

“8.11”汇改五周年

不破不立

迄今为止，“8.11”汇改已经历时五年时间。总结回顾汇改经验，有利于加深对人民币汇改的理解，并为深化人民币汇改提供政策参考。

- **汇率改革机制比水平更重要。**“8.11”汇改初期，人民币汇率出现了较为剧烈的波动，但更为重要的是，汇改之后人民币中间价的基准地位得到加强。同样，2019 年 8 月人民币汇率破“7”不只是人民币贬值，更是打开了汇率可上可下的空间，提升了汇率市场化程度。
- **汇率改革预案比预测更重要。**“8.11”汇改之后，出现汇市震荡、资本外流加剧情况，此时加强市场沟通和预期引导显得尤为重要。2019 年 8 月人民币汇率破“7”，央行对于市场反应做了充分的舆论准备，促使市场很快消化吸收了破“7”的冲击波。
- **改革没有无风险的最佳时机。**由于导致“8.11”汇改初期人民币汇率承压的因素在短期内不一定会消除，因此即便不在 8 月 11 日进行汇改，汇率贬值压力可能仍会存在。类似地，如果 2019 年人民币汇率没有破“7”，那么 2020 年破“7”势必会面临更多不确定因素。
- **公信力是汇率政策成功的关键。**2017 年，外汇市场自律机制秘书处通过在中间价报价模型中引入逆周期因子，全年人民币汇率不跌反升，打击了做空人民币的市场势力，较好解决了汇率政策的公信力问题。2017 年成为“8.11”汇改的分水岭，人民币汇率由单边下跌转向双向波动，市场预期分化。
- **改革要尊重和发挥市场的作用。**“8.11”汇改之后，人民币意外贬值触发了市场集中增加对外资产、减少对外负债。在经历了阶段性的资本外流后，民间货币错配大幅改善，市场主体对于汇率波动的容忍度增强。2017 年之后，汇率杠杆调节作用开始正常发挥，境内外汇供求趋于基本平衡。市场对于汇率双向波动的适应性也在逐步增强。
- **汇率市场化有助于减少外汇管制。**2017 年 9 月，随着外汇形势和跨境资本流动状况好转，监管回归政策中性。虽然 2018 年以来人民币汇率屡屡承压，但有关部门除了采取部分宏观审慎措施外，未采取进一步的资本外汇管制措施，稳步推进了制度型对外开放。
- **汇率市场化有助于提高货币政策独立性。**如 2018 年，尽管美联储四次加息并缩表，且经贸摩擦令人民币汇率承压，但中国央行为应对国内经济下行压力，三次降准，引导市场利率下行。再如今年新冠疫情暴发后，中国央行领先美联储一个月进入疫情应对，迎着人民币汇率贬值压力，综合运用数量和价格工具，支持抗疫和企业复工复产。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观经济及策略：宏观经济

证券分析师：朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

联系人：管涛
tao.guan@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300120030020

联系人：刘立品
lipin.liu@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080013

2015 年 8 月 11 日，央行在官网发布《关于完善人民币兑美元汇率中间价报价的声明》。声明称，为增强人民币兑美元汇率中间价的市场化程度和基准性，中国人民银行决定完善人民币兑美元汇率中间价报价。自 2015 年 8 月 11 日起，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇供求情况以及国际主要货币汇率变化向中国外汇交易中心提供中间价报价。这揭开了“8.11”汇改的序幕。迄今为止，“8.11”汇改已历时五年时间。站在当前的时间点上，总结回顾汇改经验有利于加深对人民币汇改的理解，并为深化人民币汇改提供政策参考。

1、汇率改革机制比水平更重要

当今主要世界货币大都实行浮动汇率制度。IMF 公布的八大外汇储备货币中，美元、英镑、日元、澳元、加元均是自由浮动，欧元对欧元区和欧洲汇率机制中的其他货币是自由浮动，瑞士法郎自 2015 年开始也重归自由浮动。对于中国而言，完善市场化汇率形成机制一直是改革的重要目标，一方面能够积极配合开放型经济新体制整体战略部署，另一方面也是为了增强宏观调控的独立性、自主性，更好应对内外部不确定性的挑战，保持经济和金融的稳定。

