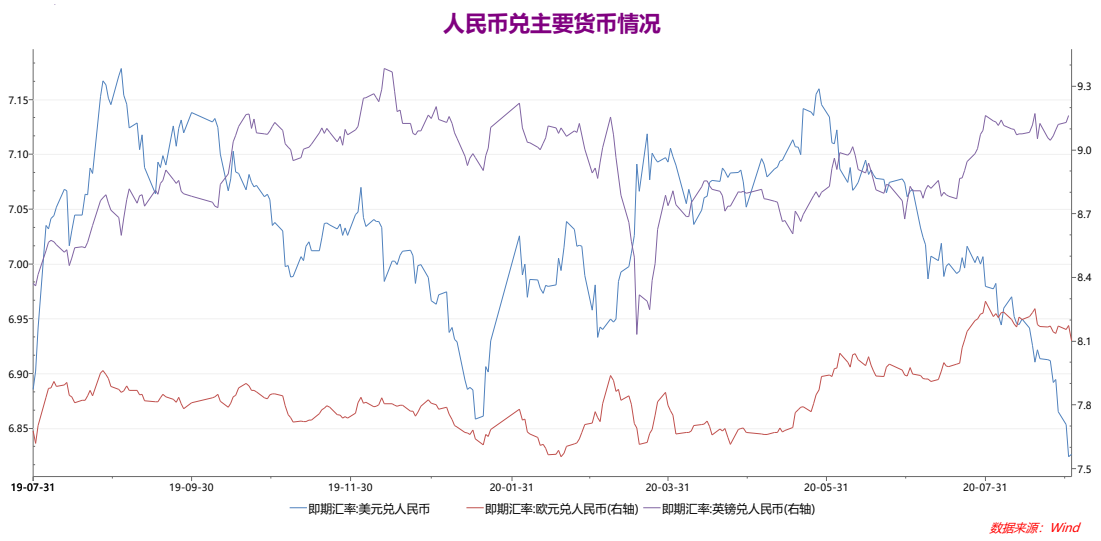
一． 人民币最近到底是升还是贬

货币的升与贬是相对与参照物而言的。最近，确实，人民币对美元出现了升值，但是，人民币兑欧元、英镑却是出现了一定的贬值，于此同时，衡量人民币汇率综合水平的 CFETs 等人民币指数走势相对平缓，并没有出现明显的回升。

之所以会出现这样的情况，是因为人民币的汇率制度安排。人民币兑美元实际上保持着“软钉住”的关系，尽管 2015 年汇改后，盯住的范围大大地扩大，增加了市场化的因素，人民币兑美元保持区间波动，经过我们长期的观察，这一波动区间目前为 6.7 元和 7.2 元之间，但在性质上依旧兑美元保持相对固定的关系。

