

“双循环”下的汇率安排会有怎样的突破？

——兼析人民币汇率最近的走强

内容提要：

人民币汇率兑美元走强而兑欧元走弱是因为目前人民币汇率制度导致的，人民币兑美元汇率保持相对稳定的基础上继续保持双向浮动，6.7元到7.2元之间的区间依旧具有观察意义，但是，在“双循环”的战略背景下，参考其他国家的成功经验，抓注战略机遇期，人民币兑美元的双向波动区间可能存在着拓宽的可能，值得进一步观察和研究

近期，人民币兑美元汇率出现了比较明显的回升，市场对汇率的关注度明显提升。我们认为，人民币兑美元汇率总体依旧按照央行的要求维持相对稳定，并在此基础上兑美元实现双向浮动，但是，同时要注意到，在“双循环”和国际及金融形势变化下，对人民币汇率制度进一步推向市场化和国际化的动力及其潜在因素。

一. 人民币最近到底是升还是贬

货币的升与贬是相对与参照物而言的。最近，确实，人民币对美元出现了升值，但是，人民币兑欧元、英镑却是出现了一定的贬值，于此同时，衡量人民币汇率综合水平的 CFETs 等人民币指数走势相对平缓，并没有出现明显的回升。

之所以会出现这样的情况，是因为人民币的汇率制度安排。人民币兑美元实际上保持着“软钉住”的关系，尽管 2015 年汇改后，盯住的范围大大地扩大，增加了市场化的因素，人民币兑美元保持区间波动，经过我们长期的观察，这一波动区间目前为 6.7 元和 7.2 元之间，但在性质上依旧兑美元保持相对固定的关系。

在人民币兑美元保持相对固定关系的基础上，人民币跟随美元参与国际浮动，因此，当美元兑欧元下跌，导致美元指数下跌，实际上就带来了人民币兑欧元等货币的下跌。

图 1：人民币兑主要国家汇率走势

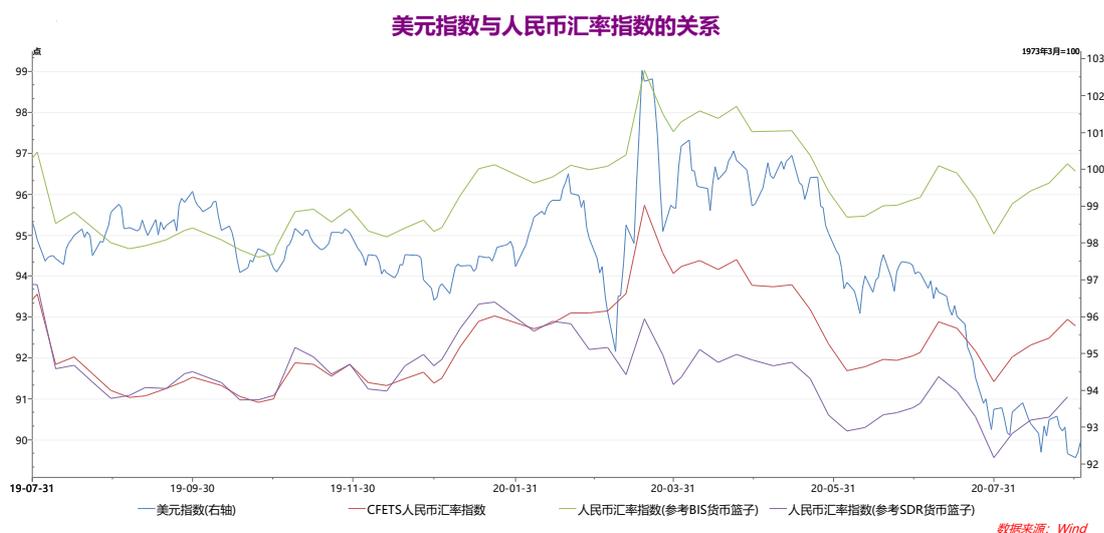


资料来源：银河期货研究所 WIND

人民币的这种汇率安排还反映在美元指数兑人民币汇率指数上，如下图所示，美元指数的走强与走弱，往往是人民币汇率走势走强与走弱之时，而不是相反。由于三大人民币汇率指数中，美元权重占比不一，如美元权重在 CFETs、以 SDR

为篮子的人民币指数和以 BIS 为篮子的人民币汇率指数中的权重分别为 21.59%，46.85%和 19.68%，因此美元指数上涨对人民币汇率指数的影响有所不同，最为敏感的是以 SDR 为篮子的人民币汇率指数。

