

宏观研究年度专稿之一

在合理均衡的水平上进行双向有管理得浮动

——2020 年人民币汇率展望

内容提要：

从近 2 年的人民币汇率走势看，维持在合理均衡水平上的稳定，保持或增强人民币汇率的弹性，实行有管理的浮动的脉络十分清晰。在新的形势下，人民币一方面缺乏持续升值的基础，一方面也不可能进行无序下浮，实行有管理的浮动是符合中国国情的最优选择。我们认为，在 2020 年，人民币有望继续维持有管理的浮动，尽管可能出现一些新的情况。

### 一. 温故而知新——双向浮动的特征清晰可见

要分析和预测一国的汇率走向，最关键的是了解一国的汇率管理制度。我国的汇率制度近年来在央行的货币执行报告和中央政治局会议等一直阐明得十分清楚，即保持在均衡合理水平上得基本稳定，保持或增强汇率弹性，进行有管理得浮动。具体而言，就是以市场供需为基础，对一篮子货币保持相对稳定，而对美元进行双向有管理得浮动。

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，在今年 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，把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。

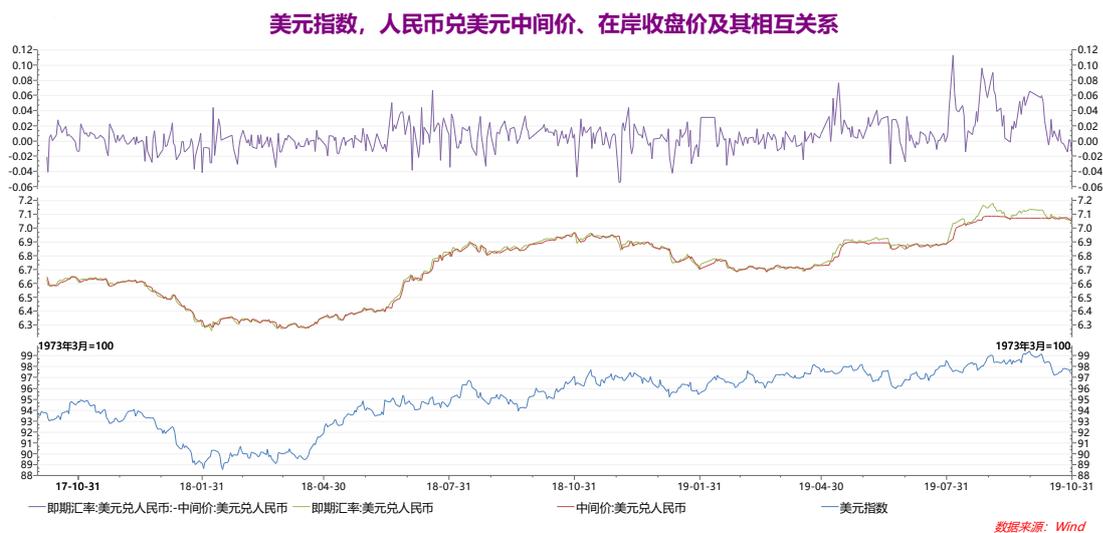
我们认为，“蛇出洞”后新的合理均衡水平可能定在 6.95 元左右，2019 年，人民币兑美元汇率同样走出了先扬后抑的走势，在 5 月前，受到中美谈

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 元心理关口。

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 年人民币汇率有管理浮动的下限。2019 年，人民币汇率围绕着 6.95 元的相对合理水平，在 6.7 元和 7.2 元进行双向浮动的特征与路径便十分清晰。

