



# 管涛：用发展外汇市场的办法促进汇率纠偏





## 要点

稳汇率还需要进一步加快培育境内外汇市场，措施之一是让跨境资本流动更多在境内外汇供求关系中得到反映。

12月6日，央行宣布全面降准0.5个百分点。但次日公布11月份中国出口高增长、外贸大顺差数据后，人民币汇率刷新三年半来的新高，人民币强势特征明显。11月18日，全国外汇市场自律机制第八次工作会议在重申未来人民币汇率双向波动是常态，督促企业和金融机构坚持风险中性理念的同时，首次提出合理均衡是目标，偏离程度与纠偏力量成正比。

显然，近期人民币汇率的独立行情，再度引发了上层对于人民币汇率超调

风险的关注。

12月9日,央行年内二度宣布提高金融机构外汇存款准备金率两个百分点,释放了加强汇率预期管理和调控的信号。而笔者以为,除此之外,稳汇率还需要进一步加快培育境内外汇市场,措施之一是让跨境资本流动更多在境内外汇供求关系中得到反映。

### 今年人民币成为比美元更强的强势货币

现行人民币汇率中间价报价机制隐含着美元强人民币弱、美元弱人民币强的定价逻辑。去年,洲际交易所(ICE)美元指数先涨后跌,全年累计下跌6.7%;境内人民币汇率(以下如非特指,均指人民币兑美元双边汇率)先抑后扬,全年中间价累计升值6.9%。

今年前11个月,美元指数累计反弹6.6%,境内人民币汇率本应贬值,但实际上虽有涨有跌,却总体走势偏强。特别9月份以来,美指连创年内新高,人民币汇率却逆势上扬,前11个月中间价累计升值2.3%(见图1)。这是2015年“8.11”汇改以来首次。

图 1：人民币汇率中间价与 ICE 美元指数（单位：元人民币/美元）

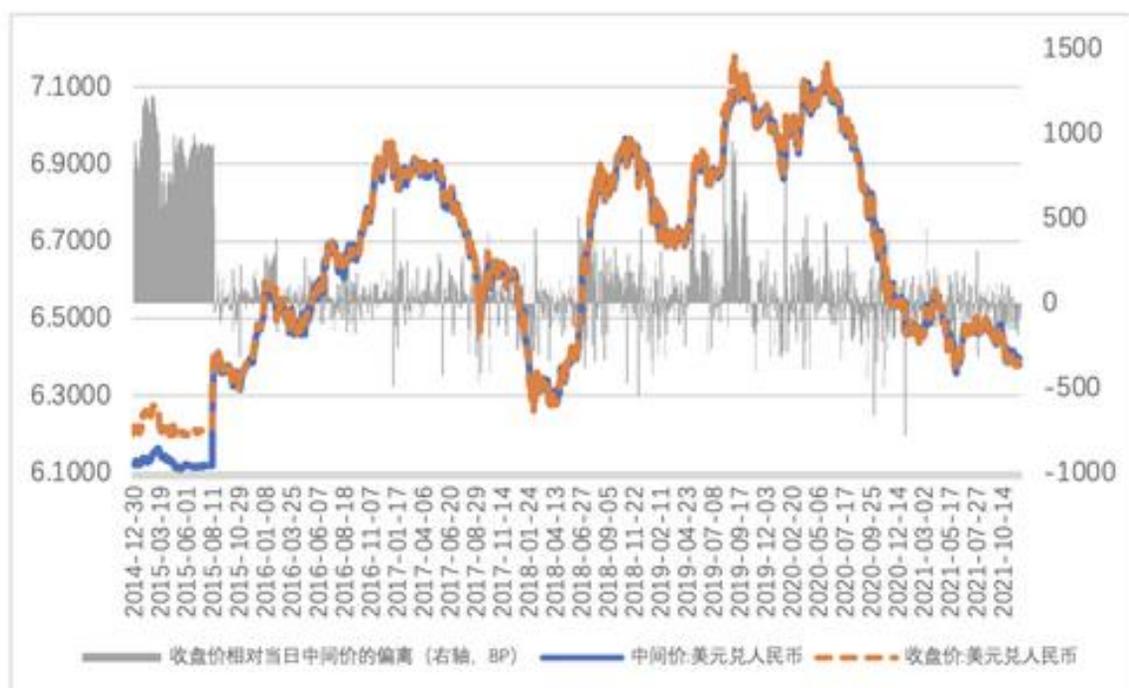


资料来源：中国外汇交易中心；WIND；中银证券

凭澜观涛

今年，美元强、人民币更强，主要反映了市场供求关系的影响。前 11 个月，人民币汇率中间价累计上涨约合 0.145 元，收盘价相对当日中间价偏强累计贡献了 170%（见图 2）。前 10 个月，银行即远期（含期权）结售汇顺差合计 1944 亿美元，同比增长 101%，其中仅 8 月份出现了少量逆差（见图 3）。

