

昨夜汇率市场风云再起

——对人民币汇率走向的初步看法

内容提要：

在美元指数上升和即将破百的背景下，人民币在岸和离岸价格逼近 7.2 元，而周二人民币中间价只小调了 1 个点，逆周期因子在关键点位在发生作用。人民币汇率到底走向何方？7.2 元到底成得了下浮区间点位？本文试图从汇率安排的角度作出一定的解释，以供参考和讨论。

昨天晚上，汇市再起波澜：美元指数逼近 100 点大关，人民币离岸汇率逼近 7.2 元，今天在岸汇率紧跟离岸汇率下贬，而央行公布的中间价格报 7.0084，只下贬了 1 个基点，但昨天的 16 点 30 分收盘的人民币在岸价已经是 7.1716 元了。这到底说明了什么？

众所周知，人民币汇率目前的制度是有管理的浮动制度。这一有管理的浮动制度根据央行术语可以用 2 句话进行叙述，即保持对一篮子货币的相对稳定，在合理均衡的水平上对美元进行双向浮动。

在这一制度下，人民币汇率的中间价由三个因素共同影响而确定：一是市场化因素，即前日 16 点半收盘的人民币在岸价格；市场化因素体现了汇改后人民币汇率市场化的方向。

但是，市场化方向并不是完全市场化，除了市场化因素外，人民币汇率中

间价格还受到其他 2 个因素的制约：一是一篮子货币的影响，热目标汇率要求对一篮子货币保持稳定；二是非市场的非透明因素，即逆周期因子。

在一篮子方面，要求人民币汇率中间价对一篮子货币保持相对稳定。在美元指数波动的情况下，尽管人民币并不是美元指数的篮子货币，但对人民币汇率的中间价会产生非常重要的影响。

假设人民币盯住的一篮子货币由美元、欧元、英镑、日元组成，即 $RMB = RMB/USA + RMB/EUR + RMB/GRP + RMB/JPY$ ，该等式可以转换为： $RMB = RMB/USD (1 + USD/EUR + USD/JPY + USD/GRP)$ 如美元指数上升，就是欧元、日元、英镑对美元贬值，即 USD/EUR 、 USD/JPY 、 USD/GRP 上升，为了保持等式的不变，要求 RMB/USD 回落，即人民币相对于美元下浮。反之则反然。

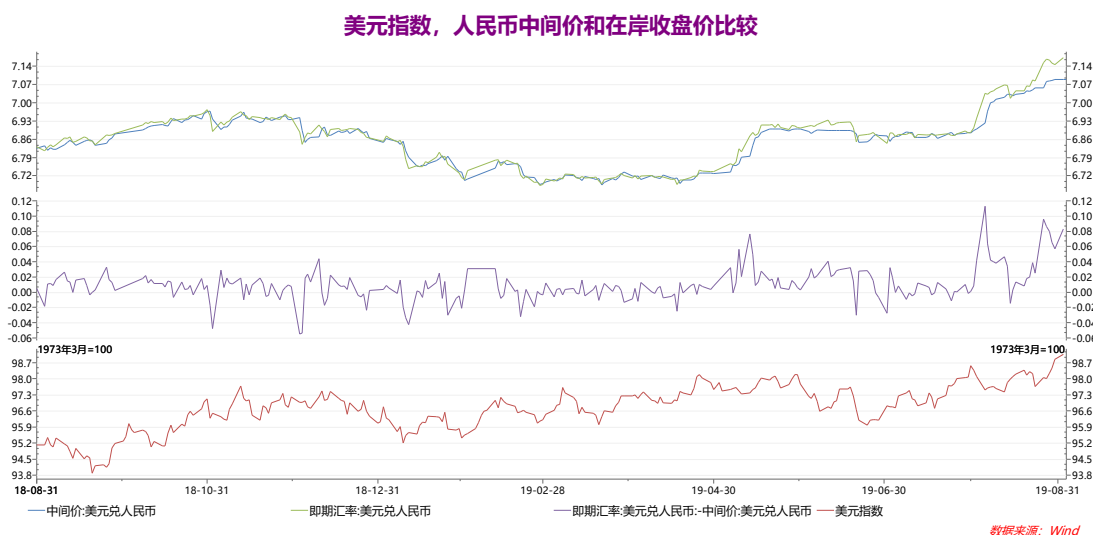
美元指数对人民币中间价的确定还是很有影响的，即使人民币在岸收盘价不变动，但由于美元指数的上浮，第二天的人民币中间价也可能因此下浮。

而逆周期因子是个完全市场化的因素。货币当局可以根据人民币的汇率波动决定是否启用逆周期因子。逆周期因子在 2017 年 5 月引入，对当时的人民币贬值预期的逆转起到了至关重要的作用。2018 年 8 月，在人民币贬值预期再度出现时候，再度启用。今年以来也不断有过启用，但逆周期因子因为缺少透明度而一直受到诟病。

对其启用的推测不少研究机构也建立了不少模型，而实际上有个比较直观的观察办法：如前日在岸价格是下跌的，而且美元指数是上行的，按道理当

日央行公布的中间价应该比前日的在岸价格弱，但是，如果当日公布的中间价却强于前日的在岸价格，即说明其中的逆周期因子在发生作用。

图：美元指数，人民币中间价和在岸收盘价比较



资料来源：银河期货研究 外汇管理局 WIND

由于今日公布的中间价格明显强于昨天在岸下午的收盘价，因此可以初步作出逆周期再度被启用的判断。

这个判断的意义在于对人民币浮动区间的判断。央行要求对人民币围绕合理均衡水平，对美元实行双向浮动，即类似于股票涨跌停板在一个上下区间内进行浮动，一旦超出这一区间，就进行干预。这种汇率安排一般称为肮脏浮动，或者蛇型浮动。

从去年人民币汇率的波动情况看，完全体现了这一蛇型浮动的特征，即人民币中间价围绕 6.6 元的水平，在 6.3 元和 6.9 元之间浮动，在下贬倒 6.9 元附近和突破 6.9 元后，央行祭出了逆周期因子、发行央行票据、征收外汇

买卖风险准备金等多种手段以稳定汇率。但是，在去年年底，央行实际上已经默认了新的均衡合理水平为 6.95 元左右，央行在去年四季度末期，面临人民币下浮，央行没有进行进一步新的干预，人民币汇率在 6.95 元来回震荡。

今年，人民币汇率围绕着 6.95 元的新的均衡合理水平继续对美元进行双边浮动，上半年，受中美关系缓和影响，一度上冲破 6.7 元。对这个 6.7 元的认识有 2 种情形。

一种情形这个 6.7 就是央行确定的双向浮动区间的上档位置，也是今年的最高位，如果是的话，那么倒算下，7.2 元就是下档位，一旦突破 7.2 元，央行将采取一定的措施进行干预。

第二种情形，这个 6.7 元仅仅是今年的最高位，而不是央行确定的双向浮动区间的上档位。这种情形的可能性也是相当大的，因为按照 6.95 元计算，上浮到 6.7 元，仅仅上浮了 3.59%，低于去年的 4.76 上浮幅度，而央行要求不断增强人民币汇率的弹性，提高人民币汇率的市场化程度，因此，央行原本的上浮区间高于 6.7 元，如到 6.6 元或 6.5 元。这样的化，按照对称和双向浮动区间原则，下档位可能低于 7.2 元，可能是 7.3 元或者 7.4 元。

判断哪种情形成真，就是要看汇率到了下档区间后，央行是否有更加直接和有力的干预。如到了 7.2 元，央行是否会采取除逆周期因子介入以外的其他举措进行干预。如干预的话，就可以确定是下档位，不进行有力干预的话，只能干下一个下档位。

今年以来，即使在一季度和4月份人民币出现升值，但是，我们一直认为人民币缺乏升值的基础。但在目前的情况下，放任汇率下跌时弊多利少，是自乱阵脚。由于我国的进出口商品价格缺少价格需求弹性，以及外债余额的不断上升，人民币贬值难以改善我国的国际收支情况，反而，在短期，由于受到时滞的效应，会使得国际收支更加恶化。因此，有管理的浮动和有管理的、可控的下浮是必要的。

（银河期货研究所 20190903）

免责声明

期货市场风险莫测，交易务请谨慎从事

本报告的著作权属于银河期货有限公司。未经银河期货有限公司书面授权，任何人不得更改或以任何方式发送、翻版、复制或传播此报告的全部或部分材料、内容。如引用、刊发，须注明出处为银河期货有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告基于银河期货有限公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，仅反映本报告作者的不同设想、见解及分析方法，但银河期货有限公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，且银河期货有限公司不保证所这些信息不会发生任何变更。

本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不承担任何责任。本报告中的信息以及所表达意见，仅作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，银河期货有限公司不承担任何责任。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_10362

