



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

人民币汇率形成机制的历史演进与展望

分析师:

2017年12月26日

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

主要观点:

三元悖论告诉我们, 由于我国既不能放弃货币政策独立性也不能放弃资本自由流动, 因此, 只能放弃固定汇率制选项, 转而实行浮动汇率制, 也就是努力实现人民币汇率形成机制的市场化。从人民币国际化战略角度考虑, 要想形成开放的资本流动格局, 推进人民币国际化进程, 需要进一步提高人民币汇率形成机制市场化水平, 实现更大弹性的汇率形成机制, 防止货币危机。

人民币汇率形成机制大致经历: 1994年“初步形成统一外汇市场”的汇改、2005年“参考一篮子货币”的汇改、2010年“缓解输入性通胀”的汇改、2015年“配合人民币国际化”的汇改以及2016-2017年人民币汇率市场化形成机制的“后汇改”时期。在“后汇改”时期, 监管当局通过推出“参考一篮子货币”定价因素、“逆周期因子”等, 进一步完善了人民币汇率形成机制, 实现了人民币汇率日间波幅扩大和趋势双向波动的目标, 切实增强了人民币汇率的弹性。

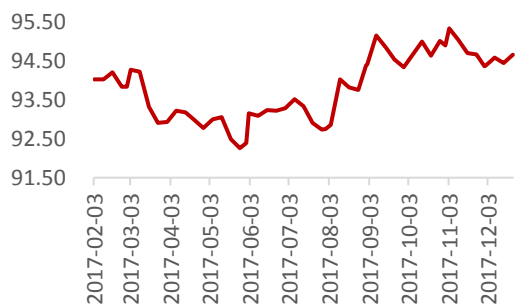
展望2018年, 从外部来看, 即便美元指数在2018年出现阶段性反弹, 受其国内政治因素以及欧、日央行政策收紧的制约, 美元维持95-85宽幅区间底部运行的态势或为人民币汇率的稳定提供了一个良好外部环境。从内部来看, 由于人民币单边贬值预期已被打破、外汇市场供需情况改善、货币政策稳健中性以及人民币计价资产风险已释放, 人民币汇率在实现双向波动基础上, 继续保持小幅升值的态势。

风险提示: 外部需关注美元超预期上行造成人民币汇率波动加大, 内部需防止人民币单边预期反复。

人民币兑美元即期汇率



CFETS 人民币汇率指数



相关报告

- 1、“美联储转向”或已不是那只“黑天鹅”
- 2、评耶伦“美联储的货币政策工具包”
- 3、日元升值压力影响全球货币政策方向
- 4、绕不开美元的黄金投资
- 5、大类资产市场走势要看油价
- 6、人民币单边贬值预期亟待打破

目录

一、为什么人民币汇率形成机制一定要市场化？	3
二、人民币汇率形成机制的历史演变	5
1、1994年1月：“初步形成统一外汇市场”的汇改	5
2、2005年7月：“参考一篮子货币”的汇改	6
3、2010年6月：“缓解输入性通胀”的汇改	6
4、2015年8月：“配合人民币国际化”的汇改	11
三、后汇改时代：人民币市场化形成机制的修补	13
1、2016年人民币定价机制：中间价定价增加“参考一篮子货币因子”	13
2、2017年人民币定价机制：中间价定价推出“逆周期因子”	14
四、人民币汇率与人民币汇率形成机制展望	17
1、2018年人民币汇率展望	17
2、人民币汇率形成机制的远期展望	19

图表目录：

图 1：人民币汇率形成机制的市场分层	3
图 2：2010年通胀压力较大	7
图 3：2010-2014年日本贸易逆差持续扩大	7
图 4：2011-2012年6月一线城市平均价格持续下跌	9
图 5：2013年6月，7天逆回购利率飙升	10
图 6：2013年12月金融账户罕见顺差体现出外资流入特征明显	10
图 7：2014年年初，在人民币汇率到达6附近时，我国外汇占款压力巨大	11
图 8：2010-2015年的人民币汇率走势及其影响因素	11
图 9：1994-2015年人民币汇改历程	12
图 10：2017年人民币汇率走势的四个阶段	14
图 11：2015年8月汇改时银行结售汇逆差急剧扩大	15
图 12：2017年2-8月非储备性质金融账户呈现持续顺差	18
图 13：2017年9-10月银行代客结售汇呈现顺差	18
图 14：2017年7月份以来隐含代客涉外收付款逆差缩小	18

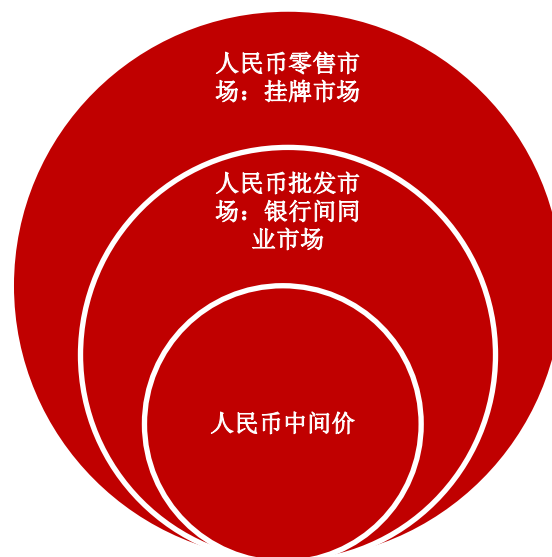
一、为什么人民币汇率形成机制一定要市场化？

汇率形成机制 (RMB exchange rate formation mechanism), 简称汇率机制, 实际上就是汇率制度的选择问题。按照 IMF 的评价, 汇率制度本身无所谓好坏之分, 固定汇率与浮动汇率的优劣是相对的, 究竟选择哪种汇率制度主要是由各国根据自身具体情况决定。

IMF 把汇率制度分为无法定独立货币、货币局、传统钉住、水平区间钉住、爬行钉住、爬行区间钉住、不事先公布干预方式的管理浮动和独立浮动等八种, 其中前两种为完全固定的汇率制度, 第八种独立浮动汇率制度与其相对立, 中间的五种介于两者之间。

自 1994 年汇率并轨以来, 我国实行的是以市场供求为基础有管理的浮动汇率制度, 2005 年汇改后增加了参考一篮子货币进行调节的内容, 人民币汇率开始小步渐进升值。1998 年金融危机之后约 7 年间和 2008 年全球金融危机之后 2 年间曾一度实行钉住美元的固定汇率制度。据此, IMF 先后将我国的汇率制度归为传统的钉住类、水平钉住类和爬行钉住类。2012 年、2014 年人民币汇率浮动区间由 0.5% 扩大到 1% 再到 2%, 浮动弹性增强。固定汇率制度与浮动汇率制度的本质区别在于是否对汇率规定货币平价和波动幅度, 可以看出, 20 多年来我国实行的是名义上的有管理的浮动汇率制度, 而实际上是一定程度上的固定汇率制。

