



Research and  
Development Center

# 汇率变局

## ——兼论人民币汇率的前世今生

2022年4月1日

解运亮

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观首席分析师  
执业编号: S1500521040002  
联系电话: 010-83326858  
邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 宏观研究助理  
联系电话: +86 13682411569  
邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编: 100031

# 汇率变局——兼论人民币汇率的前世今生

2022年4月1日

- **1994年汇率并轨以来，人民币汇率机制几经变迁，可划分为六个阶段。**  
199312-199803：汇率并轨，实施以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。199803-200507：亚洲金融危机后，中国承诺人民币不贬值，实行固定汇率制。200507-200812：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。200812-201006：全球金融危机后，参照亚洲金融危机应对经验，实行固定汇率制。201006-201508：重启汇改，增强人民币汇率弹性。201508-今：811汇改，完善人民币兑美元汇率中间价报价机制。
- **后疫情时代，人民币走出了一轮荡气回肠的升值态势。**2020年二季度之后，随着中国疫情得到有效控制，中国经济供应链优势在全球范围内凸显，人民币逐渐展现出强势姿态，尽管中间不乏波折，但总体升值态势十分明显。尤其是2021年8月中旬后，人民币和美元走势出现大幅背离，尤为引人瞩目。我们对人民币即期汇率的变动进行分解，拆分为市场贡献和中间价贡献。结果显示，此轮人民币升值并非央行主导，而是市场力量自发驱动，政策调控更多是对冲市场的升值压力或顺势贬值，若无中间价对冲，汇率升值幅度将更大。
- **疫情后这轮人民币升值绝非偶然，背后最核心的驱动力是供应链优势下的出口强势。**诚然，如历史多次发生的那样，最近这轮汇率升值是一系列因素共同作用的结果，具体包括：国内疫情防控持续好于海外，供应链优势凸显，金融开放提高了人民币资本项目可兑换程度，外资流入中国增多，等等。然而，若论及短期最核心的驱动力，则应归于供应链优势下的出口强势。出口强势带来了贸易顺差高企、外汇流入增多的局面，这与2008年前颇有相似之处。出口强势下，结汇需求较强，直接推动了人民币升值。
- **2022年一系列支撑人民币汇率的因素均发生扭转，人民币汇率可能迎来趋势之变。**一是中国疫情防控领先的比较优势在2022年可能被打破，发达国家“共存”策略正在奏效，新兴经济体有望逐渐收窄免疫鸿沟。二是2022年以来资本外流压力增大，尤其体现在证券市场的资本外流，须警惕人民币出现贬值预期。三是2022年出口增速可能前高后低，对人民币汇率的支撑减弱。四是美国货币政策明显紧于中国，可能推动人民币转为贬值。从汇率实际走势看，3月中旬以来汇率方向出现扭转迹象，市场力量从驱动升值转为驱动贬值，汇率贬值可能再次回归市场视野之中。
- **风险因素：**疫情再度恶化，政策推进不及预期。

## 目录

一、人民币汇率机制的历史变迁	4
1.1 199312-199803: 贸易顺差逐渐扩大, 人民币小幅升值	4
1.2 199803-200507: 人民币汇率长期固定不变, 升值压力日渐累积	6
1.3 200507-200812: 经常项目和资本项目双顺差下, 人民币持续升值	7
1.4 200812-201006: 人民币汇率再次基本固定不变	9
1.5 201006-201508: 人民币从升值转为贬值	10
1.6 201508-今: 811 汇改后, 人民币汇率走向双向波动	11
二、后疫情时代人民币走出一波升值态势的根源	12
2.1 2021 年人民币汇率一波三折, 总体趋势是升值	12
2.2 人民币汇率变动的分解思路	15
2.3 此轮人民币升值最核心的驱动力是出口强势	16
三、2022 年人民币汇率可能迎来趋势之变	18
3.1 中国疫情防控领先的比较优势在 2022 年可能被打破	18
3.2 2022 年以来资本外流压力增大, 警惕人民币出现贬值预期	20
3.3 2022 年出口增速可能前高后低, 对人民币汇率的支撑减弱	22
3.4 美国货币政策明显紧于中国, 可能推动人民币转为贬值	23
3.5 3 月中旬汇率拐点出现, 远期市场隐含人民币贬值预期	24
风险因素	25