在人民币兑美元保持相对固定关系的基础上，人民币跟随美元参与国际浮动，因此，当美元兑欧元下跌，导致美元指数下跌，实际上就带来了人民币兑欧元等货币的下跌。

图 1：人民币兑主要国家汇率走势

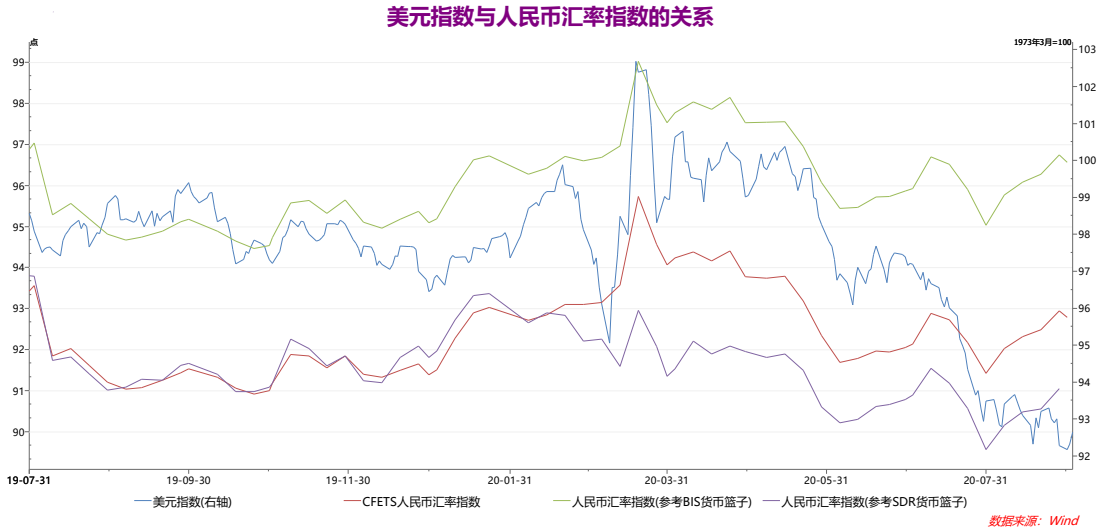


资料来源：银河期货研究所 WIND

人民币的这种汇率安排还反映在美元指数兑人民币汇率指数上，如下图所示，美元指数的走强与走弱，往往是人民币汇率走势走强与走弱之时，而不是相反。由于三大人民币汇率指数中，美元权重占比不一，如美元权重在 CFETs、以 SDR

为篮子的人民币指数和以 BIS 为篮子的人民币汇率指数中的权重分别为 21.59%，46.85%和 19.68%，因此美元指数上涨对人民币汇率指数的影响有所不同，最为敏感的是以 SDR 为篮子的人民币汇率指数。

图 2：美元指数与人民币汇率指数

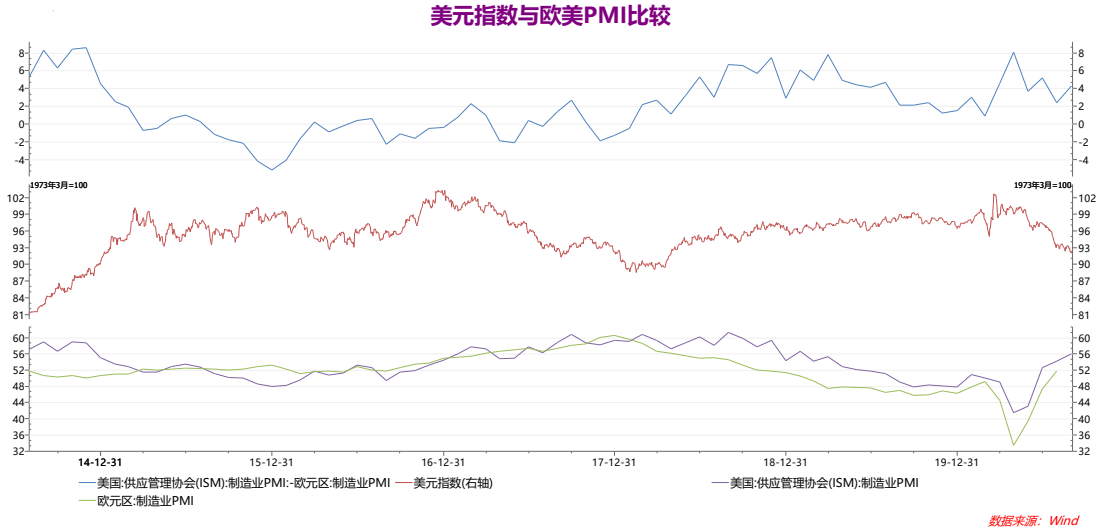


资料来源：银河期货研究所 WIND

美元 6 月以来的下跌，主要是因为市场对美欧经济的预期出现了变化，加上疫情的形势在美欧之间出现了不同的变化。而导致市场对美欧经济预期变化的重要因素是在 7 月欧盟达成 7500 亿欧元复苏经济协议。欧盟各国领导人终于就总额高达 7500 亿欧元的“复苏基金”达成协议，其中的 5000 亿欧元作为以直接拨款形式发放给经济遭受重创的成员国，受援国无需偿还，剩余 2500 亿欧元作为贷款予以发放。欧盟复苏基金是历史上最大规模的经济救助计划，意味着欧洲向财政一体化上做出了重要突破，意味着更为团结的欧盟，也意味着欧洲更加乐观的经济前景，因此对欧元构成支撑，并推动美元走弱。

