

外汇专题

2023年05月24日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen_qh@chinastock.com.cn

再从中国式有管理的浮动看人民币兑美元汇率走向

正文：

近期，人民币兑美元汇率跌破7元，市场评论和相关报告也比较多。笔者研判人民币汇率兑美元走势还是要从制度出发，从中国式有管理的浮动制度出发。根据笔者的人民币兑美元汇率研究框架，该研究框架由理论研究、制度和政策研究、宏观数据研究、市场预期研究、非经济因素研究5大支柱形成。其中，最为关键的是汇率制度研究，忽视中国式有管理的浮动的研究而研究汇率无疑是缘木求鱼。

在笔者近年来多篇系列的汇率研究报告中反复指出，在中国式有管理的浮动制度下，中间价是中国式有管理的浮动制度的核心，是当前形势下，发挥市场在汇率形成中的决定性作用的关键和具体表现，其中，人民币兑美元的中间价是最为重要的中间价。不具备完全可兑换性的人民币和美元保持相对稳定的平价关系参与国际浮动是最明显的特征，在人民币汇率在均衡水平上保持相对稳定，并进行双向浮动，不断增强汇率弹性，发挥对国际收支和宏观经济的自动调节作用是目标和方向，但双向浮动不是无序浮动，根据笔者长期观察，央行存在着一个隐含的汇率波动区间。

一、如何看待美元指数对人民币汇率的影响

根据这一基本的观点,如何看待美元指数的波动对人民币兑美元汇率的影响呢?

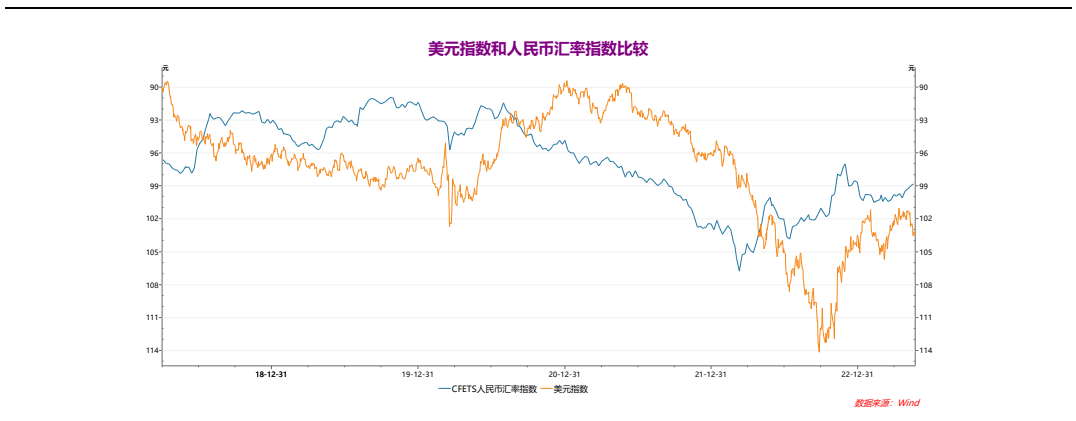
笔者认为,美元指数波动对人民币汇率的影响是二方面的。

一方面,因为人民币不是狭义美元的权重货币,美元指数对人民币汇率不可能产生直接的影响,但是,美元指数确实可以通过中间价对人民币产生间接的影响,因为按照中间价制定规则的 2 个市场性因素(退出逆周期因素后),一是前日 16:30 的中国外汇交易中心的中间价,一个是为了保持人民币兑一篮子货币的稳定,要求根据前日 16:30 到第二天 07:30 美元指数的波动情况,对昨天 1630 的收盘价进行调整。如昨天的收盘价是 6.96 元的话,如美元指数当晚上升,第二天的中间价高于 6.95 以上,或者美元指数当晚下跌,第二天的中间价高于 6.95 以下。因此,在美元指数走高时候,确实是会对人民币汇价产生下浮的压力,但这是通过中间价间接实现的。

