

2018年03月12日

# 基于汇改三大原则对汇率的再思考

## ——2018年流动性系列报告之三

### 相关研究

金融生态重构和海外政策收紧决定了利率仍有上行空间

——2018年流动性系列报告之二

2018-01-16

逆周期因子功成身暂退，汇率双向波动将更灵活

——2018年流动性系列报告之一

2018-01-10

### 证券分析师

邱涤凡 A0230516090002

qiudf@swsresearch.com

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

### 联系人

余子珍

(8621)23297818×7595

yuzz@swsresearch.com

### 结论或者投资建议：

- 人民币汇率市场化改革始于2005年，虽一波三折但从未止步，目前人民币汇率定价机制已基本成熟。从基本面看，人民币仍有稳中向好的基础，但也仍有可能出现超调。

### 原因及逻辑：

- 今年初央行将逆周期因子调为中性可视为人民币汇率定价机制已基本成熟的重要信号。去年9月以来，央行相继取消了汇率风险准备金、将逆周期因子调为中性，可见央行认为当前外汇市场已不存在严重的非理性行为，人民币也已经基本回归到与中国经济基本面相符的合理水平。从这一点来看，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度已经基本建立。
- 国际经验显示，在市场化进程中，一国汇率走势往往既取决于经济也取决于制度，当汇率制度发生重大变革时，汇率也往往容易出现超调。2005年以来历次汇率制度的重大调整都伴随着人民币汇率波动性的增加，一方面是由于中国经济基本面变化较大，另一方面也是由于汇改放大了汇率波动而出现超调。
- 央行充分考虑我国国情和国际环境，按照主动性、可控性和渐进性三大原则推进汇改，汇改其实从未止步。从三大原则的角度来看，不可否认在部分特殊时期一些临时性的管制措施对于稳定人民币汇率和防止汇率风险的重要意义，但长期看其最终将让位于决定人民币的基本面因素，而人民币国际化也要求一个灵活的有弹性的汇率形成机制。因此，主动、可控和渐进三大原则构成了一个相辅相成、互相促进而又缺一不可的整体。
- 从基本面看，人民币仍有稳中向好的基础。就今年而言，由于欧洲经济超预期以及欧元区美国的货币政策有望进一步收敛，预计美元仍将继续处于弱势。同时，811汇改至今，中国通过供给侧改革加去杠杆使经济更加健康，经济的稳定复苏也将继续为人民币提供支撑。
- 当前人民币仍处于市场化进程中，仍有可能出现超调。人民币对美元曾于2014年初升至6左右，本轮人民币再次到6可能也不成问题，但我们认为人民币过于强势并非没有弊端，留有一定余地可能更好，若至年底美元总体维持88-90的水平，人民币相应处于6.3左右更加合理。
- 就货币政策而言，只要市场对人民币汇率预期仍在合理范围，人民币升值最大的意义在于使国内货币政策摆脱了外部掣肘，国内货币政策会更加立足于中国经济基本面与金融监管自身的进展。相反若人民币升值预期过强，一方面央行可能将进行适当的预期引导，另一方面也不排除央行直接出手纠偏。例如，“功成身暂退”的逆周期因子可能以另一种形式回归。去年逆周期因子主要着力于解决央行货币政策执行报告中提到的“非对称贬值”问题，相应对升值的调整幅度进行了适度放松。未来若有必要，央行也可以针对人民币非对称升值相应调整逆周期因子的参数，避免顺周期情绪的自我加强。



申万宏源研究微信服务号

# 1.人民币 汇率定价机制已基本成熟

从国际经验来看，基本上各国汇率市场化都遵循相似的路径，即汇率定价制度从固定汇率到有管理的浮动汇率再到完全放开的浮动汇率。

对于我国而言，人民币汇率中间价和波动幅度是我国特色的汇率决定机制的两大组成部分，其市场化进程始于 2005 年，期间经历了国际经济的剧烈动荡，汇改也可谓一波三折。

具体来看，2005 年至今的汇改可以分为三个阶段。

**第一阶段：**2005 年 7 月 21 日，央行宣布开始实行以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，人民币对美元当日升值 2%。随后在 2007 年 5 月 21 日将人民币对美元日波动幅度区间从 0.3%扩大至 0.5%，但随后国际经济的剧烈动荡导致人民币汇改暂时受阻。截至 2008 年 7 月，第一阶段汇改期间人民币对美元出现了大幅升值，累计升值幅度高达 21.4%，美元兑人民币汇率从 8.28 下降至 6.82 附近。这一阶段中国面临大量贸易顺差和资本流入，外汇储备快速积累的同时，人民币汇率也出现了持续的升值。随着美国次贷危机演变为全球金融危机，从 2008 年 7 月开始，人民币实质上重新盯住美元。