图 2：美元指数与人民币汇率指数

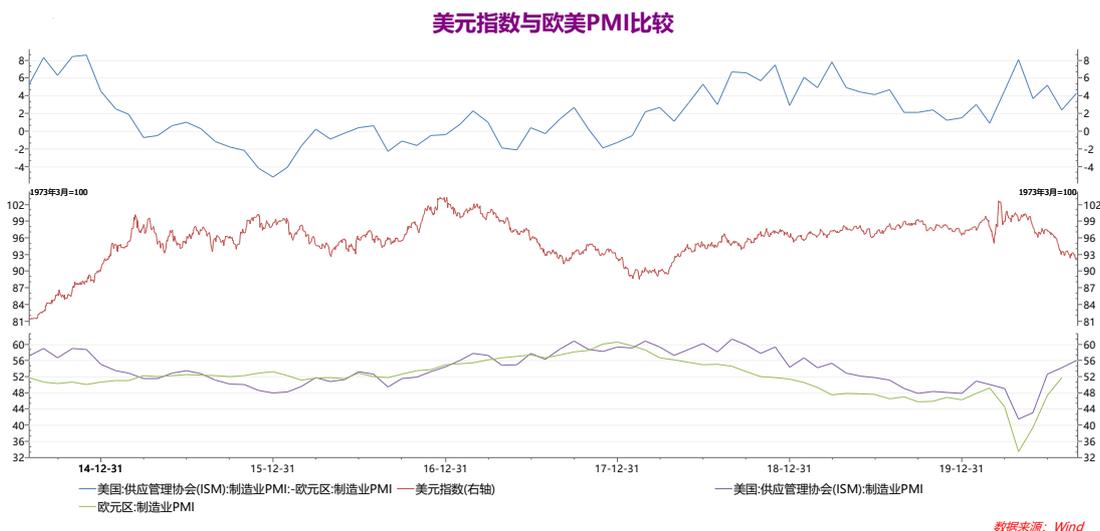


资料来源：银河期货研究所 WIND

美元 6 月以来的下跌，主要是因为市场对美欧经济的预期出现了变化，加上疫情的形势在美欧之间出现了不同的变化。而导致市场对美欧经济预期变化的重要因素是在 7 月欧盟达成 7500 亿欧元复苏经济协议。欧盟各国领导人终于就总额高达 7500 亿欧元的“复苏基金”达成协议，其中的 5000 亿欧元作为以直接拨款形式发放给经济遭受重创的成员，受援国无需偿还，剩余 2500 亿欧元作为贷款予以发放。欧盟复苏基金是历史上最大规模的经济救助计划，意味着欧洲向财政一体化上做出了重要突破，意味着更为团结的欧盟，也意味着欧洲更加乐观的经济前景，因此对欧元构成支撑，并推动美元走弱。