但是,另一方面,美元指数走高时候,确实是会对人民币汇价产生上浮的压力,这是因为人民币作为一种不可兑换货币和美元保持相对稳定的平价关系参与国际浮动而发生的。在这个意义上,美元指数上涨就是人民币指数的上涨,就是人民币对大多数非美元货币的上涨。当美元指数上涨,人民币兑美元汇率上涨时,人民币实际上承受着双重上涨的压力,反之,当美元指数下跌,人民币兑美元汇率下跌时,人民币实际上承受着双重下跌的压力。

以今年央行一季度货币政策执行报告披露的数据为例,人民币汇率指数比去年底上涨了 1.2%,其原因在于期间的美元指数也从 98.67 上涨到 99.8。

图1：美元指数和人民币汇率指数比较



数据来源：Wind、银河期货

央行一季度货币政策执行报告还披露在一季度，人民币兑美元、日元上涨，而兑欧元、英镑贬值。其背后的因是一季度美元兑欧元和英镑出现了贬值，而美元对日元却出现了升值。

图2：一季度人民币兑主要货币汇率

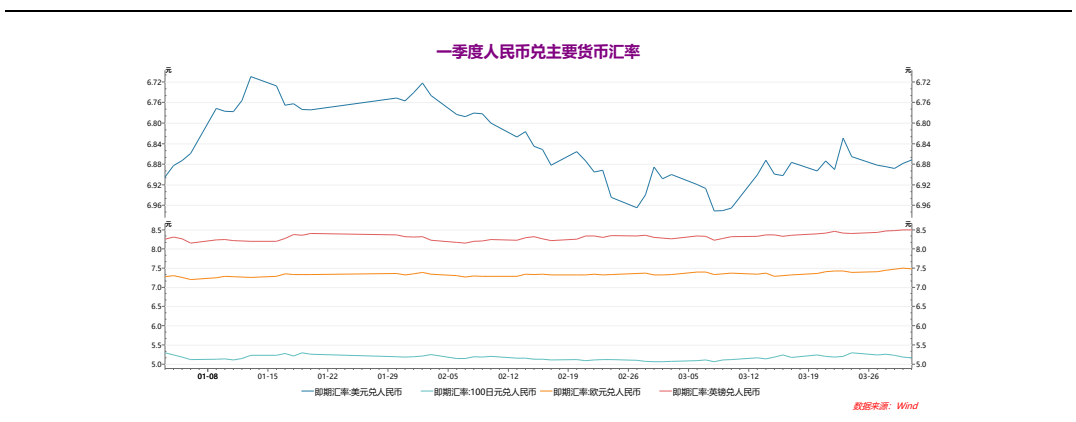
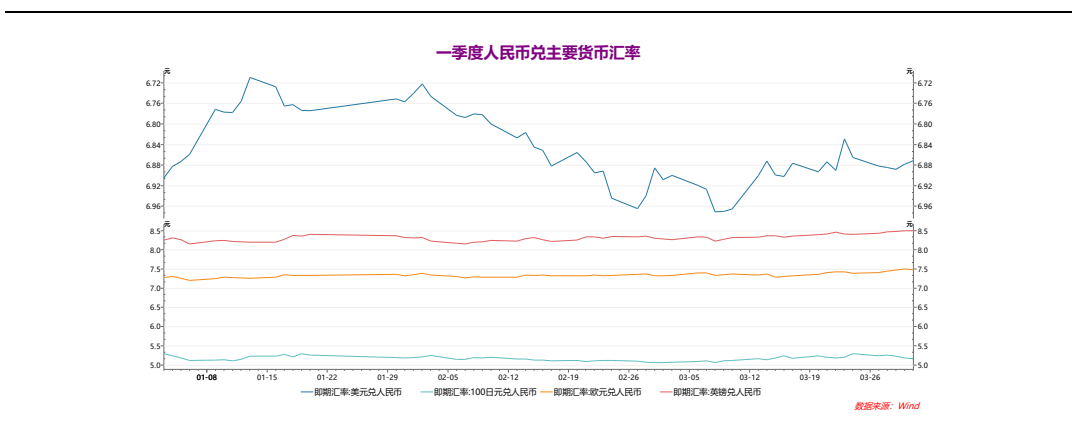