**第二阶段：**2010 年 6 月 19 日，央行宣布将进一步推进汇率改革，提高人民币汇率弹性，汇改重新启动。随后在 2012 年 4 月 16 日和 2014 年 3 月 17 日相继将人民币波动区间扩大至 1%和 2%。截至 2015 年 8 月 10 日，人民币对美元呈现先升后稳的走势。美元兑人民币汇率从 6.82 开始持续下降，在 2014 年初一度降至 6 左右，随后进入双边波动。这一阶段人民币汇改的思路主要集中在日内波动幅度的逐渐放宽。

**第三阶段：**2015 年在美联储加息和美元继续走强预期下，人民币实际有效汇率表现偏强势，人民币汇率中间价偏离市场汇率幅度较大、持续时间较长，中间价与市场预期出现一定偏离。在这样的背景下，2015 年 8 月 11 日，央行宣布人民币中间价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，当日人民币兑美元中间价显著调贬近 2%。811 汇改以来，央行对于汇率形成机制和结售汇相关规则的完善不断推进。中间价形成机制从参考市场汇率到 2015 年底增加 CFETS 一篮子货币指数，再到 2016 年底进一步扩充一篮子货币种类，再到 2017 年 5 月底引入逆周期因子，最终形成“收盘汇率+一篮子货币汇率+逆周期调节因子”的新机制。

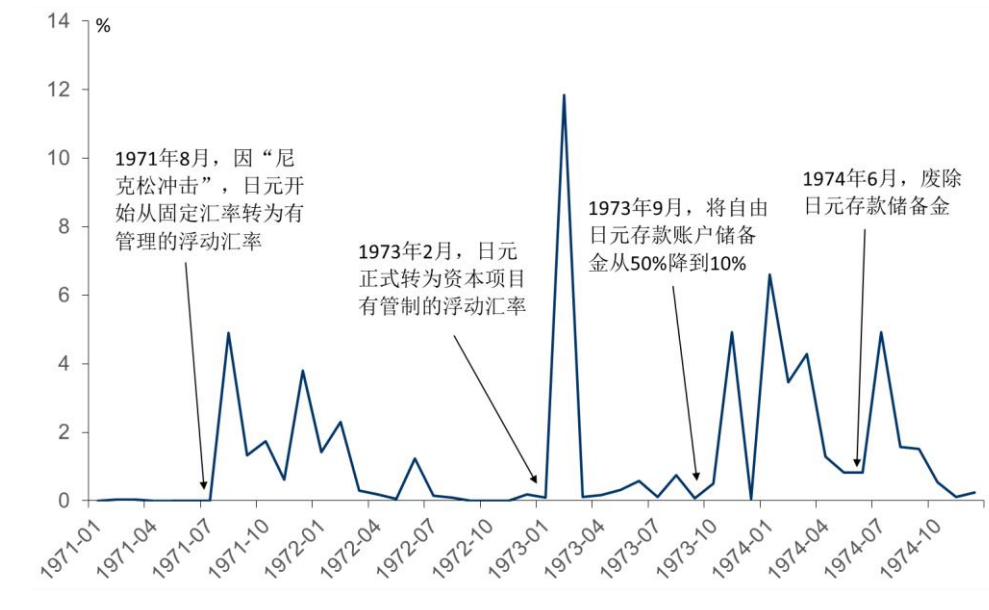
今年初央行将逆周期因子调为中性可视为人民币汇率定价机制基本成熟的重要信号。811 汇改后在外汇市场面临较为严重的非理性行为的背景下，央行及时通过包括外汇风险准备金和逆周期因子在内的政策组合拳打破了人民币对美元单边贬值预期，防止人民币进一步偏离合理水平。去年 9 月以来，央行相继取消了汇率风险准备金、将逆周期因子调为中性，可见央行认为当前外汇市场已不存在严重的非理性行为，人民币也已经基本回归到与中国经济基本面相符的合理水平。从这一点来看，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度已经基本建立。

## 2. 基于汇改三大原则对汇率的再思考

回顾人民币汇改的历程，可以明显看到我国的汇改也不是一帆风顺的。国际经验显示，在市场化进程中，一国汇率走势往往既取决于经济也取决于制度，当汇率制度发生重大变革时，汇率也往往容易出现超调。

参考与中国情况较为接近的国家在汇率市场化过程中的经验，如 1970 年代的日本<sup>1</sup>，可以明显观察到，汇率制度的变迁对汇率波动具有直接影响，会加剧汇率波动。