这种预期差具体反映在欧美 PMI 的对比等指标上，欧美 PMI 的差值和美元指数存在紧密的关联关系。因为欧元占美元指数的权重高达 57.7%。

图 3：欧美 PMI 比较与美元指数

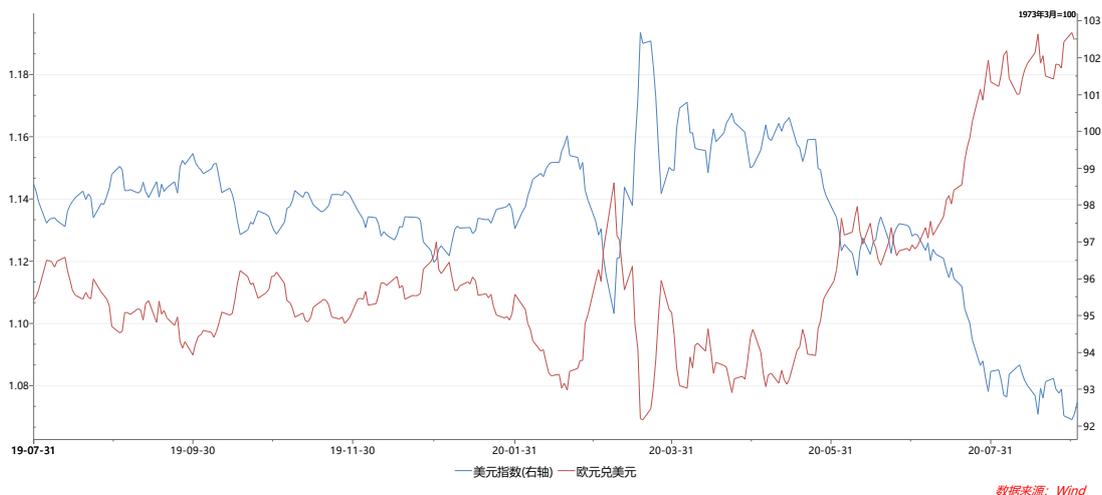


资料来源：银河期货研究所 WIND

由于美元指数中，欧元占比达到 57.7% 的高权重，因此，某种意义上将，美元兑欧元下跌，就是美元指数的下跌，反之则反然。

图 4：美元指数与美元兑欧元汇率

美元指数与美元兑欧元的关系



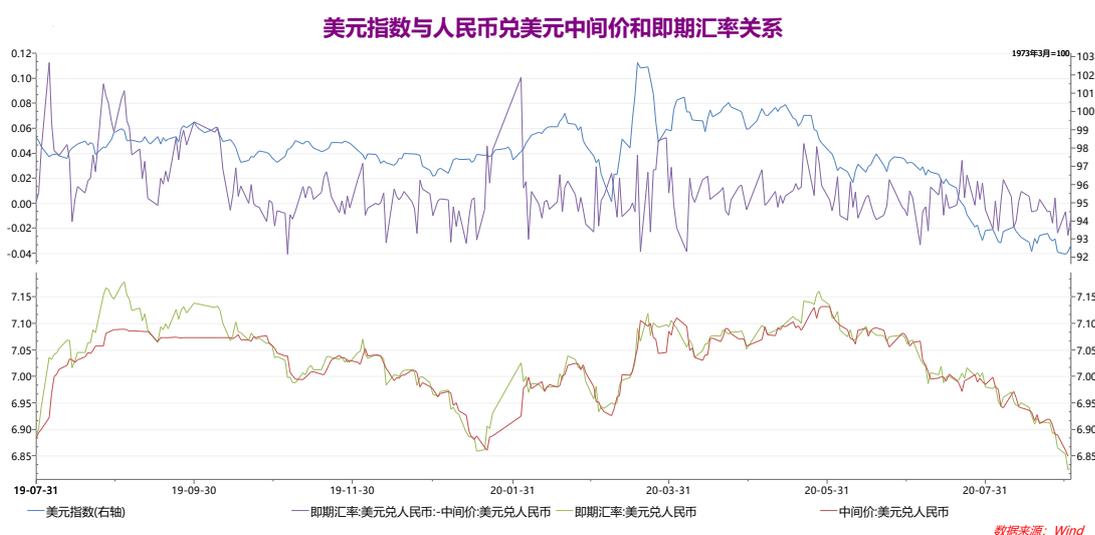
资料来源：银河期货研究所 WIND

狭义美元指数由欧元、英镑、日元、瑞士法郎、瑞典克朗货币组成，人民币不是美元指数的权重货币，因此美元指数的涨跌不会兑人民币汇率产生直接影响。但美元指数兑人民币汇率产生间接的影响，因为，根据中国央行兑人民币中间价的管理安排，要求保持对 CFETs 一篮子货币的稳定。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。反之则相反。

因此，美元指数的下跌，要求对人民币中间价相对于昨日 CFETs 收盘价进行向上修正，美元指数上升，则要求对人民币中间价相对于昨日 CFETs 收盘价进行向下修正。

如下图所示，美元指数下跌时，多数时间人民币中间价高于即期汇率，即中间价和即期汇率的差值为负数；反之，美元指数上升时，多数时间人民币中间价低于即期汇率，即中间价和即期汇率的差值为正数。

图 5：美元指数与人民币中间价和即期汇率关系



资料来源：银河期货研究所 WIND

因此，美元兑人民币中间价汇率的波动分成三部分，一部分是因为市场汇率的波动，具体表现为昨天晚上的 CFETS 收盘价，另一部分是美元指数的变动，当然还有一部分，是逆周期因子。第一部分的性质是市场化的浮动，第二和第三部分的性质是“有管理的”，即有管理的浮动汇率。

二. 双向波动是人民币汇率近年最基本的特征

观察最近 2 年的人民币汇率走向，基本上体现了在合理水平上保持相对稳定，进行有管理的双向浮动这一特征。

在 2018 年，人民币兑美元走出了先扬后抑、双向波动的走势。当年，人民币汇率围绕着 6.6 元的相对合理均衡水平，对美元实行双向浮动。

在当年一季度，受到美元汇率下浮的影响，美元兑人民币市场汇率曾经跌破 6.3 元。但是，在三季度，相反，由于受到国内外各种复杂因素的影响，如受到美元指数强劲回升的影响，受到中国国际收支出现恶化的影响，在 2018 年 8 月，美元兑人民币曾经一度上升到 6.9 元以上，在美元升破 6.9 元的浮动下限后，央行对此及时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并提高离岸人民币交易成本等果断措施，促成美元兑人民币汇率因此重新回落到 6.9 元以下的区间。从 2018 年看，人民币兑美元汇率围绕着 6.6 元水平，在 6.3 元和 6.9 元之间进行双向对称浮动的特征十分明显。

但是，在 2018 年的四季度，当美元兑人民币汇率再度升破 6.9 元后，央行却没有对外汇市场进行干预，导致在当年年底的大部分时间，美元兑人民币汇率在 6.95 元进行横盘。笔者在 2019 年宏观年度专稿——《“蛇型浮动制”与蛇出洞——有管理浮动下的人民币汇率新走向》一文中，将其称之为蛇形浮动制下的“蛇出洞”。

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 元心理关口。

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

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。

2019年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

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_2798

