

# 人民币汇率总体均衡 快速升值后将回归基本面

——近期人民币升值点评

研发部 徐永

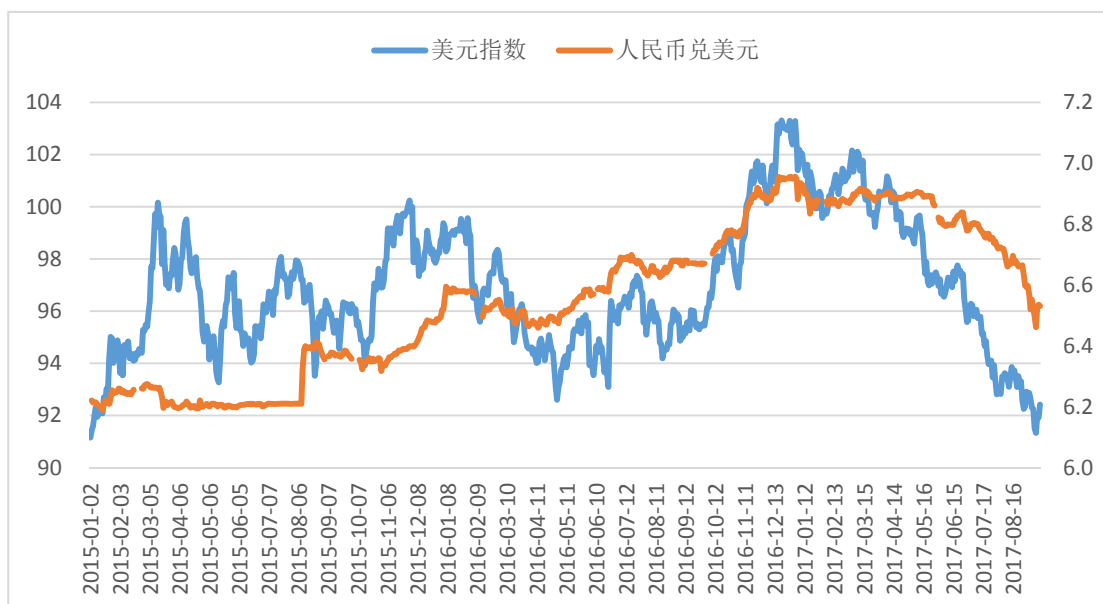
人民币兑美元汇率自 2017 年 5 月底以来，一举扭转 2015 年 8.11 汇改以来的贬值趋势，走出一波快速升值行情，汇率从 6.89 附近一路升至 9 月 8 日的 6.4617。之后，央行发文宣布自 2017 年 9 月 11 日起，将境内机构开展代客远期售汇等业务收取的外汇风险准备金率从 20% 调整为 0。9 月 11 日开始，人民币兑美元汇率遂开始逐步贬值，9 月 13 日收报 6.5309。

人民币此轮单边升值行情，短期与外部美元贬值、内部汇率逆周期调控等因素有关，长期而言，2015 年汇改以来的超预期贬值及当前的超预期升值都与基本面有所偏离，在经济整体运行平稳的情况下，人民币汇率已接近合理均衡水平，预期以央行此次准备金政策调整为契机，人民币将回归基本面主导下的双向波动走势。

## 人民币此轮升值与美元贬值密切相关

人民币兑美元汇率与美元指数走势高度正相关，即一般美元指数贬值的时候，人民币升值。从美元指数与人民币兑美元即期汇率的相关性来看，2015 年至今的相关系数为 0.5，2017 年至今则高达 0.9。2017 年 4 月以来，美元指数从 101 附近一路贬值到 9 月初的 91.3，给人民币兑美元汇率带来了较高的升值压力。

