

专题报告

2022年8月10日星期三

关注非经济性因素对汇率的影响

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:

近期的中美关系波折尽管没有导致人民币汇率的大幅波动，这是因为相比较前几年，人民币汇率稳定的基本面已经出现了明显的优化。但是我们不可因此掉以轻心，应当警惕中美关系的长期不稳定等非经济因素对汇率的影响。央行一直强调，汇率难以预测和不可预测，因此，利用金融衍生品进行汇率风险管理显得十分重要和必要。

正文

影响汇率的因素不仅仅是经济性因素，还包括非经济性因素，如政治性因素，就人民币汇率而言，中美关系的稳定是影响人民币汇率的重要非经济性因素。

近年来，有两次因为中美关系的不稳定导致人民币汇率在短期内大幅波动。

一次发生在2019年。当年，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 元心理关口。

中美在经贸方面的争端、不稳定中美关系的累计终于导致当年 9 月 2 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，仅仅下调到 7.084 元。即央行果断而明显启用了逆周期因子，对汇率进行了果断干预，最终导致了汇率的基本稳定。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。

另一次发生在 2020 年 5 月，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果断地启动了逆周期因子干预了汇率，以稳定汇率。

这一次，美国粗暴干涉台湾事务，佩罗西窜访台湾对中美关系的损害程度远远超过前两次，但是，到目前为止，人民币汇率除了个别交易日有所短期波动外，基本处于稳定状态。

如下图所示，根据一年期 NDF 计算的人民币隐含贬值率基本稳定，个别交易日，如 8 月 5 日居然达到 +0.4%。反映了市场不跌必涨的心态。

图 1：根据一年期 NDF 计算的人民币隐含贬值率

根据NDF计算的人民币汇率隐含贬值率



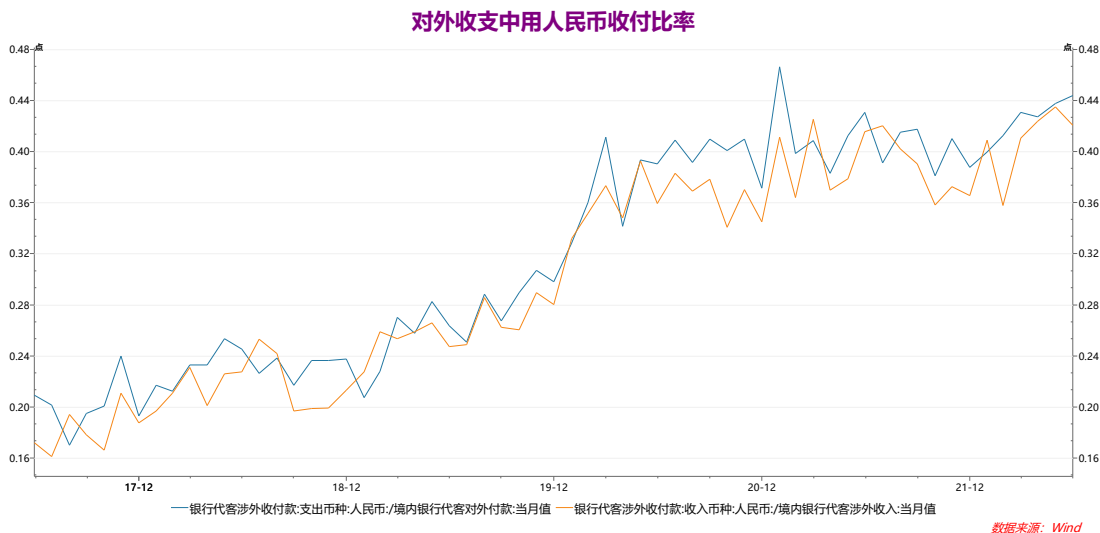
资料来源：研究所 WIND

对此认识，笔者认为应该是两方面的。

一方面必须认识到人民币汇率的基础已经今非昔比，比过去两年更加牢固。除了贸易上继续保持韧性而拥有前所未有的巨额贸易顺差外，人民币的资产吸引力和国际化程度确实得到了比较大的提升。央行有意通过加快建设离岸人民币中心、发行离岸票据、开放国内证券市场、加强和各国央行的货币互换等合作、提升人民币结算比率等举措加强人民币资产的吸引力。央行的《2021年人民币国际化报告》显示，2021年6月，人民币在国际支付货币占比中排名第五，在国际储备货币中占比为2.5%。

在我国对外收支方面，人民币成为除美元之外最主要的收付款货币，人民币收款比率从2019年的26%提升到目前的44%，而人民币付款比率从2019年的29%提升到目前的42%。