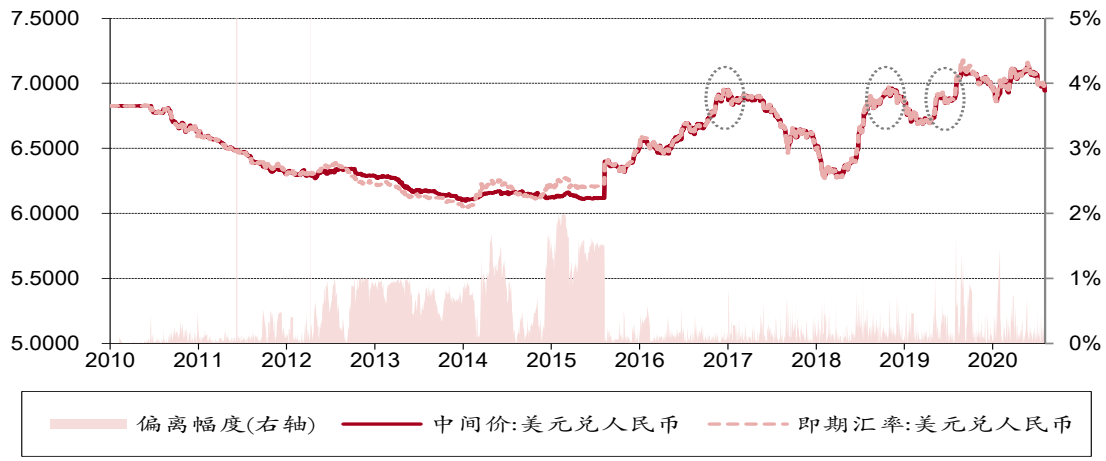
“8.11”汇改之后，人民币汇率出现了较为剧烈的波动，触发了境外对于中国加入全球性竞争性贬值的担忧。但过度关注汇率水平高低，是对本次汇改的极大误读。汇改之前，人民币汇率中间价形成透明度不高、供求信息反映不全面、加上中间价波动率较低，导致银行间市场交易价与中间价长期背离，影响了中间价的市场基准地位。汇改之后，人民币汇率交易价相对中间价偏离明确收敛，中间价的基准地位得到加强（见图表 1）。

同样，2019 年 8 月人民币汇率破“7”不只是人民币贬值，更是打开了汇率可上可下的空间，提升了汇率市场化程度。破“7”之前，受国内经济下行压力加大、外部美元走强以及美国单方面升级贸易摩擦影响，人民币汇率屡次承压，并在狭小的空间内反复震荡。

破“7”之后，人民币汇率双向波动趋势明显，市场预期分化，有助于外汇收支和国际收支基本平衡，形成经常项目与资本项目（含净误差与遗漏）互为镜像关系的自主平衡。进入 2020 年，人民币有管理的浮动汇率制度又初步经受了极端市场环境的挑战，人民币汇率上下波动成为吸收内外部冲击的“减震器”，人民币国际化和市场适应能力在汇率市场化过程中均稳中有进。

特别是 2020 年 7 月以来，受地缘政治冲突的影响，人民币汇率多次在一天之内围绕“7”上下反复震荡。现在要说人民币汇率是比“7”强还是比“7”弱，一定要说清楚是上午、下午还是晚上的事情。

