

如何看美元指数涨跌兑人民币汇率的影响？

——从三个层面认识有管理的浮动制度

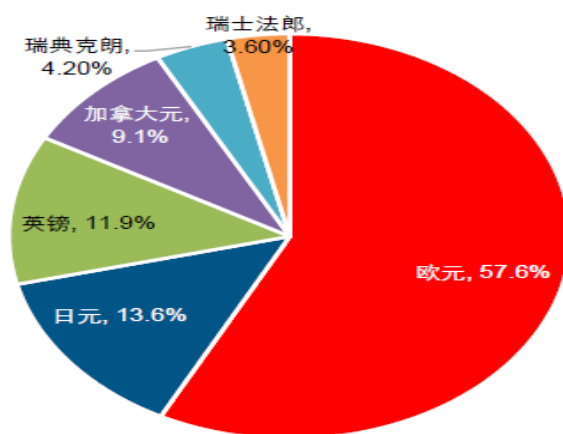
内容提要：

本文要回答的是美元指数的涨跌到底是怎样影响人民币汇率的？美元指数下跌会直接推升人民币汇率吗？为什么人民币兑美元升值的同时，会兑欧元等非美元的权重货币会升值？今年来人民币三种汇率指数上涨完全是由人民币兑美元汇率推动的吗？明年的人民币汇率兑美元汇率将呈现什么基本格局？

不少文章在谈到今年人民币为什么会涨，其中一个原因是美元指数的回落。这样的表述实际上是模糊甚至是不正确的。

首先，狭义美元指数的权重货币中就根本没有人民币的成分。因此，美元指数涨跌的本身并不会直接导致人民币汇率的涨跌。美元指数涨跌和欧元、日元和英镑等货币相关

图 1：美元指数权重货币构成



资料来源：银河期货研究所

其次，之所以会产生这些模糊的认识，是对一国的货币制度缺少一定的了解和研究。

我认为，要研究一个国家的汇率水平，最为关键的是了解这个国家的汇率制度及其管理体系。我们的汇率管理制度央行表述得很明确，是有管理得浮动制度(managed floating system, dirty floating)。

对我国的有管理浮动制度的了解必须从以下三个层面了解。

第一个层面，即我国的有管理浮动制度总体来看是通过对中间价的管理实现的。经过 2015 年的汇改后，中间价的管理央行明确是通过三个部分实现的：

一是昨天下午 16:30 中国外汇交易中心（CFETS）的人民币兑美元收盘价；这一部分体现了汇率的市场化；

二是根据人民币汇率保持对一篮子货币的稳定的要求，对中间价进行微调：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。即当美元指数当晚回升时，要求对人民币中间价进行向下调整，而当美元指数当晚回落时，要求对人民币中间价进行向上调整，以保持人民币汇率对一篮子货币的基本稳定。我们所说的美元指数涨跌对人民币的影响主要是体现在这方面，因此这一影响是间接的，而不是直接的；

三是逆周期因子。这是一个非市场化的因素，但央行去年下半年表示，已经推出了逆周期因子。从一年来的动向看，央行确实没有再动用过逆周期因子干预汇率市场，即退出直接干预，进入主要通过调整宏观审慎调节参数等进行间接调节。近一年多来，央行的调节主要是缓解人民币过快的升值压力。

表 1：央行近一年多来进行的间接调节

日期	措施
20201010	将银行远期售汇保证金从 20% 下跌到 0：
20211030	逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响

20201211	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20201231	按照贸易格局调整 CFETS 人民币指数的外币权重
20210104	颁布《关于进一步优化人民币跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》
20210105	将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5
20210107	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20210531	提升商业银行外汇存款准备金从 5%到 7%
20210602	发放新一轮 QDII 额度 103 亿美元

资料来源：银河期货研究所

对第二个层面,即我国的有管理浮动制度将人民币汇率的锚是什么? 以前,央行明确的锚是美元,因此是人民币作为非可兑换货币,人民币汇率实际上是盯住美元参与国际浮动。但汇改后,央行称不再盯住美元,而是“参考”一篮子货币进行有管理的浮动。注意,这里的表述是“参考”,而不是盯