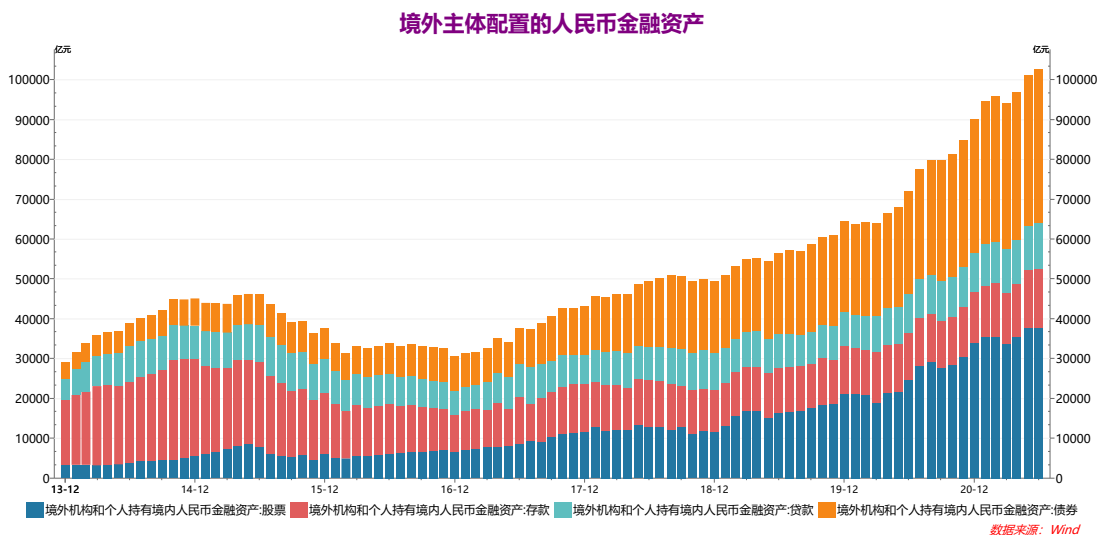
图 2：对外收支中用人民币收付比率



资料来源: 研究所 WIND

去年年底境外主体持有的境内人民币资产同比增长了 42.8%，达到 10.26 万亿元，今年尽管债券等有所减持，但 6 月底依旧达到 10 万亿。而 2020 年 5 月和 2019 年 9 月仅分别为 6.7 万亿和 5.9 万亿。人民币国际化进程无疑在加快中。