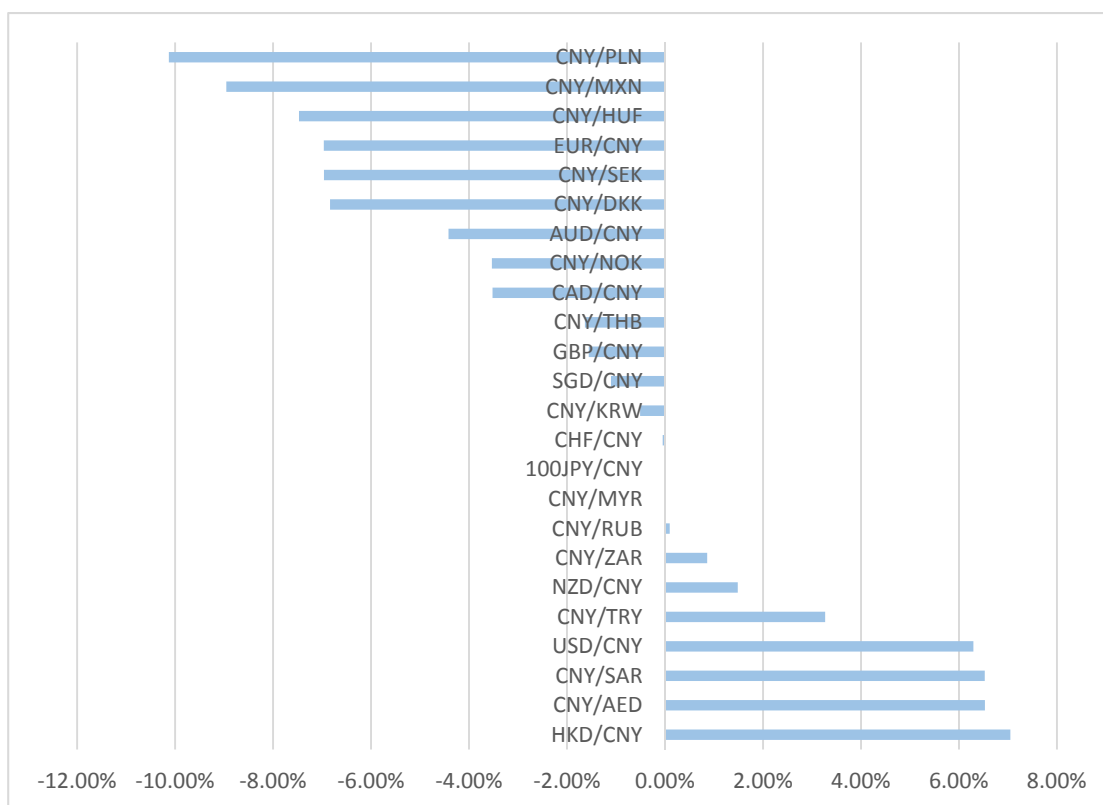
图表 1 人民币兑美元汇率与美元指数走势



数据来源：WIND，新世纪评级整理

以央行公布的人民币兑 24 种货币中间价今年以来的变化来看，人民币兑美元汇率也处于升值前列。截至 9 月 13 日，今年 24 种货币中，人民币兑美元的中间价升值幅度为 6.3%，仅次于对港币、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔的升值幅度排名第四，人民币兑欧元的贬值幅度则较大接近 7%，兑日元汇率基本持平。