图表 1. 人民币兑美元交易价和中间价走势



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

2、汇率改革预案比预测更重要

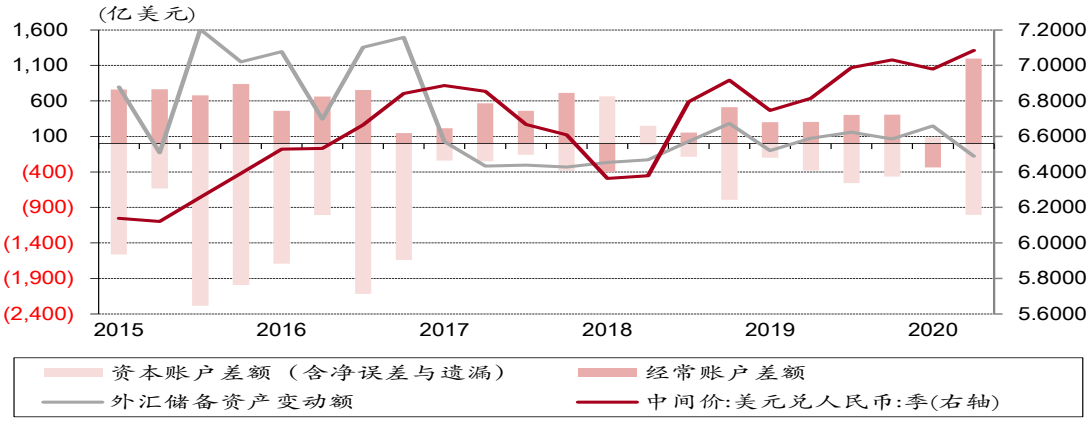
改革就意味着改变，改变就是不确定性，不确定性即是风险。在改革之前，做出利弊权衡、风险评估是必要的，但更为重要的是在情景分析、压力测试的基础上做好应对预案。尤其是跨境资本流动受到内外部不确定、不稳定因素的影响较多，可控制性较弱、可预测性较差。

“8.11”汇改使得人民币汇率市场化程度进一步提高，但汇改之后出现汇市震荡、资本外流加剧情况，此时加强市场沟通和预期引导显得尤为重要（见图表 2）。

在 2019 年 8 月份破“7”之前，人民币汇率曾经有三次遇“7”不过的经历，分别是 2016 年底、2018 年第四季度和 2019 年第二季度（见图表 1）。每次遭遇“7”这个重要的心理关口，都引发了市场关于保汇率还是保储备的激烈争论。虽然这三次政策都选择了守“7”，但实际上也让市场对于破“7”有了思想准备。

2019 年 8 月人民币汇率破“7”，央行对于市场反应做了充分的舆论引导，促使市场很快消化吸收了破“7”的冲击波。先是在破“7”之前，周小川行长、易纲行长先后在 5、6 月份就汇率底线问题进行表态[1]，之后是破“7”当日，央行通过答记者问方式对破“7”的原因、后市以及影响做了解释；再之后，央行、外汇局又通过领导讲话和吹风会，反复对外宣传解读这次汇率水平的变化，把握市场预期引导的主动权。

图表 2. 人民币汇率走势与季度国际收支主要项目构成



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

注：外汇储备资产增加为负值，减少为正值。

3、改革没有无风险的最佳时期

任何政策选择都有机会成本，任何改变都要承担一定的风险。评估改革时机是否合适有两个维度：一是改革条件是否成熟；二是不改革的风险是什么。

促使“8.11”汇改实现逆势突破的有利条件包括：人民币汇率处在均衡合理水平，国际收支处于基本平衡范畴，央行具有较强的外汇市场调控能力，并具有 20 多年汇改成功的市场良好声誉。而如果不实施汇改，人民币汇率交易价持续偏离中间价会影响中间价的基准地位，甚至会影响 2015 年底人民币加入 SDR 篮子货币的目标能否实现。

“8.11”汇改初期，人民币兑美元汇率承压，资本外流加剧，当局采取了加强跨境资本流出管理等一系列维稳措施，加重了市场对中国资本账户开放的疑虑。导致人民币汇率承压的原因，既有来自国内经济下行的内部压力，也有来自美联储加息预期增强，美元指数走高的外部影响。即便不在 8 月 11 日进行汇改，由于上述因素在短期内不一定会消除，因而汇率贬值压力可能仍会存在。