图 3: 境外主体配置的人民币金融资产



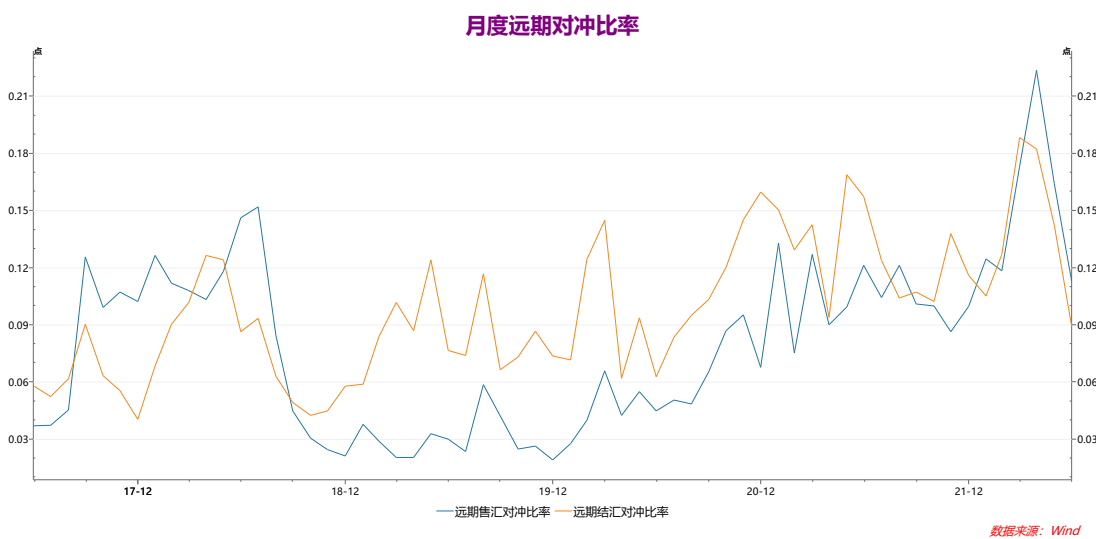
资料来源: 研究所 WIND

我们注意到央行在近期召开的下半年工作会议上，用了比较长的篇幅谈到了人民币的国际化问题：**加强本外币政策协同。夯实贸易投资人民币结算的市场基**

础。支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流动性。支持离岸人民币市场健康有序发展。

另外，金融衍生品市场的发展也在微观层面对汇率风险提供了管理工具，因此，也可减少外汇市场中顺周期交易和减缓震荡。如下图所示，远期对冲比率也有一定的上升。

图 4：远期对冲比率



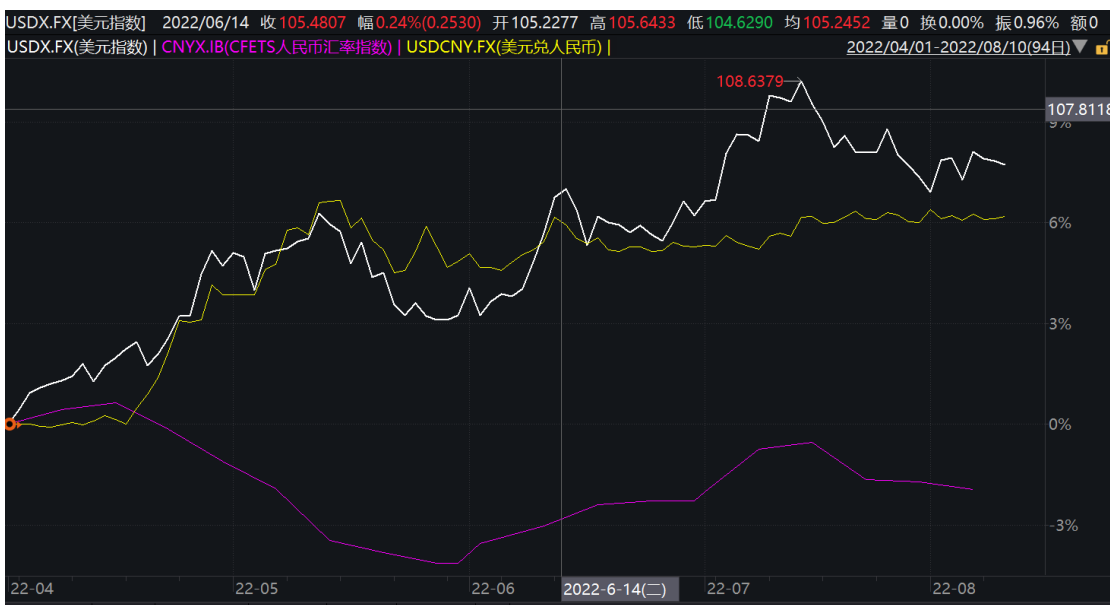
同时，另一方面必须认识到，中美关系的不稳定将长期存在，对汇率的利空影响有可能类似于 2019 年，有一个量变到质变的过程，突发事件依旧有可能引发汇率在短期内的大幅波动，值得警惕和关注。这也给央行对汇率的管理带来了新考验，特别是当央行退出逆周期因子对汇率的管理后。因此，值得进一步关注。

保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定一直我国对汇率的基本政策，在有管理的浮动汇率下，从人民币汇率指数看，基本保持了稳定。今年以来基本持平。

如下图所示，人民币汇率指数主要取决于两方面的影响，一是人民币兑美元的汇率，在今年 4 月份由于人民币兑美元的贬值而导致人民币汇率指数的下跌；同

时，人民币汇率又受到美元指数波动的影响，即由于美元指数的涨跌导致人民币汇率指数不同程度出现同向涨跌。最为明显的是 6 月因为美元指数上涨，导致人民币汇率指数也出现上涨。其原因在于人民币的汇率安排是种对美元的爬行盯住制度，即和美元保持相对固定关系的基础上参与国际浮动。美元指数上涨，就是美元兑欧元等非美元货币升值，也是人民币兑非美元货币的上涨。

图 5：美元指数、人民币兑美元汇率和人民币汇率指数的关系



资料来源：研究所 WIND

考虑到全球经济和政治的不稳定性，美元的避险功能依旧将起到一定作用，因此，不可轻言美元指数回落，因此，人民币汇率指数也有望保持坚挺和稳定。

综上分析，近期的中美关系波折尽管没有导致人民币汇率的大幅波动，这是因为相比较前几年，人民币汇率稳定的基本面已经出现了明显的优化。但是我们不可因此掉以轻心，应当警惕中美关系的长期不稳定等非经济因素兑汇率的影响。央行一直强调，汇率难以预测和不可预测，因此，利用金融衍生品进行汇率风险管理显得十分重要和必要。

(研究所 20200810)

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 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