这种预期差具体反映在欧美 PMI 的对比等指标上，欧美 PMI 的差值和美元指数存在紧密的关联关系。因为欧元占美元指数的权重高达 57.7%。

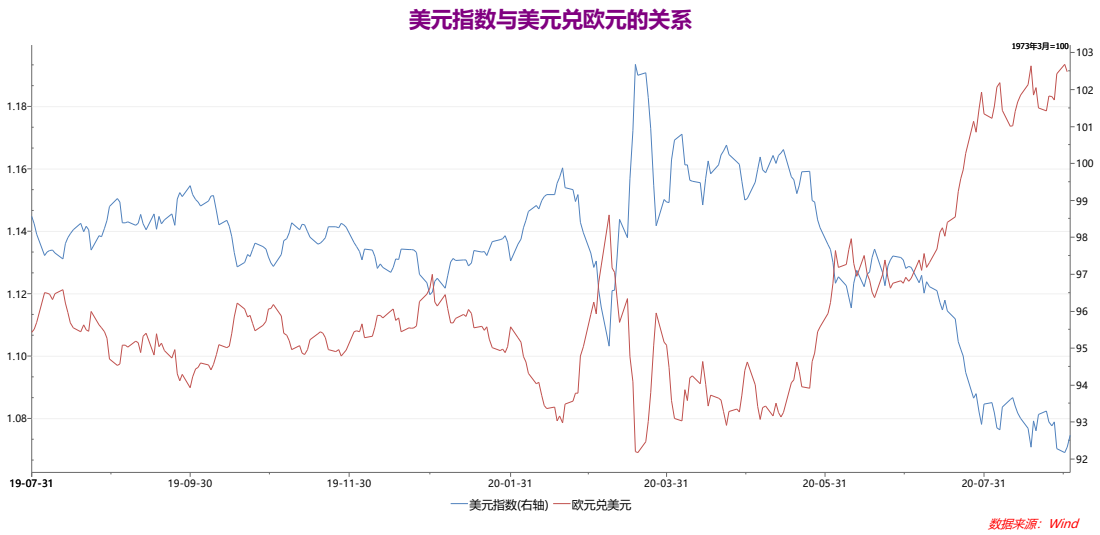
图 3：欧美 PMI 比较与美元指数



资料来源：银河期货研究所 WIND

由于美元指数中，欧元占比达到 57.7%的高权重，因此，某种意义上将，美元兑欧元下跌，就是美元指数的下跌，反之则反然。

图 4：美元指数与美元兑欧元汇率



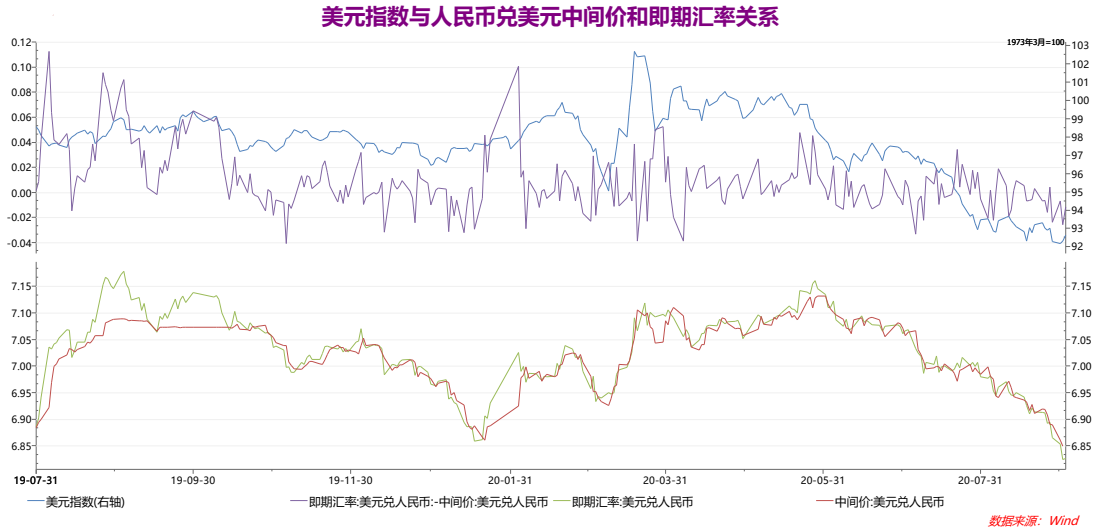
资料来源：银河期货研究所 WIND

狭义的美元指数由欧元、英镑、日元、瑞士法郎、瑞典克朗货币组成，人民币不是美元指数的权重货币，因此美元指数的涨跌不会兑人民币汇率产生直接影响。但美元指数兑人民币汇率产生间接的影响，因为，根据中国央行兑人民币汇率中间价的管理安排，要求保持对 CFETs 一篮子货币的稳定。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。

因此，美元指数的下跌，要求对人民币中间价相对于昨日 CFETs 收盘价进行向上修正，美元指数上升，则要求对人民币中间价相对于昨日 CFETs 收盘价进行向下修正。

如下图所示，美元指数下跌时，多数时间人民币中间价高于即期汇率，即中间价和即期汇率的差值为负数；反之，美元指数上升时，多数时间人民币中间价低于即期汇率，即中价价和即期汇率的差值为正数。

图 5：美元指数与人民币中间价和即期汇率关系



资料来源：银河期货研究所 WIND

因此，美元兑人民币中间价汇率的波动分成三部分，一部分是因为市场汇率的波动，具体表现为昨天晚上的 CFETs 收盘价，另一部分是美元指数的变动，当然还有一部分，是逆周期因子。第一部分的性质是市场化的浮动，第二和第三部分的性质是“有管理的”，即有管理的浮动汇率。

二． 双向波动是人民币汇率近年最基本的特征