[1] *新浪财经，http://finance.sina.com.cn/china/2019-05-31/doc-ihvhiews5987991.shtml?cre=sinapc&mod=g，2019 年 5 月 31 日；环球时报，https://finance.huanqiu.com/article/9CaKmKkRZy，2019 年 6 月 12 日。*

类似地，2019 年 8 月人民币汇率破“7”前夕，人民币汇率承压是受到国内经济下行压力加大、美元指数走强、以及中美经贸摩擦升温的共同影响。如果 2019 年人民币汇率没有破“7”，2020 年破“7”势必会面临新冠疫情冲击、全球金融市场动荡、世界经济严重衰退、中美冲突日益加深等更多不确定因素。因此，客观而言，所谓改革的最佳时机是不存在的。如前所述，在改革之前做好应对预案，可以提高汇率改革成功的概率，降低改革的风险。

4、公信力是汇率政策成功的关键

“8.11”汇改后，人民币汇率参考一篮子货币调节，因国际上美元指数加速升值，导致 2015 和 2016 年境内人民币汇率持续下跌，形成了汇率贬值越强、资本外流越多、储备下降越快、汇率下跌更多、贬值预期更强的负向螺旋。此时的汇率政策就暴露出资本外流、汇率贬值压力下，有管理的浮动汇率制度面临的市场透明度和政策公信力问题[2]。

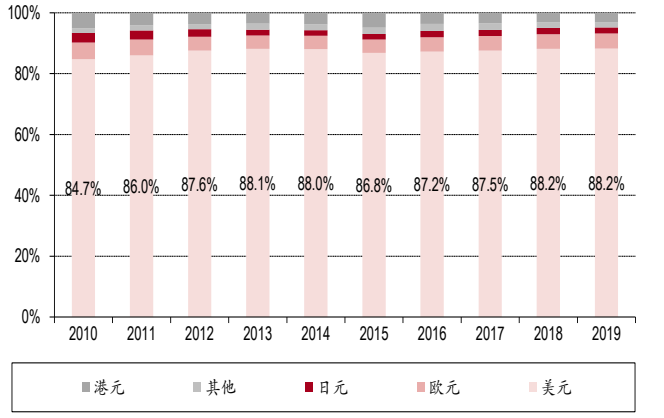
为了解决市场透明度问题，2015 年底中国外汇交易中心开始编制和发布三个口径的人民币汇率指数。之后，又以外汇市场自律机制的名义对外披露人民币兑美元汇率中间价报价机制（即中间价=上日收盘价+篮子货币汇率变化）。2016 年下半年，人民币汇率指数基本稳定，受美元指数反弹影响，人民币兑美元双边汇率年底跌至“7”附近（见图表 3）。但人民币贬值并未冲击国内股市和海外市场，因为市场理解，人民币贬值是因为美元太强，而非中方竞争性贬值。但由于境内非银行机构和个人跨境外币收付的近九成是美元（见图表 4），人民币汇率持续下跌仍加重了外汇市场恐慌。

图表 3. 人民币汇率中间价与美元指数



资料来源：中国外汇交易中心，万得，中银证券

图表 4. 年度跨境外币收付币种构成



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

为更好反映经济基本面变化和对冲外汇市场的顺周期行为，2017 年 5 月底，外汇市场自律机制秘书处对外宣布，将中间价报价模型调整为“收盘价+篮子货币汇率变化+逆周期因子”。2017 年，在市场总体看空人民币、外汇依然供不应求的情况下，人民币汇率中间价累计升值 6.2%，其中收盘价相对当日中间价偏弱贡献了中间价涨幅的-106%。也就是说，若没有逆周期因子调节，人民币汇率将会继续弱势。