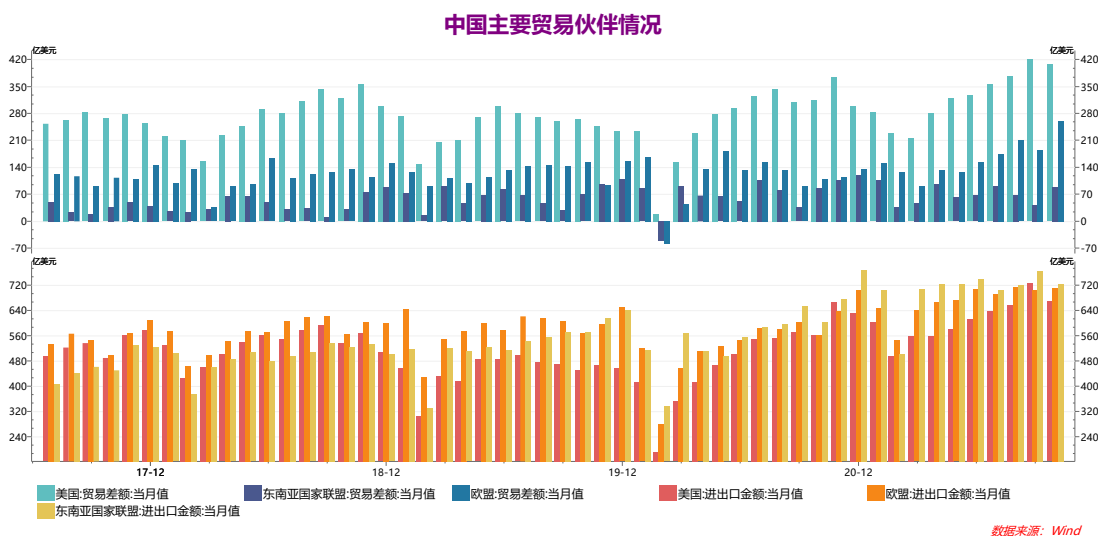
住，是一种灵活的表述。

那么，实际情况又如何呢？我们认为人民币依旧和美元保持着相对比较稳定的关系，人民币实际上是在保持相对稳定关系的基础上参与了国际浮动。

原因在于中美关系是最重要的对外经贸和对外金融关系。

首先，从经贸关系看，美国是中国第三大贸易伙伴，而且是中国最大的顺差来源国，也是除了港澳、日本和欧洲以外，主要的直接投资来源国。

图 1：中国主要的贸易伙伴

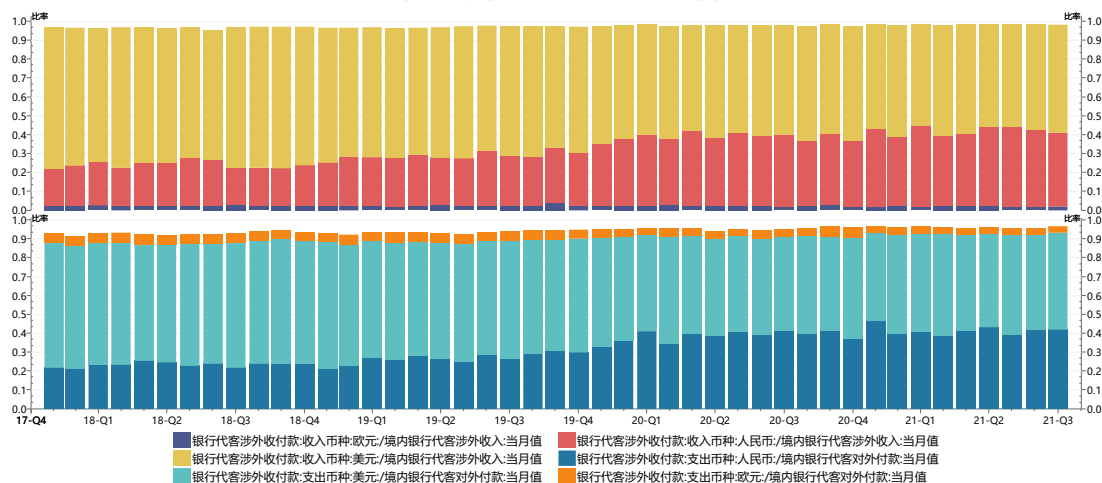


资料来源：银河期货研究所

其次，中国的对外结算货币美元和人民币占到最主要比重，美元的比重甚至超过人民币。最新月度数据显示，在对外收款和对外付款方面，美元分别占到 57%和 51%，人民币分别占到 39%和 42%。欧元仅仅分别占 2%和 3%。

图 2：对外收付款中美元、人民币、欧元占比

对外收付款中美元、人民币、欧元占比



数据来源: Wind

资料来源: 银河期货研究所

第三,之所以美元的地位如此重要,以至于中国外汇交易中心(CFETS)对各种中间价的制定规则是不一样的,根据中国外汇交易中心公告,唯有美元的中间价是通过做市商的报价加权平均产生的,其他货币,包括欧元是仅仅是通过做市商报价平均产生的,而对港元的中间价报价是通过人民币兑美元的中间价进行套算产生的:

人民币对美元汇率中间价的形成方式为:交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向外汇市场做市商询价。外汇市场做市商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。交易中心将全部做市商报价作为人民币对美元汇率中间价的计算样本,去掉最高和最低报价后,将剩余做市商报价**加权平均**,得到当日人民币对美元汇率中间价,权重由交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。

人民币对港元汇率中间价由交易中心分别根据当日人民币对美元汇率中间价与上午9时国际外汇市场港元对美元汇率套算确定。

人民币对欧元、日元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、瑞士法郎、加拿大元、林吉特、俄罗斯卢布、兰特、韩元、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉、墨西哥比索和泰铢汇率中间价形成方式为:交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向银行间外汇市场相应币种的做市商询价,去掉最高和最低报价后,将剩余做市商**报价平均**,得到当日人民币对欧元、日元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、瑞士法郎、加拿大元、林吉特、俄罗斯卢布、兰特、韩元、阿联酋迪拉

姆、沙特里亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉、墨西哥比索和泰铢汇率中间价。

第四，在中国外汇交易中心制定的人民币汇率指数中，尽管美元的权重已经下调到 18.79%，但是考虑到部分货币和美元保持盯住等关系，如港元（HKD）、沙特里亚尔（SAR）、阿联酋迪拉姆（AED）等，其实际占比依旧达到 27%，在参考国际清算银行(BIS)的人民币汇率篮子中，这一比率达到 22.3%。

表 2：三种人民币汇率指数美元权重占比

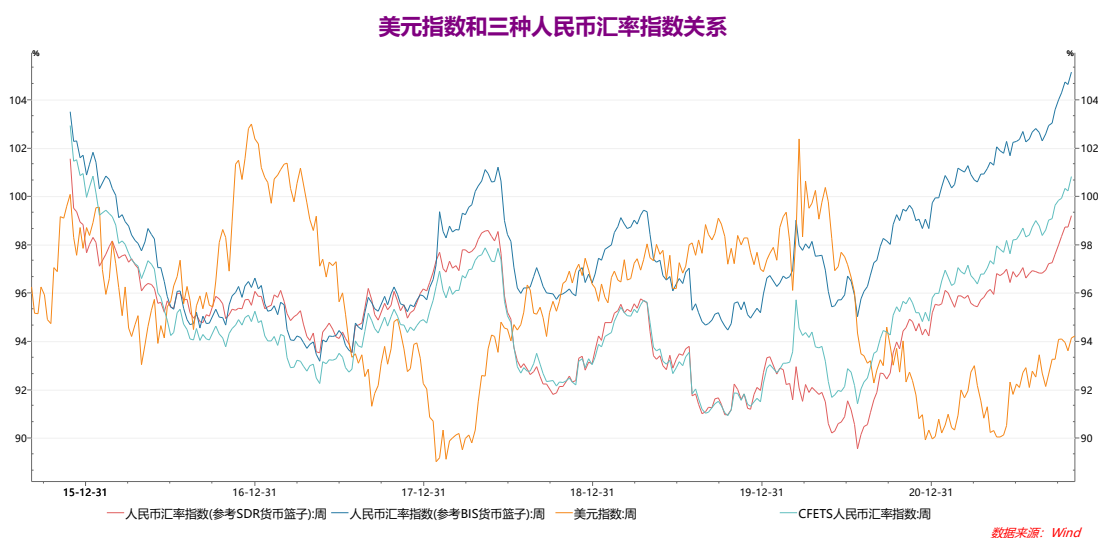
指数	美元占比%	实际美元占比%（考虑到部分权重货币盯住美元）
CFETS	18.79	27
参考 BIS 的人民币汇率指数	19.68	22.3
参考 SDR 的人民币汇率指数	46.85	46.85

资料来源：银河期货研究所

从实证的角度看，我们也可以清楚地看到人民币实际上和美元保持相对稳定关系的基础上参与了国际浮动。

首先，从美元指数和人民币汇率指数看，如下图所示，美元指数的波动和人民币汇率指数总体上保持着同步和一定相关性，而并不存在美元指数跌和人民币汇率指数涨的关系。

图 3：美元指数和三种人民币汇率指数关系



资料来源：银河期货研究所

其次，从人民币和欧元、澳元、日元和英镑等美元指数的权重货币看，美元指数跌时候，人民币兑这些非美元的美元指数权重货币也是跌的。如果我们有大量的理由说明人民币兑美元升值，如贸易顺差、利差正差、经济稳定，但这些理由无法说明人民币为什么兑欧元要贬值。我们对欧明也保持密切

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_29366