观察最近 2 年的人民币汇率走向，基本上体现了在合理水平上保持相对稳定，进行有管理的双向浮动这一特征。

在 2018 年，人民币兑美元走出了先扬后抑、双向波动的走势。当年，人民币汇率围绕着 6.6 元的相对合理均衡水平，对美元实行双向浮动。

在当年一季度，受到美元汇率下浮的影响，美元兑人民币市场汇率曾经跌破 6.3 元。但是，在三季度，相反，由于受到国内外各种复杂因素的影响，如受到美元指数强劲回升的影响，受到中国国际收支出现恶化的影响，在 2018 年 8 月，美元兑人民币曾经一度上升到 6.9 元以上，在美元升破 6.9 元的浮动下限后，央行对此及时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并提高离岸人民币交易成本等果断措施，促成美元兑人民币汇率因此重新回落到 6.9 元以下的区间。从 2018 年看，人民币兑美元汇率围绕着 6.6 元水平，在 6.3 元和 6.9 元之间进行双向对称浮动的特征十分明显。

但是，在 2018 年的四季度，当美元兑人民币汇率再度升破 6.9 元后，央行却没有对外汇市场进行干预，导致在当年年底的大部分时间，美元兑人民币汇率在 6.95 元进行横盘。笔者在 2019 年宏观年度专稿——《“蛇型浮动制”与蛇出洞——有管理浮动下的人民币汇率新走向》一文中，把其称之为蛇形浮动制下的“蛇出洞”。

在“蛇出洞”后的 2019 年，从人民币兑美元的汇率走势看，依旧呈现着在合理均衡水平上保持相对稳定，进行有管理的双向浮动的特征。尽管，在 8 月份，美元兑人民币汇率升破了 7 元心里关口。

我们认为，“蛇出洞”后新的合理均衡水平可能定在 6.95 元左右，2019 年，人

民币兑美元汇率同样走出了先扬后抑的走势，在 5 月前，受到中美谈判乐观情绪的影响，美元兑人民币汇率一度跌破 6.7 元。但 5 月后，受中美谈判等因素影响，美元兑人民币汇率出现较大升幅，直到 8 月，美元兑人民币汇率终于升破了 7 元心里关口。