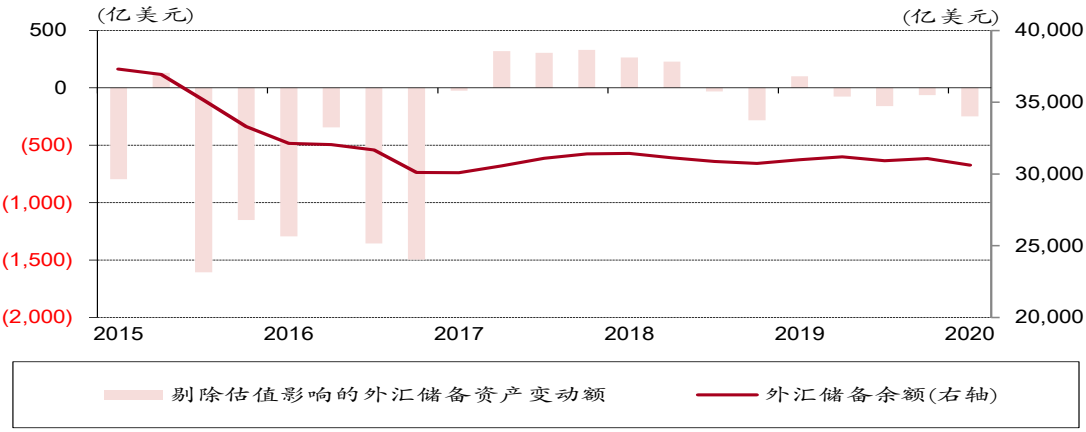
2017 年人民币汇率累计升值，打击了做空人民币的市场势力，较好解决了汇率政策的公信力问题[3]，促进了外汇供求状况的明显好转。与此同时，剔除估值影响后的外汇储备增加 930 亿美元(见图表 5)。因为保汇率和保储备都不是保具体水平和规模，而是保信心。汇率是价格、储备是数量，这是一个硬币的两面。一个问题解决了，另一个问题也就迎刃而解。

2017 年成为“8.11”汇改的分水岭。自此，央行基本退出了外汇市场的常态干预，回归监管政策中性，人民币汇率由单边下跌转向有涨有跌的双向波动，市场预期分化。

[2] *易纲、汤弦：《汇率制度“角点解假设”的一个理论基础》，《金融研究》，2001 年第 8 期，第 5-17 页。*

[3] *经济政策的公信力，应该是让相信政策的人不能亏钱甚至赚钱，不信政策的人不能赚钱最好亏钱。*

图表 5. 外汇储备资产变动情况



资料来源：国家外汇管理局，万得，中银证券

5、改革要尊重和发挥市场的作用

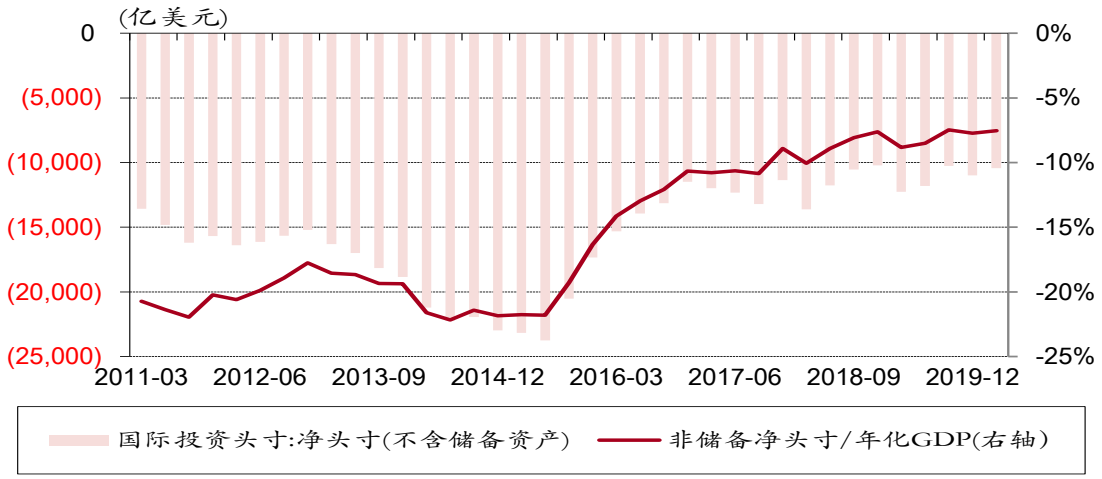
“8.11”汇改之前，因为人民币汇率长期单边升值，民间“资产本币化、负债外币化”，货币错配较为严重。截至 2015 年 6 月底（汇改前夕），剔除官方储备资产的民间对外净负债达 2.37 万亿美元，与年化名义 GDP 之比为 21.8%。人民币意外贬值触发了市场集中增加对外资产、减少对外负债，导致 2015 和 2016 年每年资本净流出 6000 多亿美元。