图 1：日元在 1970 年代受汇率制度变的革影响波动加剧

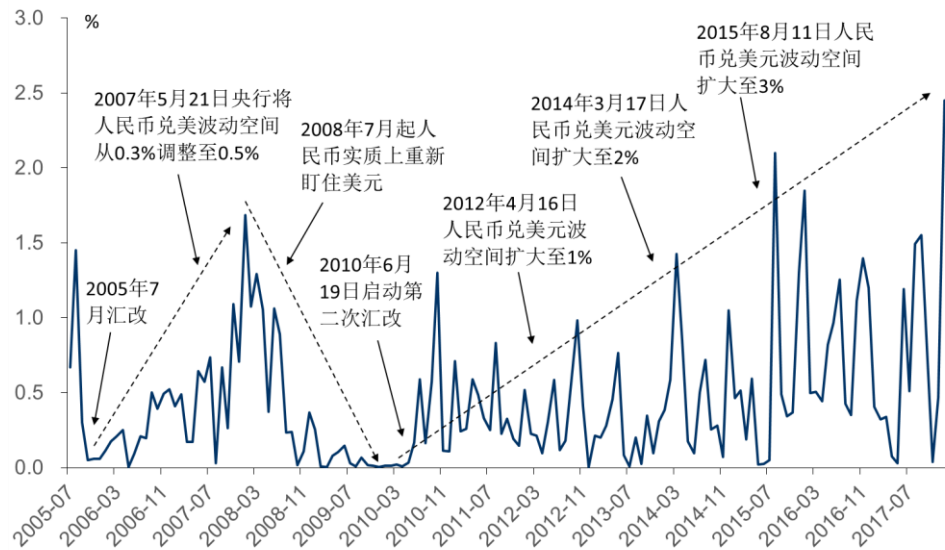


资料来源：WIND，申万宏源研究

中国也不例外。2005 年以来历次汇率制度的重大调整都伴随着人民币汇率波动性的增加，一方面是由于中国经济基本面变化较大，另一方面也是由于汇改放大了汇率波动而出现超调。

<sup>1</sup>周游远等，基于汇改视角的人民币异常波动研究，国际金融研究，2017（5）：86-96

图 2：人民币历次汇率制度改革也导致汇率波动上升



资料来源：WIND，申万宏源研究

因此，我们看到在汇改进程中，当国内或国际经济金融环境出现较大变化导致人民币汇率剧烈波动的时期，央行往往会出台一些临时性的限制措施，甚至直接出手进行干预。对此是否属于“开倒车”的争议一直较大，而我们认为，这是央行充分考虑我国国情和国际环境，按照主动性、可控性和渐进性三大原则推进汇改的体现，汇改其实从未止步。

典型的如 2008 年 7 月为应对全球金融危机，人民币汇率重新盯住美元，但随着全球经济逐渐趋稳，在 2010 年 6 月这一非常规措施即宣告退出。近期的如 811 汇改后，为了减轻资本外流的压力，我国阶段性地加强了资本项目的宏观审慎管理，例如外汇风险准备的开征。同样，随着人民币汇率逐渐回到合理水平，这些临时性的措施也会随着其阶段性任务的达成而退出。

从三大原则的角度来看，不可否认在部分特殊时期一些临时性的管制措施对于稳定人民币汇率和防止汇率风险的重要意义，但长期看其终将让位于决定人民币的基本面因素，而人民币国际化也要求一个灵活的有弹性的汇率形成机制。因此，主动、可控和渐进三大原则构成了一个相辅相成、互相促进而又缺一不可的整体。

从汇改两年来的经验来看，人民币汇率定价机制不断完善，最终形成了收盘价+一揽子汇率+逆周期因子的汇率形成机制。其间既经历了美元的大幅度升值，也经历了美元的大幅度贬值，既经历了美国经济的单边向好，也经历了中美经济的同步向好。从人民币汇率的实际表现看，先是经历了趋势性贬值，去年以来又经历了快速升值。综合考虑这些因素，我们认为人民币汇率的定价机制基本成熟，人民币的波动区间基本探明，这一区间大概在 6-7 之间。

### 3.今年人民币将稳中有升，但需警惕超调

从基本面看，人民币仍有稳中向好的基础。就今年而言，由于欧洲经济超预期以及欧元区 and 美国的货币政策有望进一步收敛，预计美元仍将继续处于弱势。同时，811 汇改至今，中国通过供给侧改革加去杠杆使经济更加健康，经济的稳定复苏也将继续为人民币提供支撑。

但需要注意的是，当前人民币仍处于市场化进程中，仍有可能出现超调。人民币对美元曾于 2014 年初升至 6 左右，本轮人民币再次到 6 可能也不成问题，但我们认为人民币过于强势并非没有弊端，留有一定余地可能更好，若至年底美元总体维持 88-90 的水平，人民币相应处于 6.3 左右更加合理。

只要市场对人民币汇率预期仍在合理范围，人民币升值最大的意义在于使国内货币政策摆脱了外部掣肘，国内货币政策会更加立足于中国经济基本面与金融监管自身的进展。相反若人民币升值预期过强，一方面央行可能将进行适当的预期引导，另一方面也不排除央行直接出手纠偏。例如，“功成身暂退”的逆周期因子可能以另一种形式回归。

此前我们指出，理论上来说，逆周期因子应该能起到双向稳定作用，但观察去年逆周期因子运行结果，在人民币升值预期较为强烈时仿佛并没有起到抑制作用，这可能是由于去年逆周期主要着力于解决央行货币政策执行报告中提到的“非对称贬值”问题，相应对升值的调整幅度进行了适度放松。未来若有必要，央行也可以针对人民币非对称升值相应调整逆周期因子的参数，避免顺周期情绪的自我加强。

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。