图3：一季度美元兑主要货币汇率



数据来源：Wind、银河期货

又如，在 2018-2019 年美元指数下跌周期，人民币兑美元汇率回升，我们可以从贸易顺差、正向利差等因素解释，但是，当时人民币又兑欧元等非美元货币出现了贬值，而我国当时对欧盟也保持较大贸易顺差，而且欧盟的利率是负的，这又如何解释呢？唯一的解释就是人民币与美元保持相对平价参与了国际浮动。

因此，在这个意义上，把人民币汇率下浮归咎于美元的走强是不全面的，不正确的，或者把人民币汇价的止跌何回升寄希望于美元的回落是十分错误的观点。而且从美元看，美元依旧是流动性、风险性和收益性三性统一性较好的资产，特别是在国际形势不太稳定的情况下，不要轻易看空美元。

汇率下行的主要原因依旧在于经济稳固基础不牢固，汇率下行时自动对宏观经济和供求关系调整的结果。

二、如何看待破 7 和中国外汇市场指导委员会会议

在人民币汇率破 7 后，笔者撰写了《平静看到破 7》。从历史上看，7 从来不是一个底部，央行在前几次破 7 后，也曾经发声，破 7 后，可以更好地发挥对宏观经济和国际收支的调节作用。

但是，这次破 7 后，中国外汇市场指导委员会（CFXC）2023 年第一次会议，会议对市场投机行为发出警告：“汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导，必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定，坚决抑制汇率大起大落。”

这次会议的召开的时机确实值得推敲，笔者在会议新闻稿公布后，也及时撰写了《是巧合还是什么？》。笔者也查阅了中国外汇市场指导委员会有关资料，

这个委员会成立于 2017 年，其成立的目的是：为更好地促进中国外汇市场的发展，进一步推动外汇市场从“他律”为主向“他律”和“自律”并重转变，成立中国外汇市场指导委员会。从性质上带有自律和咨询的性质，其主要功能为：1. 就外汇市场改革与发展的总体方向提出建议。2、就外汇市场自律机制年度工作计划和重点工作内容 等提出建议。3、对外汇市场自律机制重大工作进行指导。4、参加全球外汇委员会的相关工作。5、人民银行和外汇局赋予的其他职责。人员由人民银行、外汇局相关人员、外汇市场主要参与机构的资深从业人员、自律机制秘书长和外汇市场资深专家所构成。即从性质上带有自律和咨询的性质的组织。从网上资料看，没有更多的新闻和会议召开资料。

由此看来，这次会议的召开估计还是有一定的针对性的，但作为一个自律和咨询性的组织，其发挥的作用应该是窗口指导性质的。其力度和影响度应该低于去年国庆节召开的央行电视和电话会议，在那次会议上，央行称将用市场和政府的手段稳定汇率，引发了 10 月两波对空头的回击。

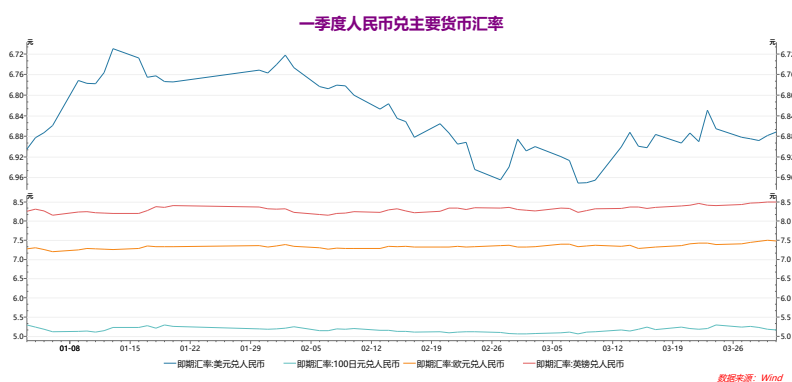
在新的形势下，央行对汇率的调整态度是总体开放的。特别是去年在汇率最低迷的时候，其刊出的三季度货币执行报告空前提出：“发挥市场在汇率形成中的决定性作用”，这一提法在去年的四季度和今年的一季度货币政策执行报告中得到了重申。