图 2：境内人民币汇率中间价与收盘价（单位：元人民币/美元；个基点）



资料来源：中国外汇交易中心；WIND；中银证券

注：（1）收盘价为境内银行间市场下午四点半收盘价（下同）；（2）收盘价相对当日中间价的偏离为正值代表偏贬值方向，为负值代表偏升值方向。

图 3：境内外汇供求关系（单位：亿美元）



数据来源：国家外汇管理局；WIND；中银证券

凭澜观涛

这不同于 2017 年。“8.11” 汇改之初，人民币汇率曾持续承压，到 2016 年底跌至 7 附近，市场激辩保汇率还是保储备。然而，2017 年，人民币汇率止跌回升，中间价累计反弹 6.2%。只不过，同期银行即远期（含期权）结售汇依然逆差 851 亿美元，全年收盘价对中间价升值累计为负贡献 52%。市场供求关系并不能解释人民币的升值，而是更多反映了借美指全年贬值 9.9% 之机，通过引入逆周期因子调节的影响（见图 1 至图 3）。这有效解决了汇率中间解当时面临的政策公信力问题，成功逆转了市场单边预期。

这也不同于去年。去年，银行即远期（含期权）结售汇顺差 2152 亿

美元，但收盘价对中间价升值累计为负贡献 30%（见图 1 至图 3）。所以，去年人民币强势更多反映了境外美元的弱势。

### 警惕人民币升值相对经济基本面的偏离加大

关于最优汇率选择（包括汇率制度安排和汇率政策操作）的国际共识是，没有一种选择适合所有国家以及一个国家所有时期。其背后的政策逻辑是，任何选择都有利有弊。1994 年初汇率并轨以后，人民币实行以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度。今年 5 月底全国外汇市场自律机制第七次会议强调，有管理的浮动汇率制度适合中国国情，应当长期坚持。但是，今天的有管理浮动不同于 1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融海啸时期。尤其是 2019 年 8 月份，人民币汇率破七之后，打开了可上可下的空间，汇率弹性增加。

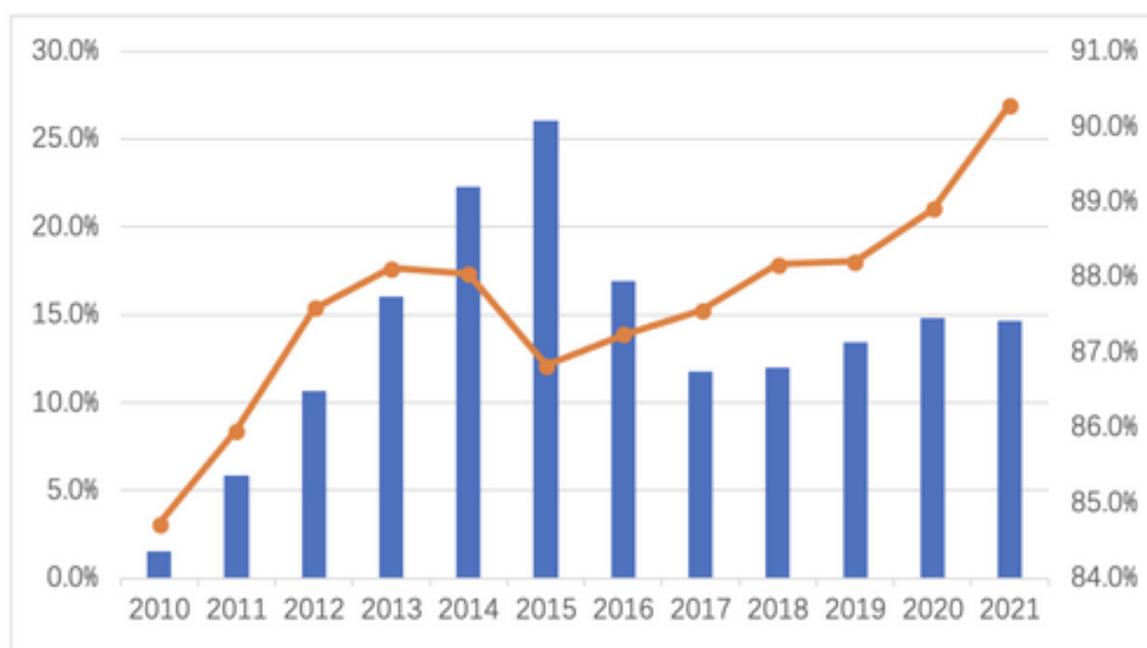
现阶段，人民币是有管理浮动制度下灵活的汇率政策操作。其好处是，促进了汇率对国际收支平衡和宏观经济稳定的自动稳定器作用发挥。但面临的挑战是，容易出现偏离经济基本面的超调。在基本退出外汇市场常态干预，信守汇率政策中性背景下，央行不会干预人民币双边或多边汇率的具体水平，而是要避免汇率过度和异常波动。这正是当前人民币汇率预期管理和调控的主要任务。

前期汇率超调的风险表现为，人民币双边汇率升值侵蚀出口企业利润。尽管人民币跨境使用越来越广泛，但迄今跨境贸易中人民币计价结算占比不到 15%。而以外币跨境收付时，美元占比又在九成左右（见图 4）。这意

意味着人民币兑美元双边汇率变化对企业市场预期和外汇收支仍有着重要影响。企业从出口接单、生产、发货再到收汇，中间有时间差（即所谓“账期”）。受疫情冲击，全球供应链中断、国际物流受阻，进一步拉长了企业出口收款的账期，这意味着出口企业暴露在人民币汇率持续单边升值的风险加大（见图 5）。为此，去年底以来，政策上将人民币汇率维稳与原材料保供稳价相提并论。

图 4：跨境贸易人民币收付占比及银行代客涉外外币收付美元占比

（单位：%）



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\\_31134](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_31134)