图 1: 人民币汇率形成机制的市场分层



资料来源: Wind、国开证券研究部

目前这种有管理的浮动汇率制度究竟有何缺陷呢? 这些年来, 我国“有

管理的浮动汇率制”实际上是在固定汇率制下的不完全独立货币政策和不完全资本自由流动的混合体，这种混合体属于不同组合的中间汇率制度。实行中间汇率制度不仅汇率难以稳定，而且货币政策失去了自主性和灵活性，同时还不断遭受热钱套汇套利袭击，积蓄金融风险。因此，中国不适宜采用固定汇率制度，也不适宜采用中间汇率制度如“软钉住”、爬行钉住、可调节的钉住、目标钉住和管理浮动等汇率制度。

既然固定汇率制不适合中国，中国应该采取怎样的汇率制度？三元悖论认为，在货币政策独立性、资本自由流动以及汇率稳定三者之间只能实现其二。中国若要成为经济强国，人民币必须成为自由可兑换货币，成为国际储备货币，这就需要将国内金融市场与国外金融市场联成一体，使人民币国际化，所以，资本自由流动一项无论如何都不能舍弃。同时，作为大国，货币主权一项也不能舍弃，否则将失去调控国内经济和处理危机的手段。

基于此，由于我国既不能放弃货币政策独立性也不能放弃资本自由流动，因此，只能放弃固定汇率制选项，转而实行浮动汇率制，也就是努力实现人民币汇率形成机制的市场化。

除了三元悖论外，按照价格均衡理论，只有名义汇率浮动，实际利率才能在物价水平不变的情况下具有弹性，国际贸易才能按照实际汇率进行。实际汇率是决定国际贸易的决定因素。依据实际汇率交易，一国才有可能实现内外部均衡。按照巴拉萨-萨缪尔森效应，如果名义汇率背离实际汇率被低估，则名义汇率要升值，如果不升值，则要发生通胀以纠正之。固定汇率制常常导致名义汇率长期被低估或高估，只有在浮动汇率制下汇率富有弹性，两者才能自动相一致，这一点可以我国 2010 年输入性通货膨胀来解释。在固定汇率之下，宏观经济的四大政策目标（经济增长、充分就业、物价稳定和国际收支平衡）中前两者与后两者特别是与第三者物价稳定相互矛盾，不能统一，而只有在浮动汇率制下，四大目标才能在长期中保持统一。这是因为在浮动汇率制下，名义汇率的变动保证了国际贸易能够以实际汇率为基础进行，从而有可能使物价稳定和国际收支平衡；在物价稳定和国际收支平衡的条件下，经济增长、充分就业能够摆脱短期措施（货币政策的相机决策刺激）而依靠长期手段（技术进步和劳动生产率的提高）来实现。

从国际经验对比来看，国内外业已发生的金融危机和货币危机充分说明，僵化的汇率制度和开放的资本流动相结合是较为危险的政策组合。如 20

世纪 60 年代的美元危机、20 世纪 90 年代的亚洲金融危机，20 世纪 90 年代的英镑危机等。因此，要想形成开放的资本流动格局，推进人民币可兑换以及人民币国际化进程，就需要进一步提高人民币汇率形成机制市场化水平，实现更大弹性的汇率形成机制，以防止金融危机。

二、人民币汇率形成机制的历史演变

1、1994 年 1 月：“初步形成统一外汇市场”的汇改

1993 年 12 月 29 日，中国人民银行公布了《关于进一步改革外汇改宣体制的公告》，宣布从 1994 年 1 月 1 日起，对我国外汇体制进行重大改革。1994 年的汇率制度改革，是人民币汇率形成机制的重要转变，通过这次改革：（1）以银行结售汇制度、建立外汇交易中心等为基础，形成了外汇交易市场，使得人民币汇率形成机制进一步实现了市场化；（2）人民币汇率水平更为合理。1994 年 1 月 1 日开始，以 1 美元兑换 8.72 人民币作为全国统一的人民币市场汇率，这一汇率水平比 1993 年末的 1 美元兑换 5.7 人民币贬值了约 35%。但这一币值并没有引起市场的恐慌，相反，在 1994 年至 1997 年间，人民币汇率渐近升值了 4.5%。市场对人民币汇率水平形成了稳定的预期，同期的出口贸易也有显著受益，国际收支也有了明显地改善。因此，1994 年的汇改，在改革人民币汇率形成机制及其水平的同时，也保持了市场的稳定，取得了较为理想的效果。

此后，由于亚洲金融危机爆发，为防止亚洲周边国家和地区货币轮番贬值使危机深化，中国作为一个负责任的大国，主动收窄了人民币汇率浮动区间。人民币对美元汇率保持相对稳定，这种状态持续到 2005 年 7 月。期间，中国经济逐步开始面临以下问题：（1）国际收支失衡严重。2000 年以来，我国经常项目和资本项目失衡持续放大，外汇储备激增。到 2005 年，贸易顺差突破 1000 亿美元，外汇储备则达到 8189 亿美元。（2）货币政策独立性受到影响。由于外汇储备持续增加，带来大量的基础货币投放，央行被动进行对冲操作，发行了大量的央行票据，货币政策的独立性受到影响，使宏观调控的政策空间也受到了约束。（3）出口企业形成了对低价优势的路径依赖，造成了粗放式的出口扩张，并带来了劳动力收入难以提高，资源、环境损耗严重等后果。（4）在国际贸易交往中，中国与其他国家的摩擦日益频繁，中国产品经常成为其他国家反倾销的对象；而人民币汇率政策也越来越受到贸易伙伴的指责。

另一方面，这一时期，我国经济体制改革不断深化，金融领域改革取得

了新的进展，外汇管制进一步放宽，外汇市场建设的深度和广度不断拓展，这为完善人民币汇率形成机制创造了条件，最终促成了 2005 年 7 月的汇制改革。

2、2005 年 7 月：“参考一篮子货币”的汇改

2005 年 7 月 21 日，中国人民银行宣布人民币汇率制度进行重要改革。主要包括以下内容：（1）实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率从钉住单一美元转变为盯住更富弹性的一篮子货币。（2）将当日人民币交易价格调整为 1 美元兑换 8.11 元人民币，升值约 2%，并作为次日外汇交易市场的中间价。（3）2006 年 1 月，在银行间外汇市场进一步引入了询价交易方式和做市商制度，人民币汇率中间价改由 15 家中、外资银行做市商报价产生，人民币汇率形成机制的市场化程度进一步得到了提高。

这一轮改革的指导原则是：主动性、可控性和渐进性。这一指导原则使此轮汇改充分考虑了汇率变化对宏观经济稳定、经济增长和就业的影响，但同时，也在市场上形成了人民币汇率的升值预期，国际热钱通过各种渠道流入中国，从事股票、房地产等行业的投机活动。为防止热钱流入过快，监管部门开始加强资本管制。

2005 年汇改的结果主要有：（1）人民币汇率出现渐进升值趋势；（2）资本管制措施给热钱流入制造了门槛，有效的控制了热钱流入，避免对我国宏观经济和资产市场造成的冲击；（3）由于这一时期贸易顺差和持续的资本流入，外汇储备继续迅猛增加。