但事情都有两面性。经历了阶段性的资本外流后，民间货币错配大幅改善。到今年 3 月底，民间对外净负债降至 1.04 万亿美元，与年化名义 GDP 之比也降至 7.5%（见图表 6）。这降低了货币错配敞口，增强了市场主体对于汇率波动的容忍度。

2017 年之后，人民币汇率双向波动，市场预期分化，“贬值时卖外汇的多买外汇的少、升值时买外汇的多卖外汇的少”的汇率杠杆调节作用开始正常发挥。受此影响，境内外汇供求趋于基本平衡，不论顺逆差规模都不大，不像 2015 和 2016 年，月度银行即远期结售汇逆差动辄几百亿甚至上千亿美元。

过去，制约汇率弹性增加的担忧之一是企业汇率风险意识和管理能力不足。现在看来，市场对于汇率双向波动的适应性逐步增强。一方面，企业更多运用外汇衍生品交易规避汇率风险。今年上半年，银行对客户的外汇交易中，即期交易占比为 79.7%，较 2015 年回落了 0.8 个百分点，意味着外汇衍生品交易的占比总体趋于上升；另一方面，企业还主动运用外币跨境收付规避汇率风险。今年上半年，银行代客涉外收付中，代客结售汇占比 41.2%，回落了 12.1 个百分点，占比为 2010 年以来最低（峰值为 2002 年的 74.8%）；人民币占比 36.0%，较 2015 年上升了 7.0 个百分点；跨境自有外汇收付占比 22.8%，上升了 5.1 个百分点。