2019 年 9 月 2 日是个比较特殊的例子，笔者曾经当日在《小楼昨夜又东风——对人民币汇率走向的初步看法》一文中进行了及时的分析。当日美元指数逼近 100 点大关，而美元兑人民币汇率逼近 7.2 元，前一日在岸市场 16 点 30 份的收盘价为 7.1716 元。在这关键时刻，央行第二天公布的美元兑人民币汇率中间价只下调了 1 个基点，下调到 7.084 元。即央行明显启用了逆周期因子，对汇率进行了干预。因为根据人民币汇率中间价的定价机制，人民币汇率中间价要以前日在岸 16 点 30 分的收盘价为基础，同时，要考虑到兑一篮子货币的稳定，在美元升值的情况下，为维持兑一篮子货币的稳定，人民币的第二天的中间价在理论上应该弱于前日在岸市场的收盘价，如果发生反向情况，只能解释为央行对人民币汇率中间价启用了逆周期调节因子。

央行在关键时刻启用逆周期因子的举措充分说明了 7.2 元是 2019 年人民币汇率有管理浮动的下限。2019 年，人民币汇率围绕着 6.95 元的相对合理水平，在 6.7 元和 7.2 元进行双向浮动的特征与路径便十分清晰。

在 2020 年，受制于各种基本性因素，上半年人民币走势偏弱。人民币汇率仅在中美达成贸易协定后，走势偏强，攀上 7 元的心理关口和 6.95 元中枢位置，在疫情、美元流动性枯竭和中美关系不稳定等因素的冲击下，人民币兑美元走势

大多数时间在 6.7 元和 7.2 元的下箱体中运行，因此，总体表现为弱势。

同时，我们不难发现，在众多利空因素中，中美关系的不稳定是冲击人民币汇率的最直接的因素。受到美国干预中国香港事务的影响，5 月 27 日，人民币离岸价格和在岸价格重新跌倒 7.2 元，重现了去年 9 月初也因中美关系动荡汇率大跌的一幕，但是，从 5 月 28 日的中间价看，中间价仅出现了有限的下调：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。即再演了 2019 年 9 月初的一幕，启用逆周期因子，但考虑到美元的走弱，即使启用逆周期因子，力度也明显弱于去年 9 月初。但是，7.2 元的双向波动区间底部再次得到确认，7.2 元的观察窗口还有存在的意义。而 6 月后，人民币逐步兑美元走强。

综上分析，人民币近年兑美元的双向波动特征十分明晰，目前的波动区间应在 6.7 元和 7.2 元之间。

三． 人民币兑美元双向波动是目前形势下最现实的选择

有管理的浮动制度是个过渡性质的汇率安排，随着我国更高水平和更高质量的对外开放，人民币汇率必将实现市场化、自由化和国际化。

综上分析，近期人民币中间价的持续调升，一方面受到美元指数下浮的间接影响，另一方面是由于市场价格出现了回升。回升的原因确实是因为我国疫情首先受到了控制，国内生产基本先于美国等国得到全面恢复，