图 1：美元指数，人民币兑美元中间价、在岸收盘价及其相互关系



资料来源：银河期货研究所 WIND

## 二. 在合理均衡水平上保持相对稳定，进行有管理的浮动是最符合国情的现实选择

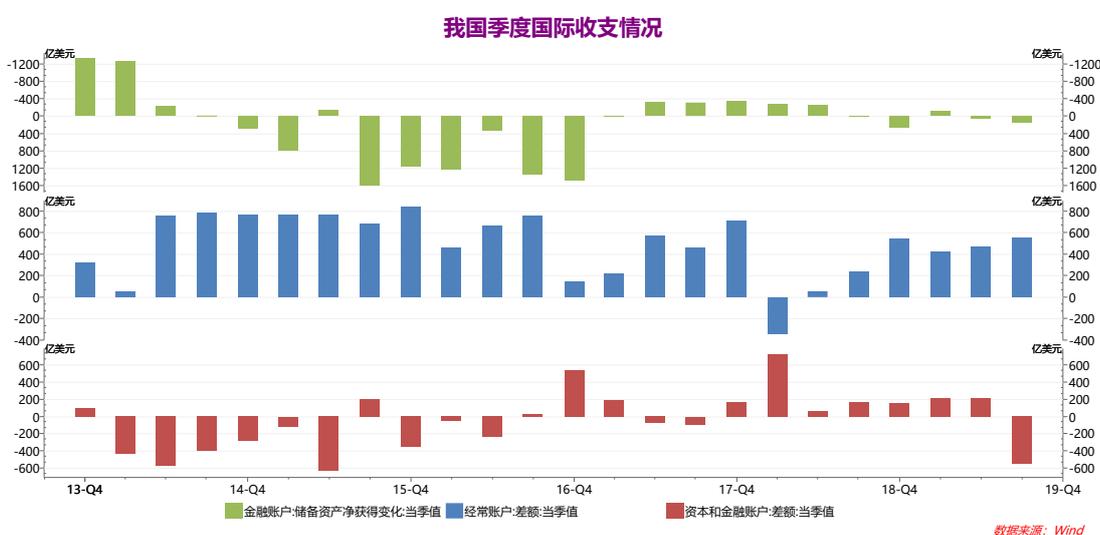
人民币汇率一方面要坚持市场化改革方向，一方面又要保持相对稳定，管理的浮动，是从固定汇率制向完全自由的“清洁浮动”过渡的中间制度，应当是目前最符合国情的选择。这是因为从中短期看，人民币缺乏持续升值的基础，而另一方面，市场又存在着人民币汇率不稳定的预期，在目前的情况下，汇率无序下浮对整个宏观经济可能带来不利的影响。

### 一) 从中短期基本面看，人民币缺少持续升值的基础

首先，从我国的国际收支情况看，受到世界经济减缓、贸易保护主义沉渣泛起、中美关系不稳定以及我国经济面临下行压力等因素影响，我国国际收支总体表现出新特点：经常项目衰退性顺差，在抢出口效应消失后，不排除部分季度或年份逆差的可能性，非储备性质金融账户同

样出现衰退性顺差并趋于逆差的势头，而储备资产增长极为有限，甚至出现减少的情况。即 2013 年前，支撑人民币持续升值的经常项目和非储备金融性质较大规模顺差，储备资产大幅度增加的格局难以在短期内重现。