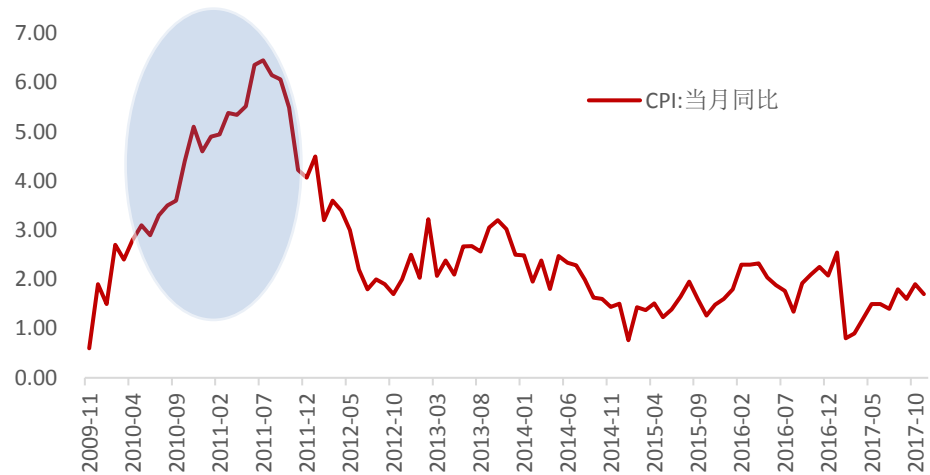
2008 年下半年开始，世界经济形势急剧恶化，美国次贷危机逐渐演变成一场全球性的金融危机，并对实体经济产生了严重影响。2008 年 7 月底左右，我国收窄了人民币汇率波动幅度，没有参与国际上的竞争性货币贬值，为稳定外需、抵御国际金融危机的冲击，为亚洲和全球经济的复苏做出了巨大贡献。

3、2010 年 6 月：“缓解输入性通胀”的汇改

2010 年 6 月汇改的背景主要有：一是美联储第二轮量化宽松预期渐浓导致输入性通胀压力倍增。在 2005 年汇改以来外汇占款增速已经加快的背景下，美联储第二轮量化宽松预期的浓厚使监管层不得不考虑外汇占款进一步增加的压力。外汇占款增加导致基础货币过大，我国货币政策独立性愈发减弱，输入性通胀压力倍增。2010 年 6 月汇改之前，我国的通

胀水平从 2009 年末的 0.6% 上升至汇改前的 2.9%，且上升趋势不减。要想保持货币政策的独立性，抑制内部通胀，就必须放弃固定汇率制，形成更具弹性的汇率机制。出于对国内通胀压力的考虑，增加我国货币政策独立性，人民币汇率市场化改革势在必行。

图 2: 2010 年通胀压力较大



资料来源: Wind、国开证券研究部

二是金融危机以来人民币盯住美元导致非美贸易国怨声载道。金融危机后，在美国量化宽松背景下，日元、欧元承受了较大的升值压力，虽然欧元在 2010 年上半年欧债危机影响下出现了趋势性走弱迹象，缓解了其兑美元的升值压力，但是，日元则从美元兑日元的 125 升至 88 附近，升值幅度达 30% 左右。相应，日元兑人民币也出现了相应幅度的升值，这造成日本对外出口的货币环境恶化。

图 3: 2010-2014 年日本贸易逆差持续扩大



资料来源: Wind、国开证券研究部

三是人民币实际有效汇率并不低。在 2010 年 6 月汇改时人民币实际有效汇率达 101.9，高于金融危机时 98.3 的水平。我国在既没有享受到名义汇率贬值带来的出口增加的好处，还背上了汇率低估的无端骂名，因此，没有必要再固定名义汇率保持不变。而实际汇率不低主要是由于我国通胀率上升速度快于贸易伙伴国通胀率所致，而通胀的快速上升缘于外汇占款的被动激增，外汇占款的激增则是由美国的量化宽松所致。因此，美国最无权指责我国汇率低估。但是，由于美国自身经济复苏艰难，失业率连创新高，就在 2010 年 6 月人民币汇改之后不久的 7 月，美国最大的工会组织“美国产业组织劳工联盟”提出：中国政府操纵人民币汇率并使其低估 40%，并敦促国会通过立法，要求采取措施报复中国汇率政策。

2010 年 6 月 19 日，中国人民银行宣布，在 2005 年汇改的基础上进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。这次汇率改革具有以下几个特点：（1）与 1994 年和 2005 年汇改相比，本次汇改没有进行一次性的汇率水平重估。这一方面体现了本次汇改的渐近性，另一方面，更重要的则是体现了本次汇改的重点不在于汇率水平本身的调整，而在于对汇率制度改革的进一步推进。（2）汇率的双向波动明显加强：从 2010 年 6 月 19 日开始到 2010 年 8 月 27 日，在这 50 个交易日当中，人民币兑美元升值的交易日占 27 天，人民币对美元贬值的交易日占 20 天，变化为 0 的交易日占 3 天；其中，最大单日升值幅度为 0.029%，最大单日贬值幅度为 0.025%。这表明，汇率制度开始更为具有弹性，人民币汇率的双向波动性更为明显，这将避免外汇市场上形成人民币的单边升值预期。

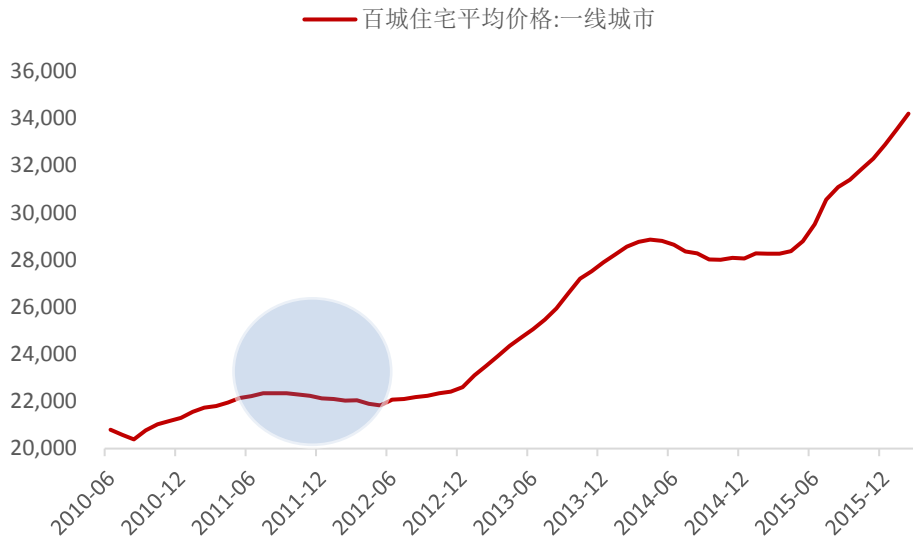
按道理来讲，人民币汇率升值可使贸易顺差减少进而改善我国国际收支失衡状况，但伴随着人民币升值预期进一步强化，人民币汇率升值不仅未能阻止贸易顺差的减少，反而导致了金融账户在 2013 年底实现了顺差，从而形成了经常账户与金融账户“双顺差”的反常局面。

2010 年 6 月汇改后，人民币汇率形成升值趋势。外部因素主要是美国四轮量化宽松导致美元指数持续疲弱。内部因素主要是我国资产价格以及利率市场化的持续进行导致中美利差的扩大。分阶段来看：

- 2010-2011 年 7 月：在美联储量化宽松影响下，人民币汇率被动升值。
- 2011 年 7 月-2012 年 7 月：人民币出现了阶段性贬值趋势，这主要

是由于国内房地产调控的高压态势令房地产价格持续下降，人民币计价资产吸引力下降所致，人民币汇率升值趋势停止并出现阶段性贬值。

图 4: 2011-2012 年 6 月一线城市平均价格持续下跌

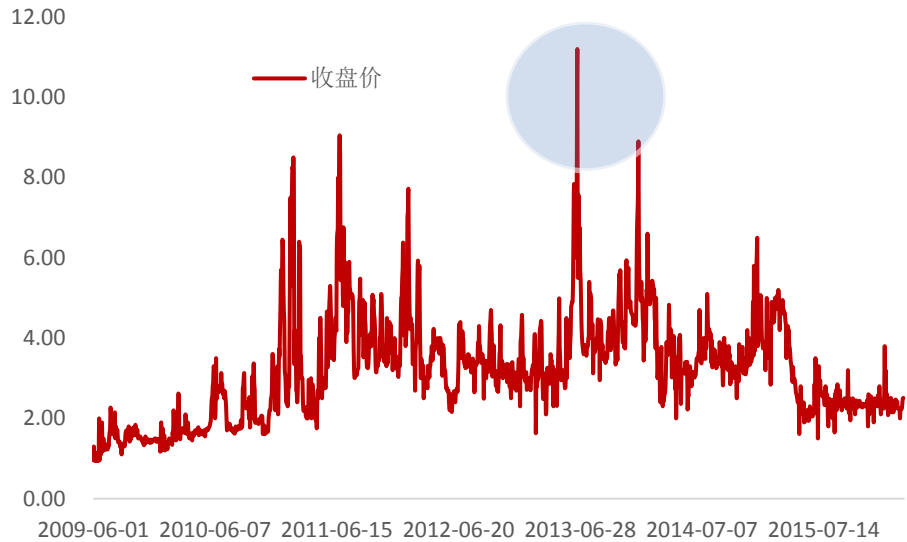


资料来源: Wind、国开证券研究部

- 2012 年 7 月-2013 年 12 月: 在经历了一年左右的阶段性贬值之后, 2012 年 7 月开始, 人民币继续大幅升值, 至 2013 年 12 月, 人民币兑美元最高升至 6.04, 破 6 的声音此起彼伏。这一阶段的大幅升值主要有以下几方面的原因引致: 一是房地产价格出现持续上涨, 一线城市均价由 2.2 万涨至 2.8 万, 涨幅达 27% 左右, 人民币计价资产暴涨对于外资来说吸引力巨大; 二是央行政策收紧与利率市场化步伐加快共同导致国内利率水平高企。由于当时房地产行业与城投公司的预算软约束造成的巨大黑洞, 央行作为监管部门, 需要保持货币收紧姿态以使资金不再过度流入房地产和平台公司“资金黑洞”领域, 为未来埋下金融风险的种子。与此同时, 利率市场化进程的加快, 金融市场参与主体的增多, 比如余额宝的天鸿基金等抢占了银行的存款市场份额, 在央行货币政策收紧和金融参与主体竞争激烈的双重作用下, 流动性供需矛盾加剧, 最终出现了 2013 年 6 月的钱荒, 货币市场利率飙升, 利率的飙升导致了中美利差的进一步扩大, 套利行为激增。2013 年 12 月, 热钱流入剧增, 人民币汇率升值压力达到了顶峰, 外汇占款激增。在彼时国内经济下行压力凸显的背景下, 回收外汇占款以防输入通胀与呵护经济下行的宽松要求形成矛盾, 央行

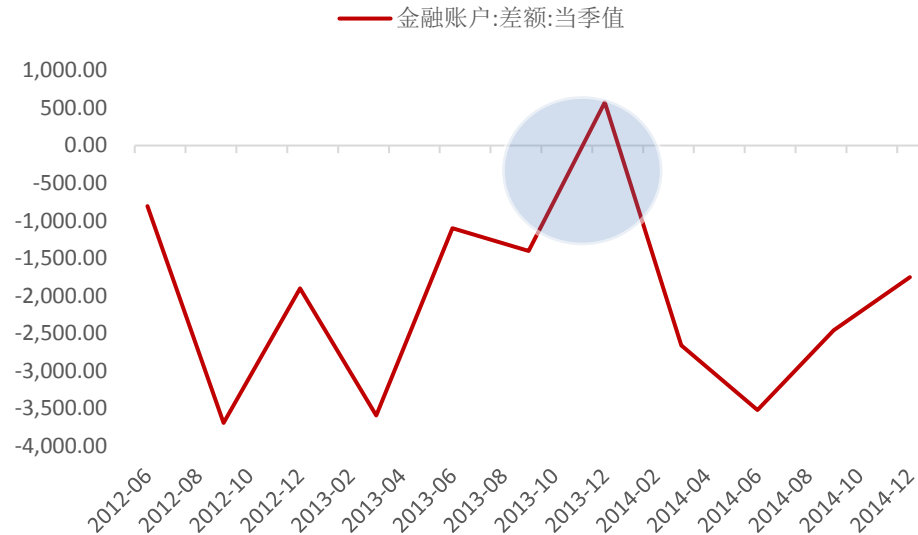
左右为难，货币政策独立性进一步降低。

图 5: 2013 年 6 月, 7 天逆回购利率飙升



资料来源: Wind、国开证券研究部

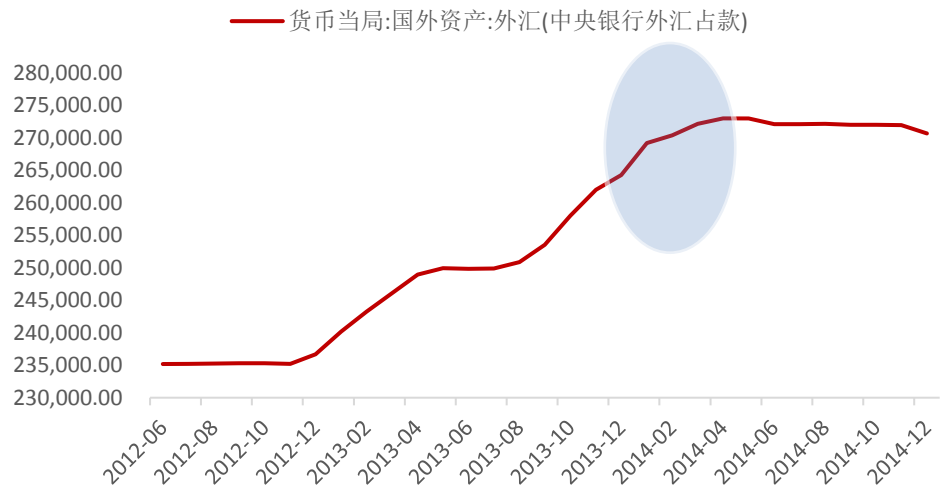
图 6: 2013 年 12 月金融账户罕见顺差体现出外资流入特征明显



资料来源: Wind、国开证券研究部

在市场争论美元兑人民币是否破 6 的关口，人民银行主动引导市场贬值，从 6.04 附近贬值至 6.2593 附近，以打破市场的单边升值预期倾向，缓解外汇占款的压力。

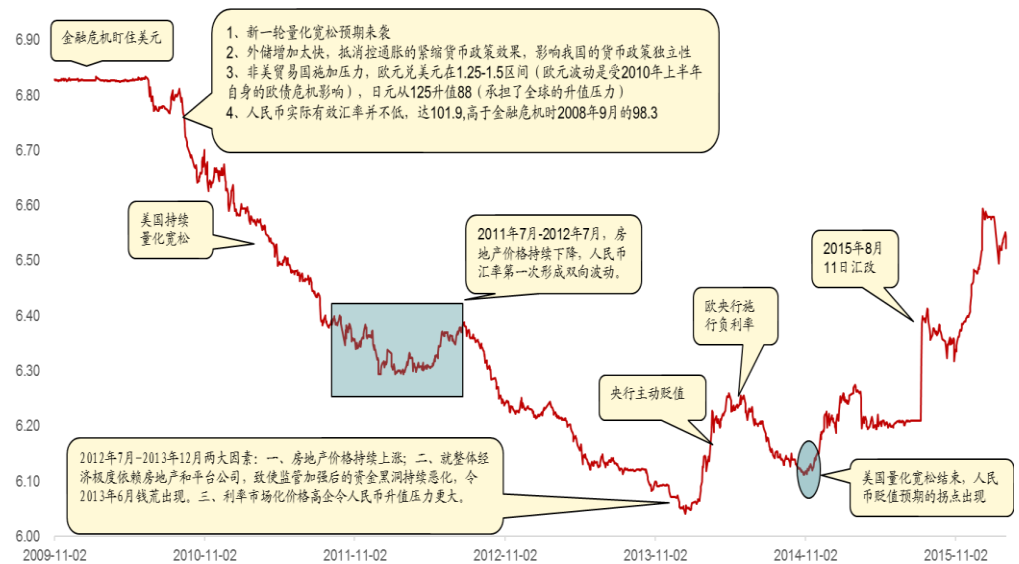
图 7: 2014 年年初, 在人民币汇率到达 6 附近时, 我国外汇占款压力巨大



资料来源: Wind、国开证券研究部

至 2014 年 6 月, 在欧央行宣布实施负利率的情况下, 人民币汇率又出现了阶段性被动升值走势, 但升值的高点并未突破 2013 年年底的 6.04。在 2014 年 9 月, 美联储宣布退出量化宽松后, 人民币汇率自 2010 年汇改以来升值趋势中的真正拐点出现。

图 8: 2010-2015 年的人民币汇率走势及其影响因素



资料来源: Wind、国开证券研究部

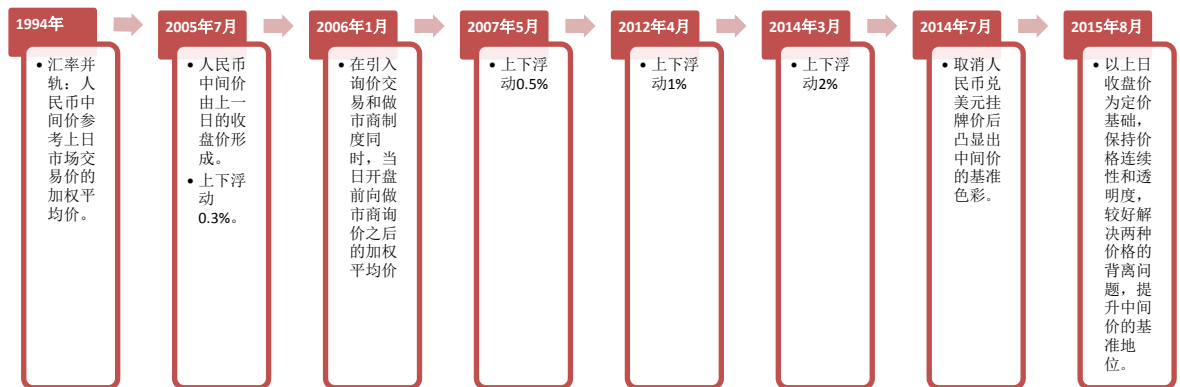
4、2015 年 8 月: “配合人民币国际化” 的汇改

2015 年汇改的背景主要有: 一是自 2010 年汇改以来, 人民币汇率中间

价形成透明度仍然不高，中间价波动率较低，这就导致银行间市场交易价和中间价长期背离。在单边市场环境下，2%的区间约束经常使交易价格沿着区间边界成交，动辄2%的涨停或者跌停，中间价在大部分交易时段俨然成为了一个摆设，严重影响其权威性。二是人民币可兑换进程加快。十八届三中全会明确提出：“要加快实现人民币资本项目可兑换。”在IMF对资本项目分类的七大类四十子项中，我国自评估85%项目已经实现了可兑换，人民币可兑换进程加快。2015年6月，国内股市的剧烈波动引起市场对我国加快人民币可兑换步伐的担忧，但股市波动后不到一个月，我国密集出台了加快国内银行间债券市场开放、扩大境内商品期货市场外资准入等措施。2015年8月13日，央行副行长易纲表示：“中国政府有信心、有定力推动人民币资本项目可兑换按照既定日程标向前稳步有序地实现，而不是说遇到一点波动或者说遇到一点外边发生的事情就可以轻易改变的。”三是人民币国际化进程加快。2009年，我国开始跨境人民币业务试点，鼓励人民币跨境使用。2015年6月，中国人民银行首次发布《人民币国际化报告（2015）》，公开宣布人民币国际化的国家战略，不再使用较为隐晦的“人民币跨境流动”等用语。

因此，本次汇改是配合人民币可自由兑换以及人民币国际化的的重要战略举措。这次汇改有利于提高中间价形成的市场化程度，保持价格的连续性和透明度，较好解决了中间价和交易价的长期背离问题，提升了中间价的市场基准地位。同时，日间波幅和中间价波幅双扩大使得人民币汇率弹性得以增强。

图 9: 1994-2015 年人民币汇改历程



资料来源：Wind、国开证券研究部

三、后汇改时代：人民币市场化形成机制的修补

1、2016 年人民币定价机制：中间价定价增加“参考一篮子货币因子”

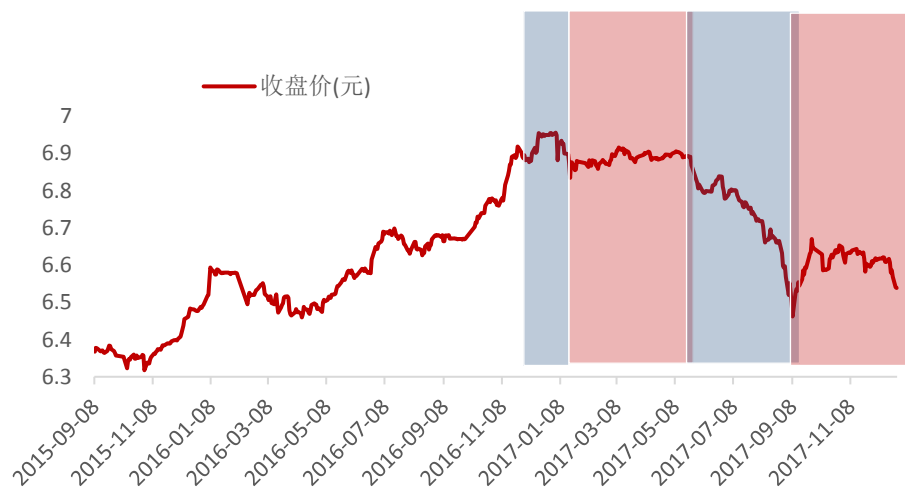
2016 年，人民币汇率度过了 2015 年汇改后不平凡的一年。虽然说经历了 2015 年 8.11 汇改和 2016 年 1 月初的两波大幅贬值，加剧了中国境内资金的外流，但在此之后的半年，我国央行通过进一步改善人民币定价机制以及与市场的沟通，缓解了人民币贬值的紧张情绪。2016 年 2 月份，我国汇改做出进一步调整，即在人民币中间价以上一日收盘价为下一日开盘价外加日波幅 2% 的基础上，增加了参考一篮子货币的定价变量，从而使得人民币中间价由市场供求和国际市场波动共同决定。推出“参考一篮子货币”这一定价变量主要是想打破人民币贬值预期的单边化。这一制度的初衷在于随着国际外汇市场的大幅波动，人民币双向波动的预期就会越强烈。在双向波动预期下，对赌人民币单边走势的动力会下降，从而有助于促使结售汇市场中长期逐渐趋于平衡。理想虽丰满，现实却比较骨感。在人民币贬值预期极强的背景下，“一篮子货币”因子反而成了单边贬值趋势的“助推器”。即这一定价机制对应美元指数的不同走势却呈现出不同的边际效应。在彼时的人民币中间价定价机制下，当美元走强时，按照市场供求原则人民币对美元贬值，按照篮子汇率稳定原则人民币对美元也是贬值，人民币贬值预期会加强。而当美元走弱时，由于人民币贬值预期仍存导致按照市场供求原则人民币对美元继续贬值或者维持不贬，按照篮子汇率稳定原则人民币对美元走强。可以看出，在美元走强时，人民币贬值确定，在美元走弱时，人民币升值并不确定。虽然 2016 年市场对人民币汇率贬值预期强烈，但我们在年度策略中仍提出，“谨防表水涉滩，不能简单地用 2016 年人民币兑美元非对称波动来推断 2017 年的人民币的波动。”当时我们预计，“在 2017 年上半年，央行对人民币贬值预期或将主动出手保证在美元加速上升时期，使人民币贬值预期处于可控范围内，以避免过度超调，加之，我国的实际有效汇率已经处于美联储退出宽松时期的位置，汇率对实体经济的影响也回复到 2013 年的水平，贬值的人民币汇率已经为实体经济创造了一个较为宽松的汇率环境。同时，我们预计在美元下半年走弱趋势中，参考一篮子货币定价机制也会使隔夜走强的欧元、日元加速人民币对美元的升值幅度。由此，2017 年人民币与美元指数将可能一改 2016 年的非对称贬值状况。”这些论断在 2017 年 5 月 26 日的“逆周期因子”的推出下得到了验证。

2、2017 年人民币定价机制：中间价定价推出“逆周期因子”

2017 年人民币汇率大致分为四个阶段：2017 年 1 月人民币汇率的技术性回调阶段；第二阶段，2017 年 2 月—5 月，人民币汇率的横盘阶段；第三阶段，2017 年 5 月—9 月，人民币汇率加速升值阶段，第四阶段，2017 年 9 月至今，人民币汇率横盘阶段。

- 第一阶段，随着“特朗普交易时段”热情的降温，美元指数出现技术性回调，其从最高点 103.8222 开始回落至 1 月底 2 月初的 99.71 附近。相应，人民币汇率也一改持续悲观的“破 7”论调，做出技术性修复，其从最低点的 6.9666 被动上升至月底的 6.878 附近。
- 第二阶段，在美元指数持续走弱的情况下，人民币并没有形成升值趋势，而是围绕美元兑人民币 6.9 附近震荡，说明这一阶段人民币贬值预期仍存。
- 第三阶段，2017 年 5 月 26 日，随着中国外汇交易中心在官方网站发布《自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问》，宣布在人民币兑美元中间价报价模型中加入逆周期因子，人民币出现大幅升值走势，人民币兑美元从 6.9 附近升值至 9 月的 6.4350。
- 第四阶段，在美联储缩表和特朗普税改预期支撑下，美元指数出现技术性反弹，但由于其反弹力度有限，人民币兑美元从 6.4350 反弹至 6.6 附近，在 6.6 附近保持至今。

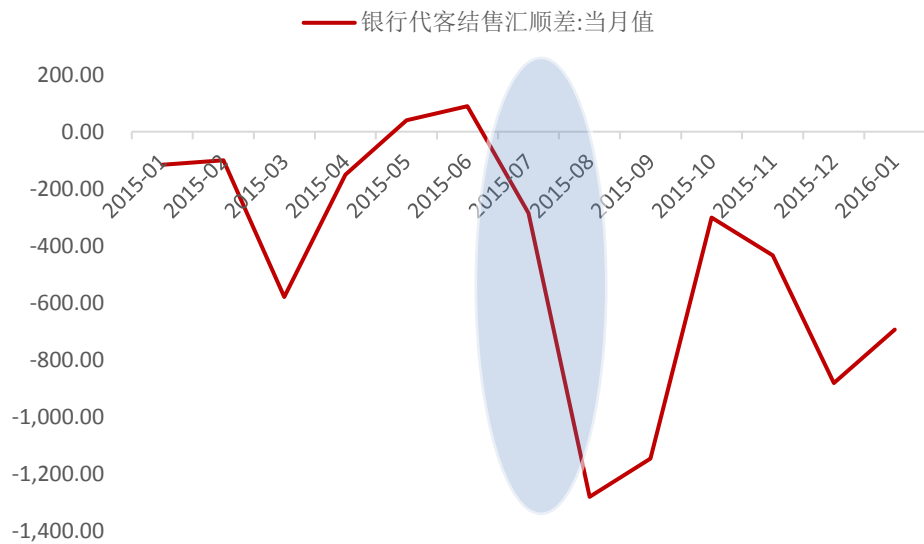
图 10： 2017 年人民币汇率走势的四个阶段



资料来源：Wind、国开证券研究部

从今年的四个阶段来看，第三阶段的加速升值超出市场预期。为什么会
出现第三阶段（2017年5月）的大幅升值？这主要是由于监管部门于5
月26日在人民币中间价定价机制中引入了“逆周期因子”所致。为什么要
引入该因子？因为2017年1月-5月，人民币汇率市场单边贬值预期并未因美元贬值而消失。根据2014年人民币所处贬值通道来看，在美元持续走弱
的情况下，人民币持续横盘而不会升值，并会在未来美元出现反弹时加速贬值。比如，2015年4月至8月10日，人民币对美元双边汇
率长时间在6.20-6.21的狭窄区间横盘，但“8·11”汇改启动之后，短短
两日人民币对美元最大跌幅达到3.7%，人民币贬值预期高涨，结售汇逆
差飙升。

图 11： 2015 年 8 月汇改时银行结售汇逆差急剧扩大



资料来源：Wind、国开证券研究部

同时，虽然上半年美元指数持续疲弱，但美联储6月加息预期氛围渐浓，一旦美元反弹，“参考一篮子货币”中间价定价机制所体现出的人民币与美元的非对称波动特征又会显现。一旦贬值预期升温，很容易刺破6.9666的前期低位。所以，今年5月下旬，在美元指数跌回特朗普当选之前点位，市场普遍认为继续大幅走低空间有限的情况下，人民币的潜在贬值风险已经在暗暗积聚。

鉴于上述背景，监管层需要向市场指明方向，打破人民币贬值预期的气氛，因此，在中间价定价机制中引入了逆周期因子。

引入逆周期因子，首先是监管部门向市场表明打破人民币单边贬值预期的决心的实际行动。自律机制秘书处在其发布的《自律机制秘书处就中间价报价有关问题答记者问》中认为：当前中国外汇市场存在一定的顺周期性，容易受到非理性预期的惯性驱使，放大单边市场预期，进而导致市场供求出现一定程度的“失真”。具体表现在，“在美元指数出现较大幅度回落的情况下，人民币对美元市场汇率多数时间都在按照‘收盘汇率+一篮子’机制确定的中间价的贬值方向运行”。虽然在2015年“8.11”汇改中，对于中间价定价主要由三部分，即人民币兑美元收盘价、隔夜一篮子货币以及非正常因素过滤机制组成，但在自律机制秘书处发布逆周期因子之前，第二天的中间价一般很少受到第三部分的影响，市场只要依据美元收盘价以及一篮子货币就能算出第二天的中间价，人民币中间价透明度较高。但这次明确加入逆周期因子，并通过逆周期因子连续调高次日的人民币中间价，说明监管层就是要向市场表明其对于人民币贬值预期的担忧和希望看到人民币汇率双向波动的意愿。其次，推出逆周期因子导致人民币汇率大涨，矫正了前期贬值预期影响下的美元跌而人民币不涨的局面，实现了人民币补涨。再次，人民币升值实现了人民币汇率的双向波动，为国内金融去杠杆创造了较好的汇率环境，避免金融去杠杆导致的股市、债市均下行的情况下，汇市不稳的“股债汇三杀”。

有观点认为，引入逆周期因子会导致人民币中间价定价机制透明度减弱，是汇率市场化改革的倒退。但我们认为，任何一个国家对汇率市场的干预都是存在的，而干预原则是根据各国具体情况而定。汇率干预仅仅是手段，而实现汇率的双向波动才是目标，如果暂时的汇率干预能够实现双向波动，打破市场参与者的单边预期，进而教育市场参与者，以提高市场参与者的成熟度，有利于市场预期回归理性，则适时的干预是必要的。

在引入逆周期因子后，2017年人民币汇率形成机制总体上呈现出两大特点：一是较多交易日日间波动加大至0.03%以上，据统计，截至目前，人民币日间升值幅度超过0.03%的交易日达15个。二是人民币汇率双向波动基本实现。自推出逆周期因子以来，5-9月上旬人民币呈现大幅升值趋势，而9月中下旬，人民币汇率又呈现较大幅度的贬值走势。可以看出，无论是日间交易波幅还是趋势性双向波动，均实现了人民币汇率较大弹性的浮动。

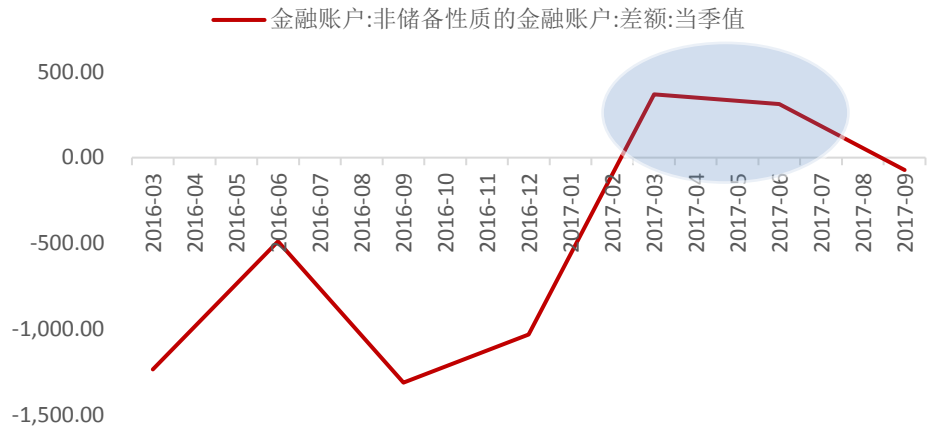
四、人民币汇率与人民币汇率形成机制展望

1、2018 年人民币汇率展望

展望 2018 年，人民币汇率波动主要有内外因素共同决定。从外部因素来看，就美元而言，美国税改落地，支撑美元的为数不多的利好因素出尽，短期内美元或延续疲弱走势。但在 2018 年美国税改对经济的短期效应逐步显现，加之美联储加息步伐不减的背景下，美元或走出阶段性反弹行情，但或许不会再回到 2016 年底 103 的高点位置。就欧元、日元来说，今年以来，美元指数持续疲弱令欧元和日元承受了较大的升值压力，也令其货币政策紧缩态势略有放缓。欧央行购债计划持续至 2018 年年底，而日本央行也并未表示出退出量化宽松。因此，如果美元指数在 2018 年某个阶段出现阶段性反弹，才会给欧央行、日本央行以紧缩货币的良好环境，欧、日央行的货币紧缩政策才可能成行，而一旦欧、日央行政策收紧又会提升欧元、日元对美元的汇率水平。总体上，美元与欧元、日元 2018 年或出现宽幅区间震荡，走势相反的局面。美元指数或围绕 95-85 区间宽幅震荡。特别值得一提的是，2017 年的美元指数已脱离了美国经济基本面和美联储加息的影响，而更多的受到政治因素的影响。因此，在 2018 年美国国会中期选举中，共和党能否保住多数党席位或成为继续制约美元指数向上的最大的政治影响因素。综合以上因素，即便美元指数在 2018 年出现阶段性反弹，受其国内政治因素以及欧、日央行政策收紧的制约，美元维持 95-85 宽幅区间底部运行的态势为人民币汇率的稳定提供了一个良好的外部环境。

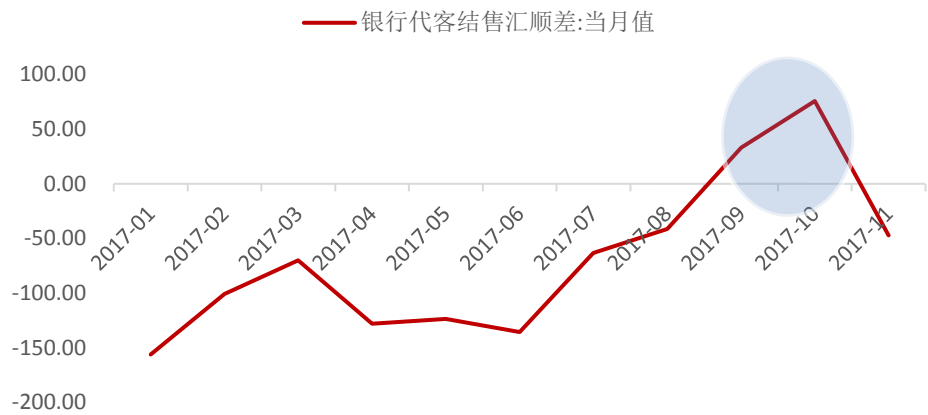
从内部因素来看，就人民币市场预期而言，由于 2017 年打破了单边的贬值预期，实现了人民币汇率的双向浮动，教育了市场参与者，提高了市场参与者的成熟度。因此，对人民币汇率持贬值预期观点者不再会认为美元跌人民币不涨的非对称贬值是一种常态。就外汇市场而言，2017 年三季度以来，非储备性质的金融账户、银行代客结售汇、涉外收付款等指标大多转为顺差，外汇市场供求状况的改善为人民币汇率稳定提供了市场基础。

图 12: 2017 年 2-8 月非储备性质金融账户呈现持续顺差



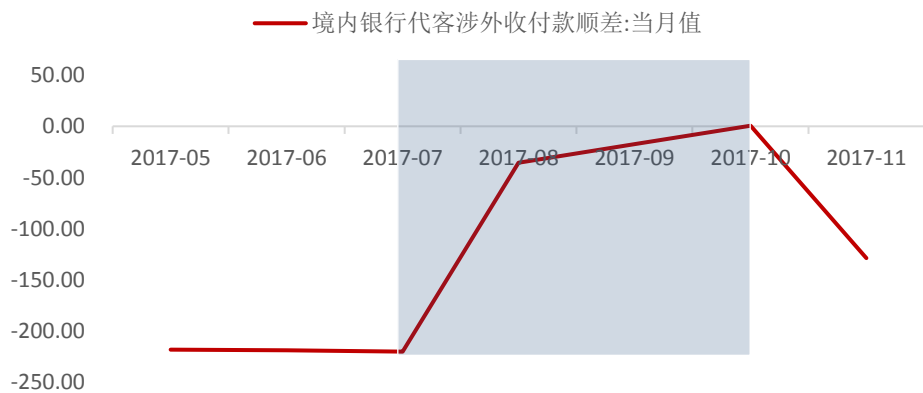
资料来源: Wind、国开证券研究部

图 13: 2017 年 9-10 月银行代客结售汇呈现顺差



资料来源: Wind、国开证券研究部

图 14: 2017 年 7 月份以来隐含代客涉外收付款逆差缩小



资料来源: Wind、国开证券研究部

就基本面和货币政策而言，国内经济基本面稳中向好，企业盈利能力改善，物价持续上涨预期仍存，货币政策稳健中兴保持不变，货币市场利率提高进一步巩固了中美利差水平。就人民币计价资产而言，通过2017年的金融去杠杆，人民币计价的债市、股市的风险得到了有效的释放，资产价格向下的相互负反馈影响的概率也不大。综上，在2017年人民币汇率实现双向波动基础上，继续保持小幅升值的态势。

2、人民币汇率形成机制的远期展望

从长期来看，随着我国人民币计价的债券、股权及其衍生市场、外汇衍生市场的发展，国外投资者市场准入门槛的降低，各类市场规模的不断扩大，流动性不断提高，市场广度不断延伸，构建人民币汇率市场化形成机制的基础条件逐步完备。具体来看：

首先，完善人民币汇率的决定基础。从短期来看，货币性的资产市场机制和预期是汇率决定的重要基础；从中期来看，国际收支的经常项目是汇率决定的基础；从长期来看，汇率是由货币方面和实体经济方面的因素共同来决定。随着我国资本项目管制的逐步放开和人民币逐步走向市场化，外汇市场的供求也会更多地体现经常项目外汇收支以外的外汇供求，人民币汇率的决定基础将会由经常项目外汇收支逐步过渡到经常项目为主兼顾其他因素特别是资本流动。

其次，健全和完善外汇市场。一是增加市场交易主体。增加外汇市场的交易主体，让更多的金融机构和企业直接参与外汇的买卖。这样有助于避免大机构集中性的交易对市场价格水平的操纵，防止汇率的大起大落；同时也有利于有效降低大企业的交易成本，便于监管机构对交易的监控。二是增加外汇市场交易品种。外汇市场上交易品种和交易方式的状况对外汇交易量有重要的影响。为改变这种状况，应增加市场交易的币种，可增加外币与外币之间的交易，以满足外汇指定银行以及客户的不同需要。

第三，增加人民币汇率的灵活性。在目前波幅2%的基础上，进一步放宽人民币汇率的波动幅度，使市场交易主体能够比较自由地根据汇率信号做出反应，使汇率能够比较真实地反映外汇市场供求关系的变化，从而进一步完善人民币汇率形成机制与调节机制。

第四，改进人民币汇率调节机制。中央银行的干预方式除了直接干预方式以外；诸如通过调整利率来影响汇率、信号宣示效应等间接干预方式将逐渐采用。为保持汇率的相对稳定和合理水平，中央银行应建立外汇

平准基金；同时应建立人民币汇率监测系统，形成市场基准汇率制度，以提高干预的有效性；还应加快推进外汇市场同货币市场和国债市场的有机结合，灵活运用各种调控手段。随着人民币中间价定价的日益市场化，类似于逆周期因子或将在未来某个阶段取消，汇率干预的行为也会越来越少，取而代之的是全球主要央行间的国际协调的常态化。

风险提示：从外部因素看，需关注美元超预期上行造成人民币汇率波动加大。从内部因素看，需防止人民币汇率单边预期反复。

分析师简介承诺

分析师简介：王鹏，经济学博士，主要从事长周期下的大类资产配置研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层