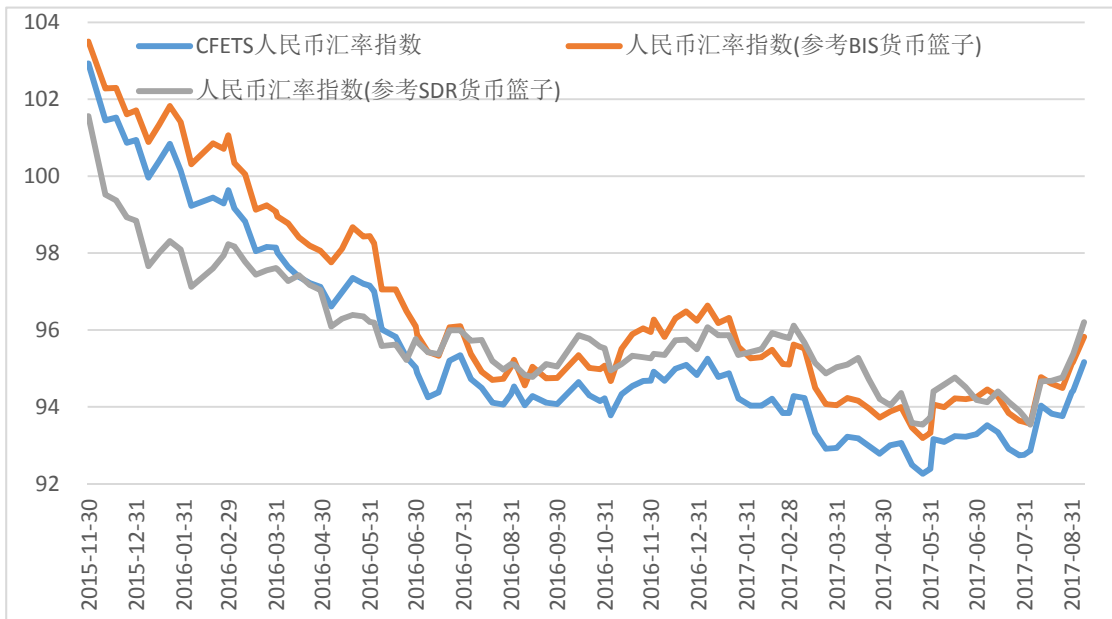
图表 2 人民币中间价今年以来走势对比



数据来源：WIND，新世纪评级整理

人民币各类汇率指数虽然 8 月期间明显走升，但开年至今来看变化不大，综合程度更高的汇率指数表现则更加平稳。CFETS 人民币汇率指数 9 月 8 日为 95.2，与开年持平；参考 BIS 货币篮子及参考 SDR 货币篮子的人民币汇率指数，由于纳入货币数量、权重及计算方法都不同，表现略有分化，前者指数略有贬值，后者则略升，整体而言，三大汇率指数今年以来保持了基本平稳。