图 2：季度我国国际收支情况



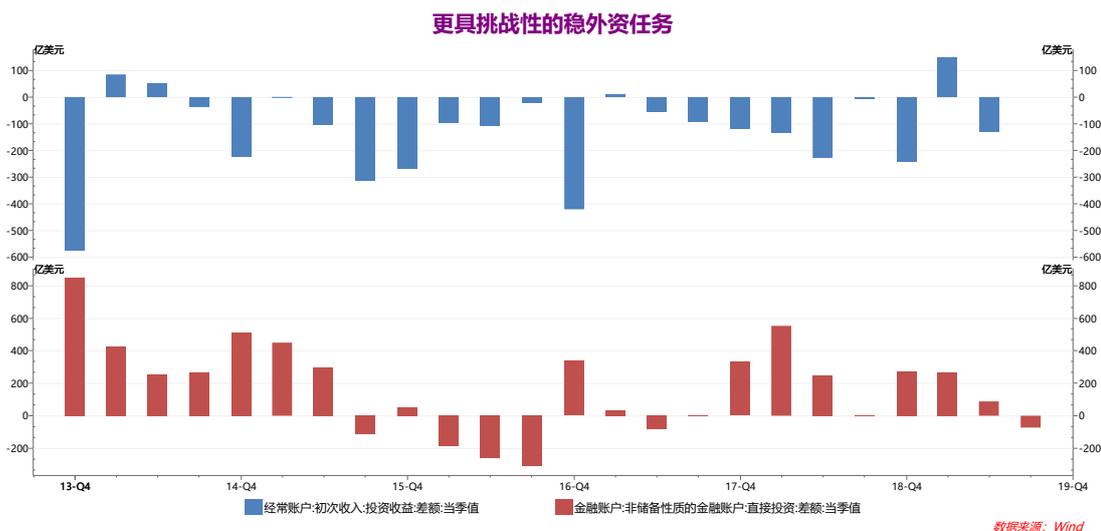
资料来源：银河期货研究所 WIND 外汇管理局

注：三季度数据引用的是初步数而非正式数

从 2019 年前三个季度看，储备资产减少了 130.13 亿美元，而去年前三个季度却增加了 588.97 亿元。

相对于稳外贸，无论是从经常项目的投资收益逆差，还是从非储备项目的直接投资项目看，稳外资的任务更具有挑战性。

图 3：更具挑战性的稳外资任务

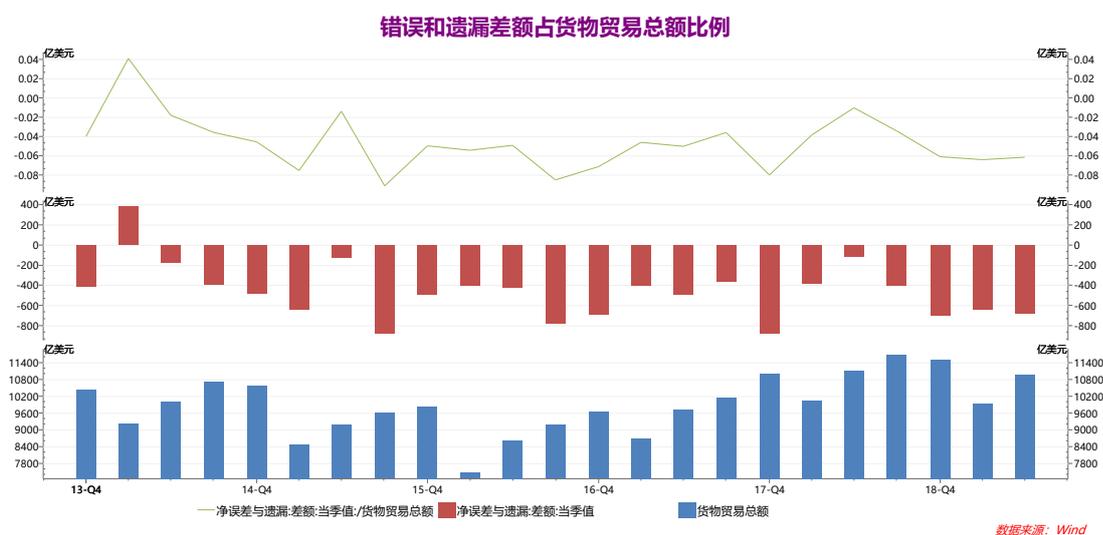


资料来源: 银河期货研究所 WIND 外汇管理局

注: 三季度数据引用的是初步数而非正式数

我们还应该注意到我国的国际收支在编制上出现的几个费解的问题: 一是“错误和遗漏”项占货物贸易总额之比创下了 9% 的历史新高;