三、如何看待汇率波动对供求关系的自发调节作用

汇率波动对外汇供求关系的影响主要体现在结汇率和售汇率的影响上。结汇率和售汇率也是中国式有管理浮动下的独特的汇率研究指标。通过分析银行代客收汇和代客结汇的比率和银行代客付汇和代客售汇的比率，它可以用来分析市场

的外汇供求情况变动，也可以用来分析市场上外汇获得者和外汇使用者对汇率的预期。今年以来，汇率波动的结汇率的影响十分明显。在汇率走弱的4月和2月，结汇率出现明显的回升，而在3月和1月，汇率相对稳定的情况下，结汇率出现回落，即在美元兑人民币汇率高于或接近6.95元时候，结汇率上升，而在该汇率低于6.85时候，结汇率回落，反映的外汇收入者的心态和对汇率的预期，特别是一月，尽管有所谓的年前结汇拥挤效应，也没有出现结汇高峰，一反往常。但是，从售汇率看，售汇率变化却不大，这一方面说明对外汇支出企业而言，还是预期和担心美元兑人民币汇率回升；而今年年初汇率的大反弹到6.69元和3月汇率在7元突然止跌对外汇收入者产生了一定心理压力和阴影，导致结汇在美元价格较高是结汇相对积极。另一方面，汇率波动对售汇率影响有限也显示在目前的情况下，对汇率的市场供求关系的自动调节作用还有待于通过汇率制度的市场化改革进一步完善。再从下图的结售汇率和售汇率持续倒挂的情况看，市场供求关系还是偏紧的，尽管2月有所明显缓和。