图表 3 人民币汇率指数走势



数据来源：WIND，新世纪评级整理

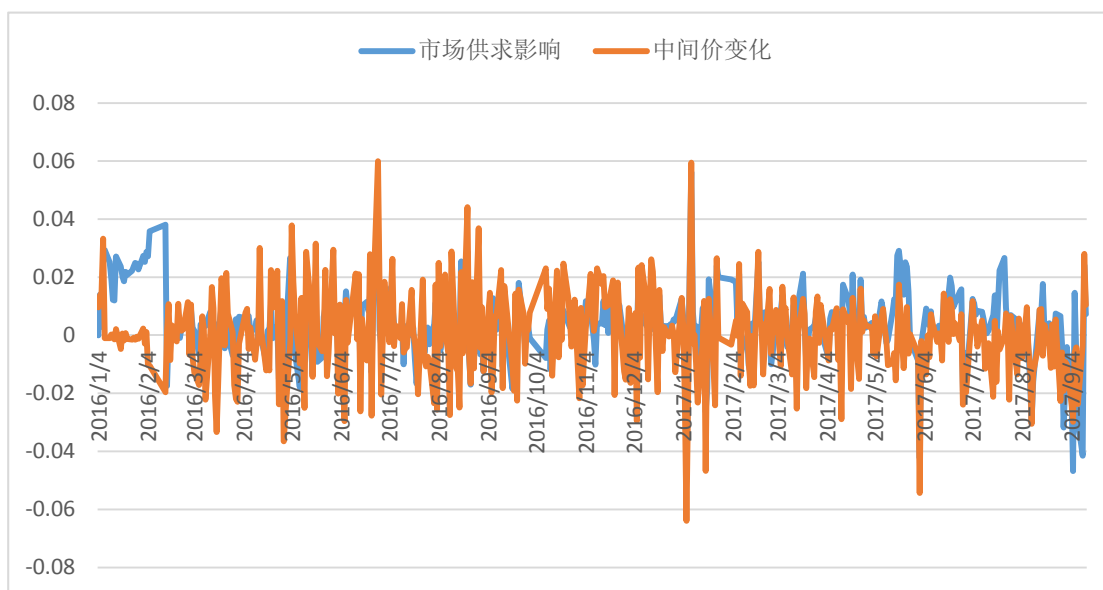
### 央行逆周期调控起到了关键作用

人民币对美元汇率的快速升值，央行的逆周期调控也起到了关键作用。8.11 汇改后，人民币对美元汇率中间价报价机制开始调整，做市商参考上日银行间外汇市场收盘汇率，向中国外汇交易中心提供中间价报价。2016 年 2 月开始，定价机制进一步明确为“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的机制。今年以来，规则不断完善，首先是 2 月份，将中间价对一篮子货币的参考时段由 24 小时缩短为 15 小时，避免了美元日间变化在次日中间价中重复反映。更重要的，则是 5 月底开始增加逆周期因子，也启动了此轮人民币兑美元快速升值通道。

在中间价报价模型中增加逆周期因子，主要目的是适度对冲市场情绪的顺周期波动，缓解外汇市场可能存在的“羊群效应”，而从 5 月份以来的中间价变化也可以看出，增加逆周期因子后的中间价变化，多数时候幅度小于基于收盘汇率的市场供求影响变化部分，与此前贬值超调时期明显相反，显示定价规则中，逆周期调节因素主导了升值走势。

事实上，央行的这种逆周期调控在 2016 年年初金融市场及汇率波动时期也曾发生过，只是当时还并没有明确提出增加逆周期因子。从 2016 年年初的中间价变化分解可以看到，当时收盘汇率显示的人民币汇率有明显的贬值走向，但央行实际的中间价变化仍然在逆向引导升值。

图表 4 人民币兑美元中间价变化分解



数据来源：WIND，新世纪评级整理

汇率的走势长期而言由基本面因素决定，但短期而言，受金融市场交易、资本波动等影响也较大，且容易形成过度波动或超调，因此人民币兑美元中间价定价机制中，增加逆周期因子，有助于对冲市场的非理性因素，引导汇率向合理水平回归。

从此轮人民币兑美元汇率快速升值来看，逆周期因子的加入，有效缓解了2015年汇改以来人民币汇率面临的贬值及超调压力，基本恢复到了2015年年底的水平。

与此同时，央行近期适时取消代客远期售汇业务外汇风险准备金的政策，也是对此轮超预期升值的再次逆周期调控。2015年10月，面对汇改后人民币的持续贬值压力，央行宣布将向代客远期售汇等业务征收20%的风险准备金，通过增加金融机构的资金成本，缓解当时过度售汇带来的贬值压力。而此次取消，则是在人民币快速升值后，央行再次释放的政策信号，既要避免过度贬值，也要避免过度升值。

### 人民币汇率总体均衡，回归双向波动

2015年汇改，是央行在人民币汇率形成机制上的重要改革，市场化方向进一步明确，虽然随后受宽松货币政策、债务风险、美元升值等因素影响，人民币汇率面临了较大的贬值压力，但期间国内基本面保持稳定，人民币汇率走势事实上短暂脱离了基本面。

此次央行在快速升值后的再次逆周期引导，显示央行可能认为当前汇率水平

已处于总体合理均衡水平，且从外部环境来说，美元指数的贬值预期也与前期大不相同，此时，顺势取消监管环境已发生变化的相关政策，有利于降低市场机构的交易成本。同时，今年上半年外贸形势的快速增长，前期人民币汇率贬值也营造了较好的出口价格环境，此次适时扭转人民币汇率的过度升值，也有利于外贸行业的继续增长。

不过更重要的，无论是前期单边贬值时期的逆周期调控，还是此轮单边升值后的政策再出手，都显示央行希望扭转市场“非升即贬，非贬即升”的单向思维，引导汇率回归双向波动。在基本面下行压力和结构性改革亮点同时并存的情况下，预期此轮人民币汇率继续单边升值的可能性不大，以此次准备金调整政策为信号，人民币有望回归基本面主导下的双边波动。