图 4: 错误和遗漏差额占货物贸易总额比例



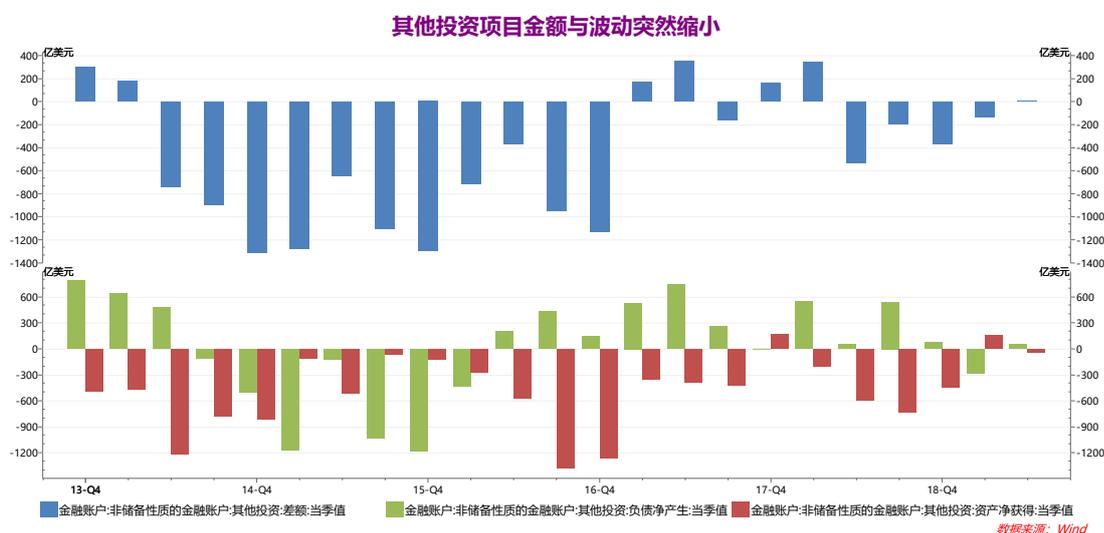
资料来源: 银河期货研究所 WIND 外汇管理局

二是从前几个季度国际收支的初步数和正式数出现巨大出入, 一季度和二期

度国际收支的初步数为经常项目顺差和非储备性质金融账户逆差，而正式数却均表现为经常项目和非储备项目均为顺差；从结构看，导致正式数和初步数较大差异的关键在于对“其他投资”项目的认定上。

三是以往数量巨大的“其他投资”在 2019 年突然变得数量极小，波动也极小。而“其他投资”项是最为庞杂和难以管理的项目。

图 5：其他投资项目金额与波动突然缩小

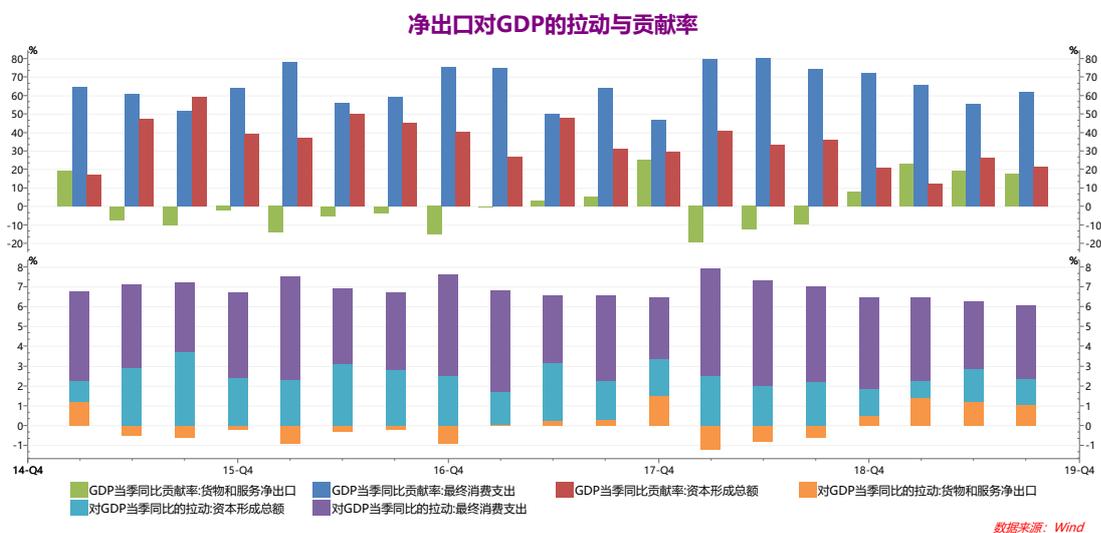


资料来源：银河期货研究所 WIND 外汇管理局

其次，国内经济面临着下行压力，在汇率政策上要保持内部平衡和外部平衡的基础上，央行在三季度货币政策执行报告中也强调了要“以我为主”。汇率政策有望在减缓经济下行压力的逆周期调节中发挥出独特的作用。

从下图看，三季度，净出口对 GDP 当季同比的拉动为 1.05%，高于去年同期的 -0.6%，但是低于前 2 个季度的拉动；对 GDP 的贡献率为 17.5%，也明显低于前 2 个季度。

图 6：净出口对 GDP 的拉动与贡献率



资料来源：银河期货研究所 WIND 国家统计局

一方面净出口在对 GDP 同比增长方面依旧发挥出重要的作用，另一方面，也应当看到随着“抢出口”效应的减弱和消失，净出口的对 GDP 的推动力也在下降。因此，为了维持净出口对 GDP 的一定的推断力，在目前的背景下，汇率也不可能出现持续升值的格局。

在逆周期调节中，利率可能存在着下浮的压力，也可能因此对人民币汇率产生新压力。尽管目前我国的相对利率水平并不低。

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\\_8798](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8798)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn