

专题报告

2022年6月22日星期三

从五个层面理解我国的有管理的浮动汇率制度

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen_qh@chinastock.com.cn

内容提要:

在有管理的浮动体系下，尽管人民币汇率存在着贬值压力，但这一压力总体是可控的。央行可能容忍有序贬值，以发挥汇率的调节作用，为了防范系统性风险，央行可能最为关注的汇率在短期内急跌。从贬值的极限区间看，我们不认为7元是极限位置，7元只是个心理卡位，极限位置和关注点可能在7.2元。

正文

众所周知，我国目前的汇率体系既不是自由浮动体系（cleaning floating），也不同与完全固定的汇率体系，如香港的联系汇率制度（linked

exchange rate system), 而是有管理的浮动体系 (dirty floating, managed floating)。我们认为研究一国的汇率及其走向最关键的是研究一国的汇率制度。在把握人民币汇率走向时, 研究好我国有管理的汇率体系将起到事半功倍的作用。笔者认为, 应从以下五个层面把握和认识我国的有管理浮动体系。

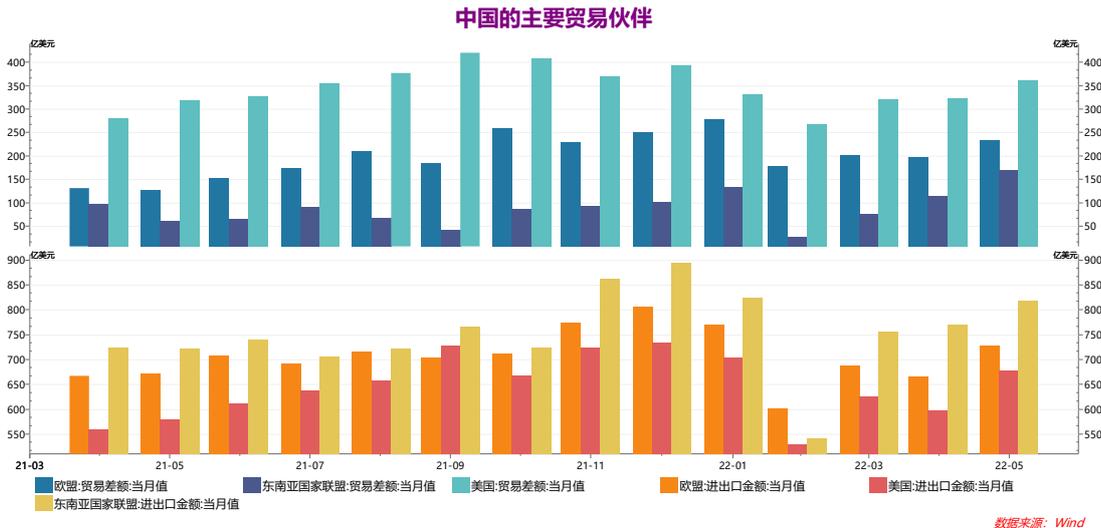
层面之一是我国的有管理汇率体系集中地体现在中间价的管理上。中间价根据前一日外汇交易中心 1630 的收盘价外, 还根据 1630 到第二天 0730 的美元指数变动进行调节, 以保持兑一篮子货币的稳定。因此美元指数对人民币汇率是有影响的, 但不是直接的, 是间接的, 这种影响在美元指数上升阶段, 对弱势的人民币汇率具有顺周期作用, 因此, 央行后来启用过“逆周期因子”, 以消除这一影响。

层面之二是在浮动汇率时代, 人民币汇率对美元保持相对稳定的关系, 人民币兑美元的管理制度实际上是“爬行盯住制度”(clawing peg system)。

之所以人民币要对美元保持相对稳定的关系, 原因一在于美元依旧在国际金融和世界经济占有独一无二的重要地位。二在于中美关系是最重要的对外经贸和对外金融关系。

第一, 从经贸关系看, 美国是中国第三大贸易伙伴, 而且是中国最大的顺差来源国, 也是除了港澳、日本和欧洲以外, 主要的直接投资来源国。

图 1: 中国主要的贸易伙伴

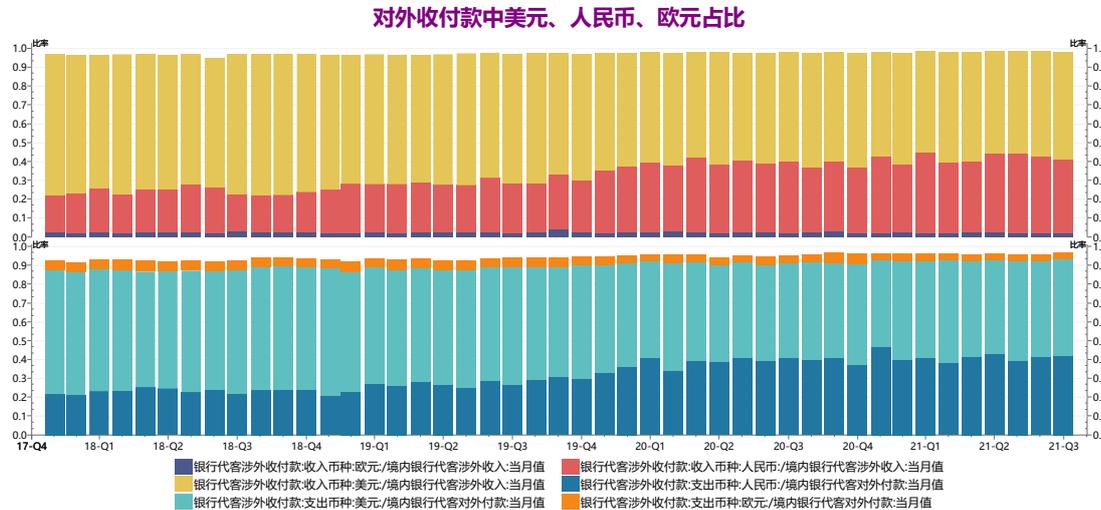


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND

第二, 中国的对外结算货币美元和人民币占到最主要比重, 美元的比重最大。数据显示, 在对外收款和对外付款方面, 美元分别占到 57%和 51%, 人民币分别占到 39%和 42%。欧元仅仅分别占 2%和 3%。

图 2: 对外收付款中美元、人民币、欧元占比



数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND

第三, 正因为美元的地位如此重要, 以至于中国外汇交易中心 (CFETS) 对各种中间价的制定规则是不一样的, 根据中国外汇交易中心公告, 唯有美元的中间价是通过做市商的报价加权平均产生的, 其他货币, 包括欧元是仅仅通过做市商报价平均产生的, 而对港元的中间价报价是通过人民币兑美元的中间价以及港元与美

元的汇率进行套算产生的：

人民币对美元汇率中间价的形成方式为：交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向外汇市场做市商询价。外汇市场做市商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进行报价。交易中心将全部做市商报价作为人民币对美元汇率中间价的计算样本，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价**加权平均**，得到当日人民币对美元汇率中间价，**权重由交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。**

人民币对港元汇率中间价由交易中心分别根据当日人民币对美元汇率中间价与上午 9 时国际外汇市场港元对美元汇率套算确定。

人民币对欧元、日元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、瑞士法郎、加拿大元、林吉特、俄罗斯卢布、兰特、韩元、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉、墨西哥比索和泰铢汇率中间价形成方式为：交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向银行间外汇市场相应币种的做市商询价，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商**报价平均**，得到当日人民币对欧元、日元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、瑞士法郎、加拿大元、林吉特、俄罗斯卢布、兰特、韩元、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉、墨西哥比索和泰铢汇率中间价。

第四，根据最新一期的央行货币执行报告，中国外汇交易中心交易的货币主要是美元。

图 3：中国外汇交易中心今年一季度外汇交易量

表 8 2022 年第一季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量

单位：亿元人民币

币种	美元	欧元	日元	港元	英镑	澳大利亚元	新西兰元
交易量	117475.72	3759.06	625.06	336.99	144.82	64.70	22.18
币种	新加坡元	瑞士法郎	加拿大元	马来西亚林吉特	俄罗斯卢布	南非兰特	韩元
交易量	24.61	33.39	79.55	0.80	5.82	0.00	15.23
币种	阿联酋迪拉姆	沙特里亚尔	匈牙利福林	波兰兹罗提	丹麦克朗	瑞典克朗	挪威克朗
交易量	0.00	11.00	0.00	0.00	0.31	7.11	0.71
币种	土耳其里拉	墨西哥比索	泰铢	柬埔寨瑞尔	哈萨克斯坦坚戈	蒙古图格里克	印尼卢比
交易量	1.05	0.00	4.90	0	0	0	5.21

数据来源：中国**外汇交易中心**。

第五，在中国外汇交易中心制定的人民币汇率指数中，尽管美元的权重已经下调到 18.79%，但是考虑到部分货币和美元保持盯住等关系，如港元（HKD）、沙特

里亚尔 (SAR)、阿联酋迪拉姆 (AED) 等，其实际占比依旧达到 27%，在参考国际清算银行 (BIS) 的人民币汇率篮子中，这一比率达到 22.3%。再考虑到加拿大元、新加坡元等货币和美元存在着高度相关性，美元在这两种人民币汇率指数的权重占比会更高。

表 1：三种人民币汇率指数美元权重占比

指数	美元占比%	实际美元占比% (考虑到部分权重货币盯住美元)
CFETS	18.79	27
参考 BIS 的人民币汇率指数	19.68	22.3
参考 SDR 的人民币汇率指数	46.85	46.85

资料来源：研究所

层面之三是人民币如何参加国际浮动的。自从布雷顿森林体系崩溃以后，整个国际货币体系进入了浮动汇率时代。而人民币实际上是在和美元保持相对稳定关系的基础上参与了国际浮动。相关性研究也表明，人民币汇率和美元指数的相关性接近了 80%。

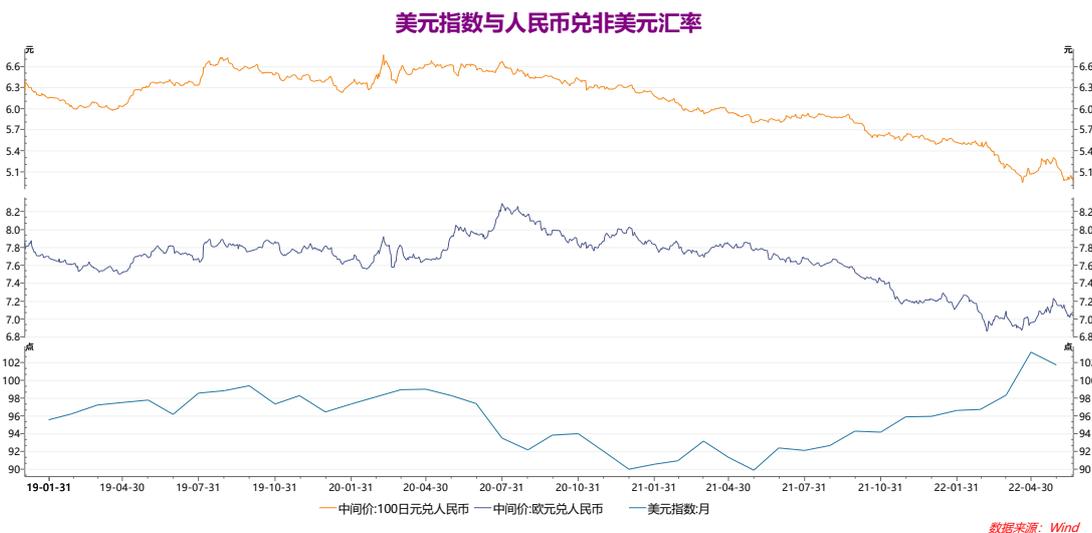
这就决定了在美元指数上升周期，人民币兑非美元货币是升值，如兑欧元和日元等是升值的，而在美元指数下跌周期，人民币兑非美元货币是贬值，如兑欧元和日元等是贬值的。

如今年，人民币尽管兑美元贬值，但由于美元指数上升，人民币兑欧元、日元

等非美元货币却是升值的。

而在 2020 下半年，美元指数下跌，人民币兑欧元、日元等非美元货币却是下跌的，当时，人民币对欧盟、日本也保持着国际收支顺差，而且保持着比美国更高的长期国债收益率的正向利差。

图 4：美元指数与人民币兑非美元汇率



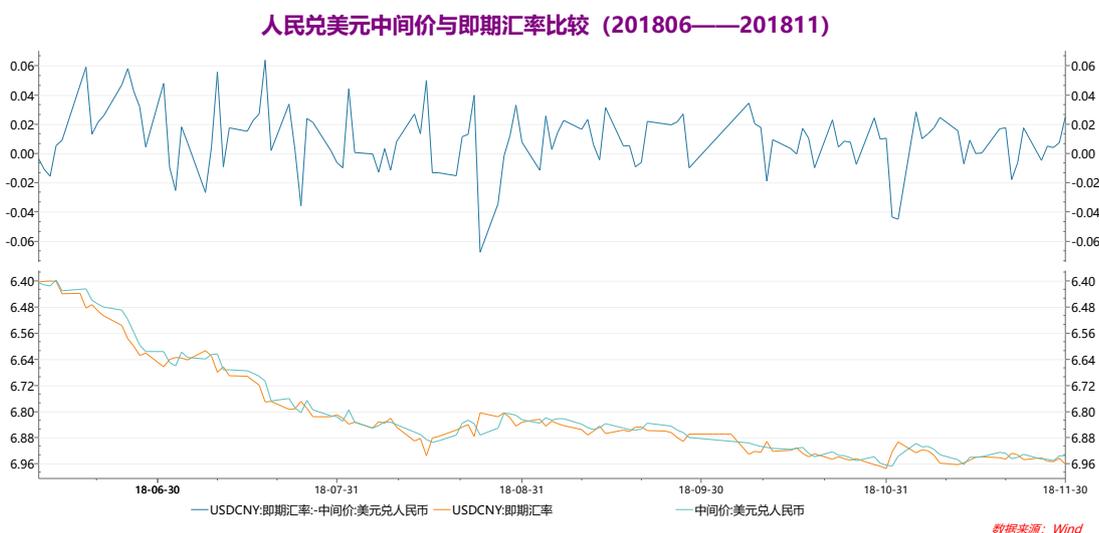
资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

层面之四，人民币兑美元汇率具有一个隐含的双重波动区间。在前几年的年度宏观报告中，根据笔者的长期观察汇率的波动和央行的应对措施，在有管理的浮动体系下，央行明显存在着一个没有明示过的目标管理区。在 2018 年以前，其目标管理区以 6.6 元为中心，在 6.3 元和 6.9 元之间。而在 2018 年 4 季度以后，其目标管理区以 6.95 元为中心，在 6.7 元和 7.2 元之间：

在 2018 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。

而在 2018 年四季度，在美元再次升破 6.9 元的时候，央行却没有如同 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。这种情况在当年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。

图 5：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（201806——201811）



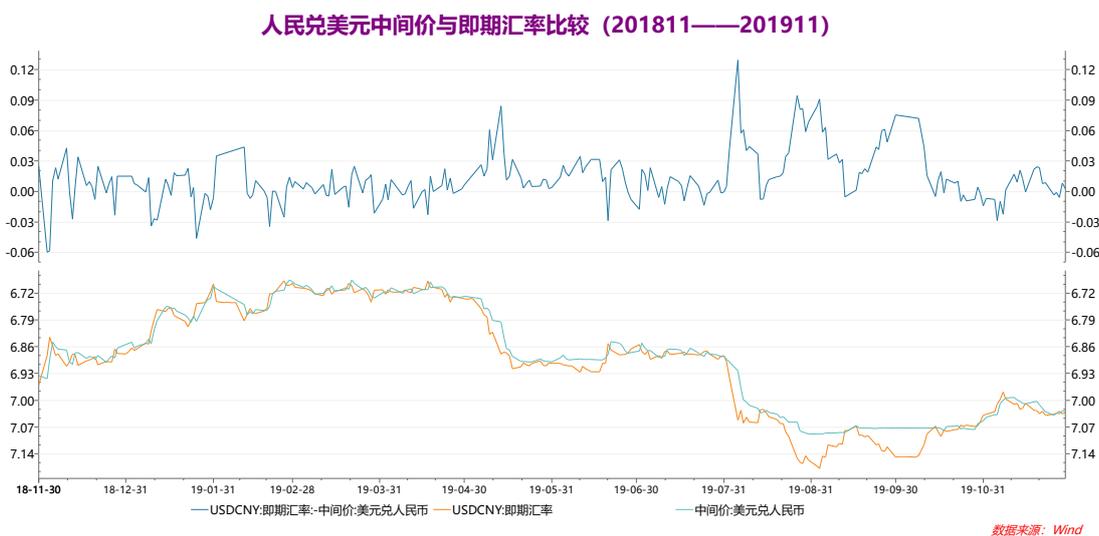
在当年的汇率年度研究报告中，笔者把 2018 年人民币汇率波动的情形称之为“从洞中之蛇到蛇出洞”。

“蛇出洞”后，在有管理的浮动体系下，“蛇”需要一个新的洞。2018 年四季度后，这个新的“蛇洞”就是在 6.7 元和 7.2 元之间。

2019 年 9 月 2 日，当时，美元指数逼近 100 点大关，人民币离岸汇率逼近 7.2 元，当天 16 点 30 分的在岸汇率紧跟离岸汇率下贬到 7.1716 元，而央行公布

的中间价格报 7.0084，只下贬了 1 个基点，显然，央行启用了逆周期因子，对汇率进行了强有力的干预。

图 6：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（201811——201911）



又，2020 年 5 月 27 日，受美国粗暴干预香港事务而导致中美关系紧张的影响，人民币汇率再度受到可能空方冲击，离岸价格再度逼近 7.2 元。当日 16 点 30 分的在岸价为 7.1547 元，前一日在岸价位 7.1354 元，而 5 月 28 日中间价只从 7.1092 下调到 7.1277 元。我们因此有理由相信央行可能再度启动了逆周期因子干预了汇率，尽管这次力度和明显程度不及 2019 年的 9 月，因为当日的美元指数的是回落的。

图 7：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（201911——202206）

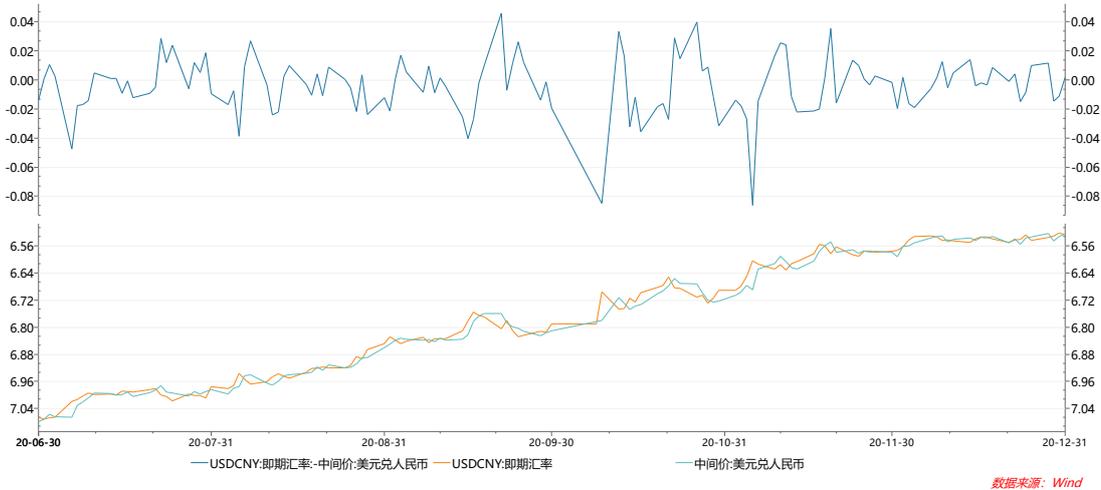


在 2020 年 10 月，人民币汇率出现了明显的升值，逼近了 6.7 元，在关键位置，10 月 10 日，央行取消银行远期售汇风险准备金率，但仅此而已，10 月 12 日，央行公布人民币汇率中间价，报 6.7126 元，考虑到前周五 16:30 分的在岸美元兑人民币收盘汇率是 6.7135 元，再考虑到美元指数前周五从 93.6912 跌倒 93.0109 元，为了维持一篮子货币的稳定，人民币中间价将根据上前周五 16 点 30 分的收盘价向上调整，因此当天的 6.7126 元中间价报价属于正常报价，即没有反向启动逆周期因子。因此，力度明显不及 2018 年 8 月对汇率的干预。人民币汇率回落后，再度上摸 6.7 元，10 月 27 日，国外汇交易中心随之宣布，将逐步退出逆周期因子对中间价定价的影响，人民币汇率再度小幅回落。

当年，10 月以来，央行对人民币汇率进行了有限的干预，但是，受到基本面和市场情绪的影响，美元兑人民币汇率依据跌破了 6.7 元，人民币汇率再次“蛇出洞”，将寻找出一个新的“洞”，而这个洞的区间的上限可能又回到了 6.3 元。

图 8：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（202006——202012）

人民币兑美元中间价与即期汇率比较 (202006——202012)



数据来源: Wind

今年一季度, 尽管人民币兑美元走势强劲, 但基本上止步于 6.3 元的关键位置。考虑到这一情况, 而在 3 月中旬, 人民币汇率在高位出现大幅巨量震荡的情况下, 笔者撰写了《人民币近期在高位大幅震荡预示了什么?》一文, 对人民币汇率的调整进行了准确的预判。

图 9: 人民币兑美元中间价与即期汇率比较 (202012——202206)

人民币兑美元中间价与即期汇率比较 (202012——202206)



数据来源: Wind

层面之五, 中国央行确实存在着足够的手段进行对汇率的调控。央行 2020 年四季度开始退出了利用逆周期因子对中间价的管理, 而是利用调节宏观审慎调

节参数等间接手段对汇率的波动进行管理。和前几年不同，2020年以来央行采取的种种间接手段均是为了减缓人民币升值的压力。在人民币贬值的情况下，央行可以把这些工具再重新调回。从目前的情况下，央行只是调回了外汇存款准备金一个百分点。在极端的情况下，也不排除央行重新启用逆周期因子。

表 2：央行 2020 年四季度以来对汇率进行的间接调节

日期	措施
20201010	将银行远期售汇保证金从 20% 下跌到 0:
20211030	逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响
20201211	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
20201231	按照贸易格局调整 CFETS 人民币指数的外币权重
20210104	颁布《关于进一步优化人民币跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》
20210105	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
20210107	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
20210531	提升商业银行外汇存款准备金从 5% 到 7%
20210602	发放新一轮 QDII 额度 103 亿美元
20211209	提升商业银行外汇存款准备金从 7% 到 9%

资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

综上所述，在有管理的浮动体系下，尽管人民币汇率存在着贬值压力，但这一压力总体是可控的。央行可能容忍有序贬值，以发挥汇率的调节作用，为了防范系统性风险，央行可能最为关注的汇率在短期内急跌。从贬值的极限区间看，我们不认为 7 元是极限位置，7 元只是个心理卡位，极限位置和关注点可能在 7.2 元。

(研究所 20200622)

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 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：www.yhqh.com.cn

邮箱：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799