图4：扣除掉远期合约履约额后的实际当期结汇售汇及其差额

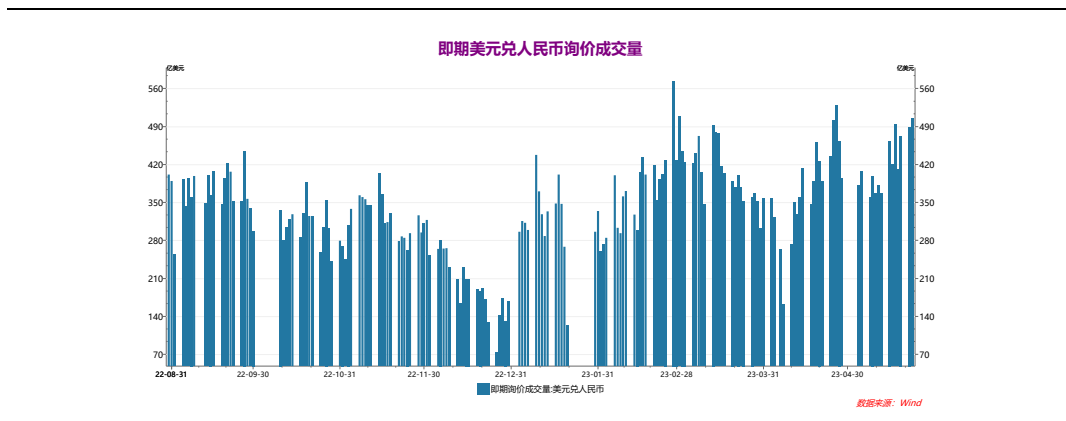


数据来源：外汇管理局、Wind、银河期货

那么这次汇率破7后对市场供求关系有什么影响呢？我们可以从即期美元询价成交量见到端倪。近期，即期美元询价成交量有所回升。说明汇率下行后，

结汇金额确实有一定提升，5月23日达到504亿美元。这和去年9月和10月汇率最低迷的时候的即期美元询价成交量较低形成了一定的对比。

图5：美元对人民币即期询价成交量



数据来源：Wind、银河期货

四、如何看待新的汇率双向波动的隐含波动区间

根据笔者长期观察，人民币汇率双向波动存在着一个隐含的波动区间，这可以从汇率波动和央行的干预这2个角度进行观察。

（一）2018年的干预和放弃（6.3-6.9，6.6）

干预：在当年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。

放弃：但是，这种情况在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。这一提法，导致了国庆节后央行在政策上的变动。一是尽管没有跟随美国进行利率上的调节，但是，再次下调了调整空间相对比较大的银行存款准备金；同时，面对国内外错综复杂

的环境，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。但是，当市场对美元兑人民币破 7 甚嚣尘上的时候，央行发布的第四季度《货币政策执行报告》又表示，在必要时加强宏观审慎管理，保持人民币在合理均衡水平上的基本稳定，加上央行开始在外汇市场直接干预，人民币汇率暂时消除了破 7 的隐忧

（二）2019 年 9 月干预（6.7-7.2，6.95）

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。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。

（三）2020年5月干预

从5月28日的中间价看，中间价也出现了有限的下调：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。逆周期因子或许已经启用，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。因此，7.2元的观察窗口还有存在的意义。

（四）2021年升值周期下的6.7元间接干预

在这一期间，央行宣布退出逆周期因子，采取了提升外汇存款准备金和下调远期售汇风险准备金以及调整相关宏观审慎系数以减缓汇率升值的压力。

（五）2022年3月以来中间接干预与管理

在这一期间，央行实际重启了逆周期因子，把2021年的间接手段重新归正，采取了下调外汇存款准备金和上调远期售汇风险准备金以及调整相关宏观审慎系数以减缓汇率贬值的压力。

表1：央行对汇率间接调控手段的比较

2020年以来减缓升值的间接措施	2022年以来稳定汇率的部分间接措施
将银行远期售汇保证金从20%下调到0	将银行远期售汇保证金从0%上调到20%
逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响	事实上改变了中间价的制定规则
将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25下调至1	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25
将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由0.3上调至0.5	
将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25下调至1	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25
提升商业银行外汇存款准备金从5%到9% (分2次完成)	提升商业银行外汇存款准备金从9%到6% (分2次完成)

数据来源：央行、银河期货

特别8月中旬后，一方面受到7月经济数据反复的影响，说明稳定经济基础的大盘并不牢固，另一方面，疫情在全国再度加剧，导致进入了年内第二波贬值。笔者在9月22日撰写了《蛇还会出洞不？》一文，明确指出7元仅仅是心理关口，7.2元才是重要观察点位，但不是铁底。果然，汇率直逼7.2元的央行隐含汇率目标区的下限，并在国庆节跌破7.2元，探低到了7.328元，央行在国庆前对人民币空头发出了警告，称将用市场和政府的手段，双管齐下维持人民币汇率的基本稳定，并在10月组织了2次大反攻，但空方力量依旧强大。期间，值得关注的是在11月1日，人民币中间价定在了7.2元以下，报7.2081元，这是空前的，尽管历史上人民币的在岸价和离岸价下探到过7.2元。需要指出的，央行在关键

点位对空方的打击，没有采取前 2 次的阵地战而在 7.2 元死守，而是诱敌深入，然后进行反击。

其中，笔者最为关注的是 2 个点，一是央行空前把美元兑人民币的中间价定在 7.2 元以上；二是央行在三季度货币政策执行报告中空前提出将发挥市场在汇率形成中的决定性作用。从这 2 点看，7.2 元的观察窗口的实际意义已经被打上折扣，央行兑汇率波动持有明显的开放态度，以发挥对国际收支和宏观经济的自动调节作用。因此新的波动隐含区间需要在进一步观察中形成，我们注意到去年美元兑人民币的离岸汇率最高到过 7.3745 元，在岸价摸高 7.3280 元。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799