图表 6. 季末非储备对外净头寸及其与年化名义 GDP 之比



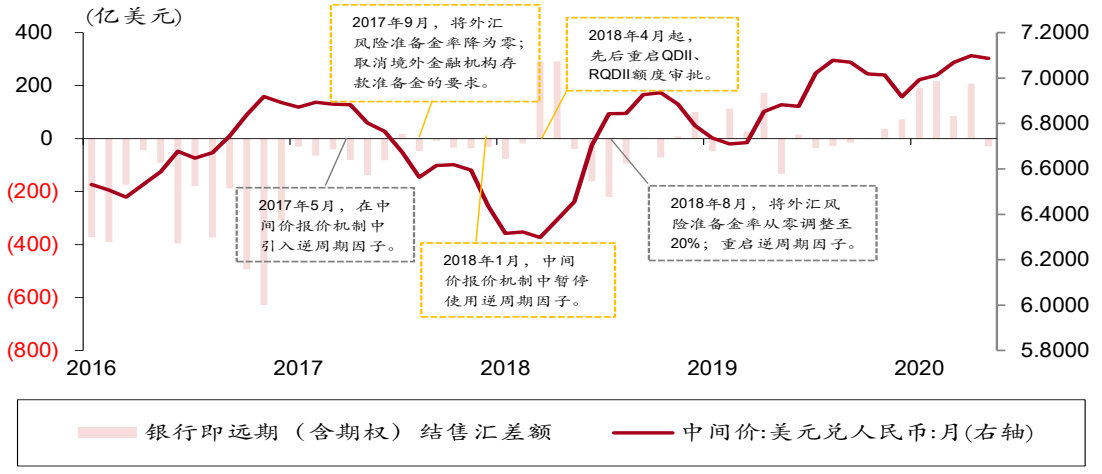
资料来源：万得，中银证券

6、汇率市场化有助于减少外汇管制

早在 2017 年 9 月，随着外汇形势和跨境资本流动状况好转，有关部门就将外汇风险准备金率降为零，并放松了对企业海外投资的用汇限制，监管回归政策中性，既支持依法合规的资本流入，也支持依法合规的资本流出。2018 年初，外汇市场自律机制秘书处宣布暂停中间价报价机制的“逆周期因子”，回归汇率政策中性。

虽然 2018 年以来受中美经贸摩擦、新冠疫情蔓延、全球金融动荡、地缘政治冲突等因素影响，人民币汇率屡屡承压。但有关部门恪守监管回归政策中性，除了在 2018 年 8 月先后调整外汇风险准备、重启逆周期因子等宏观审慎措施外，未采取进一步的资本外汇管制措施，反而不断推进贸易投资自由化便利化。这降低了境内企业对外贸易和投融资成本，增强了境外投资者信心，稳步推进了制度型对外开放，有序推动了人民币资本项目可兑换和国际化进程（见图表 7）。

图表 7. 宏观审慎和管制措施变动情况



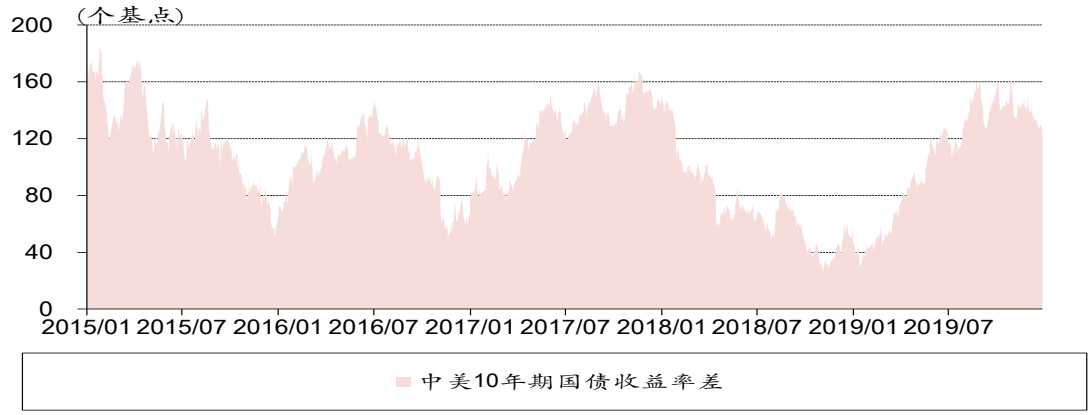
资料来源：万得，中银证券

7、汇率市场化有助于增强货币政策独立性

如 2018 年，尽管美联储四次加息并缩表，且经贸摩擦令人民币汇率承压，但中国央行为应对国内经济下行压力，三次降准，引导市场利率下行。到 2018 年底，中美 10 年期国债收益率差由上年底的日均 150 个基点降至不到 50 个基点（见图表 8）。

再如今年新年伊始，中国央行即降准一次。之后，因新冠疫情集中暴发，中国央行领先美联储一个月进入疫情应对，迎着人民币汇率贬值压力，综合运用数量和价格工具，支持抗疫和企业复工复产。今年上半年，我国统筹疫情防控和经济社会发展取得重大战略成果，第二季度经济增长如期转正且好于预期。

图表 8. 中美 10 年期国债收益率差



资料来源：万得，中银证券

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371