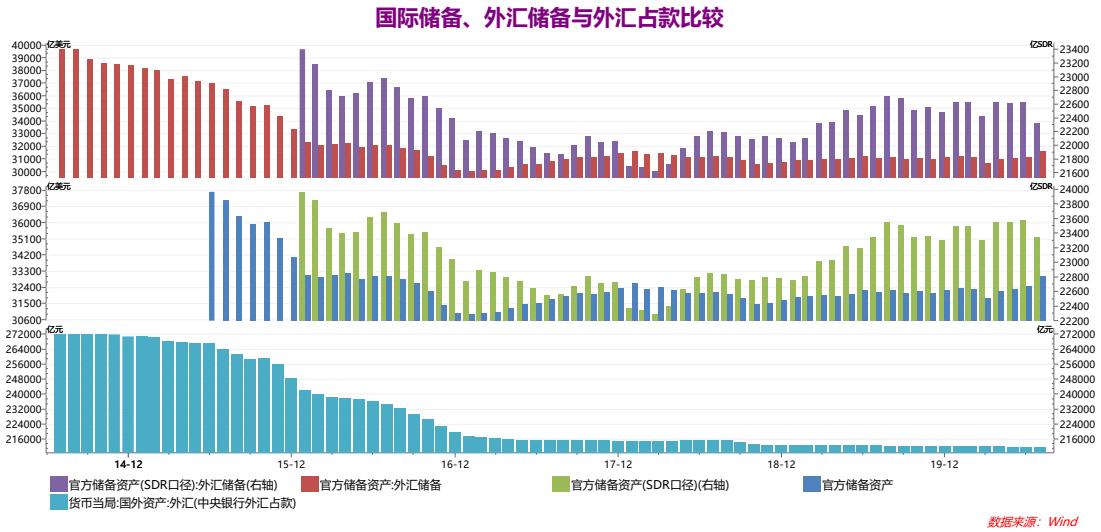
中国的贸易收支项目顺差扩大，服务贸易因旅游逆差缩小而逆差减少，经常项目总体顺差增加，尽管这一顺差的性质还是衰退性顺差。

但是，一些影响汇率不稳定的因素依旧存在。最大的不确定因素是中美关系不稳定，去年和今年两次汇率大跌，接近 7.2 元均和中美关系发生波折有关，今年是因为美国干涉香港事务，去年是应为中美贸易谈判出现了波折。

从国际收支看，今年一季度出现了经常项目和非储备性质金融账户的双逆差，今年二季度，尽管经常项目顺差，但从初步数看，非储备性质金融账户依旧为逆差，其中，直接投资顺差出现趋势性下降，证券账户出现顺差，但历史经验表明，其是个相对不稳定的账户，而代表短期资本和资金流动的其他账户项目大概率出现较大逆差。其他账户的逆差说明市场对人民币汇率依旧存在着不稳定的预期，这我们可以从售汇率和结汇率的长期倒挂得到佐证。

外汇储备和国际储备资产尽管有所增加，但很大部分是因为美元汇率变动等导致的估值因素导致的，表现为部分月份以 SDR 计值的和以美元计值的外汇储备出现了不同方向的变动，黄金价格的上涨则导致国际储备资产比外汇储备资产更多的增加。但是，央行的外汇占款却出现了持续的下降。外汇占款受到估值影响较小，其下降时央行用人民币收购外汇资产下降，背后的原因可能是因为客户向商业银行结汇减少进入导致商业银行向中央银行结汇的减少。

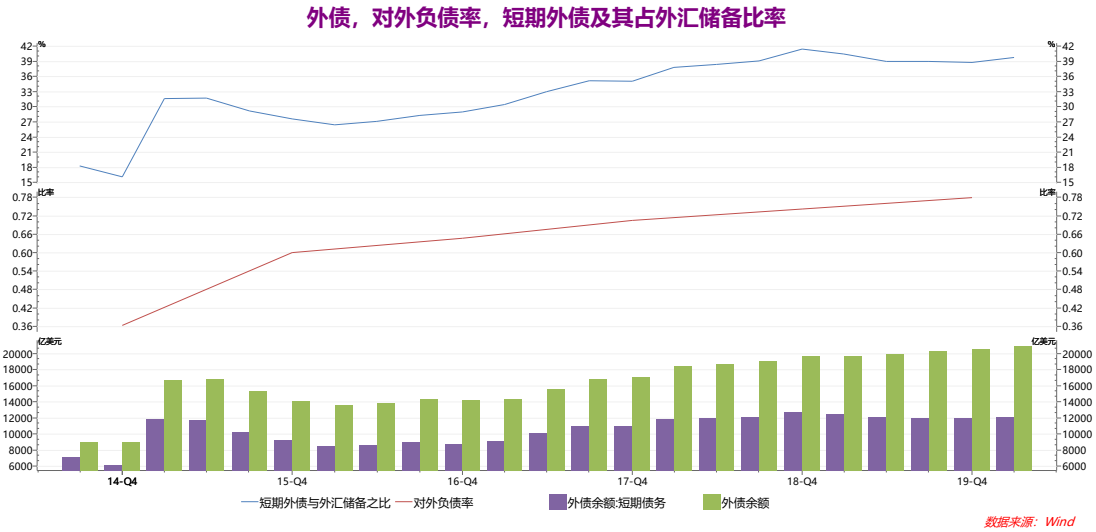
图 6：我国国际储备、外汇储备和外汇占款比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

外汇储备体现了一国的国际清偿能力，主要是用来应对国际支付，一般要求满足三个月的进口，也要求满足对短期国际债务的清偿要求。从数据看，近年，我国短期债务增长还是比较明显的，短期债务占比也处于历史较高水平，因此，维持比较高的外汇储备是必要的。

图 7：我国短期债务与外汇储备对比情况



资料来源：银河期货研究所 WIND

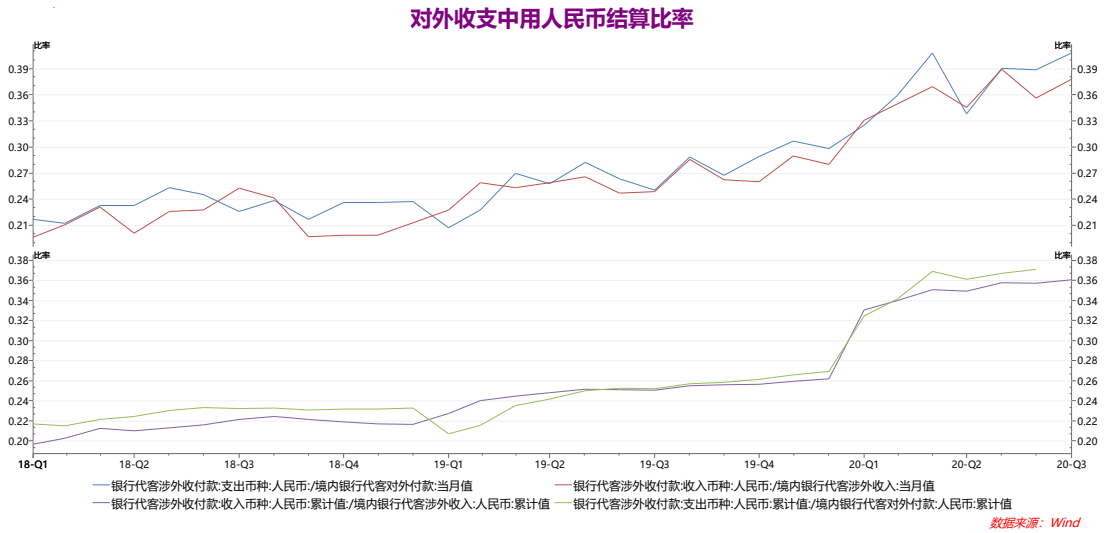
因此，总体看，人民币汇率一方面缺乏贬值的基础，另一方面也缺乏持续升值的基础，保持在均衡水平上的相对稳定，进行双向浮动是比较符合实际的现实选择。

四． 新形势下汇率制度的改革预期

当前，中央提出了“双循环”的战略，同时，国际形势出现了比较剧烈的变动，疫情在国内产生了不同的影响，这些有可能导致人民币的市场化、自由化和国际化进程的加快。

从银行贷款收付款的情况看，人民币在对外收付款的地位近期得到一定的提高。

图 8：对外收支中人民币结算比率

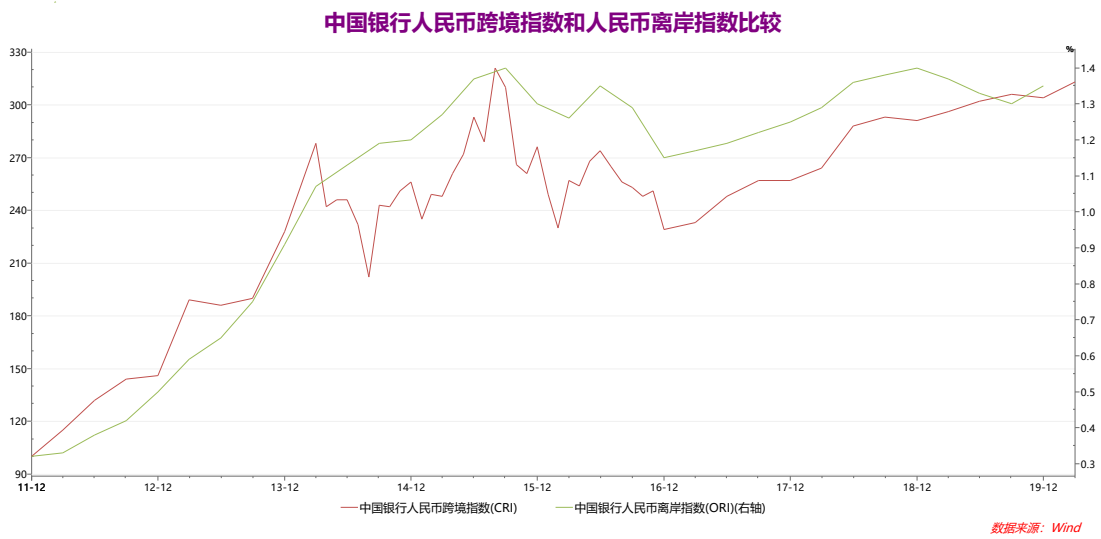


资料来源：银河期货研究所 WIND

从中国银行发布的人民币国际化指数看，即从人民币跨境指数与人民币离岸指

数看，也说明了人民币国际化的进程正在路上，尽管还有很大的不确定的因素，也有很漫长的道路要走。

图 9：人民币跨境指数与人民币离岸指数比较



资料来源：银河期货研究所 WIND

从人民币市场化、自由化的道路看，实际上中国正在参考波兰和智利的经验逐步推进人民币汇率走向完全的自由浮动。

波兰的汇率制度也经历了“单一盯住美元”、“盯住一篮子货币”、“爬行盯住”、“爬行区间”和自由浮动几个阶段。这正是中国走过和正在走的道路。中国目前就处于其“爬行盯住”和“爬行区间”的阶段。波兰当时面对国际收支经常项目的顺差和资本流入，不断扩大了“爬行区间”，从 10%扩大到 15%，最后再 2000 年实现了完全自由浮动。

智利的情况也相当类似，其汇率制度也经历了“盯住美元”、“爬行盯住美元”、“盯住一篮子货币”、自由浮动几个阶段。先 “爬行盯住美元”，再“爬行盯住一

篮子货币”，爬行区间不断扩大，从上下 2%扩大到上下 12%，最终再 1999 年也实现了自由浮动。

中国无疑正在走类似波兰和智利的道路，有管理的浮动实际上就是爬行盯住。但是中国的爬行区间有进一步放大的可能与空间，2018 年的波动区间在 6.3 元和 6.9 元之间，则爬行区间仅仅为 5%，而 2019 年和 2020 年（到目前为止）的波动区间在 6.7 元和 7.2 元之间，爬行区间仅仅在 4%左右，要将爬行区间扩大到 10%以上，达到波兰当时的 15%和智利的 12%以上还有很长的一段路要走。

我们还要注意到扩大爬行区间和推进汇率自由化内外在条件。波兰和智利均选择了其国际收支状况比较好、经常项目和非储备资本项目顺差的情况下推进的。

我们注意到央行前官员盛松成最近的观点，即中国应利用目前的有利形势推进资本项目的开放，实现人民币汇率的自由化、市场化和国际化。

但我们认为，人民币汇率改革依旧会循序渐进，比较现实的选择是拓宽波动区间，如将波动区间由目前的 4-5%拓宽到 10%左右。

目前，美元兑人民币汇率在 6.82 元左右，依旧在 7.2 和 6.7 元之间，央行是不是会借“双循环”和人民币国际化的东风，拓宽波动区间值得进一步观察。

（银河期货研究所 20200903）

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