## 图目录

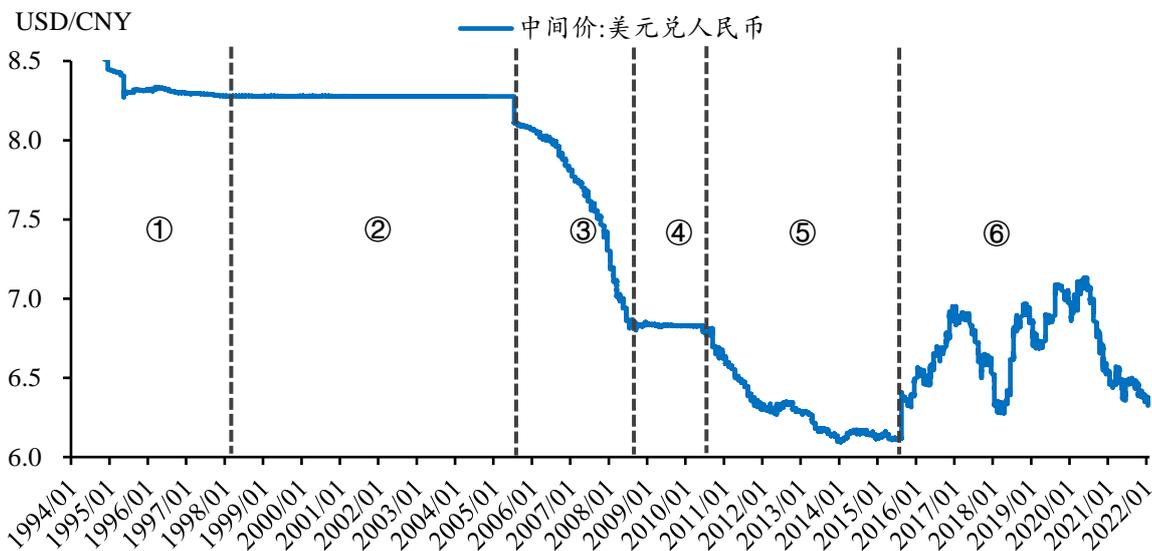
图 1: 人民币汇率形成机制的历史变迁	4
图 2: 199312-199803, 人民币一次性大幅贬值后小幅升值	5
图 3: 1994-1997 年中国贸易顺差逐渐扩大	5
图 4: 1994 年开始外汇储备规模快速上升	6
图 5: 199803-200507, 人民币汇率长期固定不变	6
图 6: 出口开始腾飞后, 人民币升值压力日渐累积	7
图 7: 200507-200812, 人民币持续升值	8
图 8: 中国曾长期处于双顺差局面	8
图 9: 2006-2008 年间直接投资差额扩大、证券投资差额转正	9
图 10: 200812-201006, 人民币汇率再次固定不变	9
图 11: 相比美元, 人民币兑其他外币波幅要大得多	10
图 12: 中国经济率先从全球金融危机中复苏	10
图 13: 201006-201312, 人民币再次升值	11
图 14: 2014 年外汇占款规模开始下滑, 随后长期保持稳定	11
图 15: 811 汇改后, 人民币汇率走向双向波动	12
图 16: 2014H2-2016H2, 央行入市干预应对贬值压力	12
图 17: 2021 年人民币汇率一波三折, 总体趋势是升值	13
图 18: 2021 年人民币对一篮子货币汇率基本呈现升值趋势	13
图 19: 2021Q4 以来通胀和加息预期推动美债收益率上升, 支撑美元指数走强	14
图 20: 历史上央行 5 次上调外汇存准率, 旨在抑制人民币升值态势	15
图 21: 811 汇改以来逆周期因子的数次引入与淡出使用	16
图 22: 此轮人民币升值并非央行主导, 而是市场力量自发驱动	16
图 23: 2020 年下半年以来, 我国出口持续保持高景气	17
图 24: 2020 年下半年起外汇存款不断上升	17
图 25: 2021 年起外汇占款不断上升	18
图 26: 2022 年一季度国内疫情明显反弹	18
图 27: 发达国家受本轮疫情冲击较早, 恢复较快	19
图 28: 相比发达经济体, 中国疫情防控始终保持高强度	20
图 29: 2022 年全球免疫鸿沟有望收敛	20
图 30: 过去两年我国对外资吸引力增强, 直接投资顺差增加、证券投资维持顺差	21
图 31: 2022 年 2 月债券通境外持有量显著下滑	21
图 32: 2022 年 3 月以来陆股通连续净流出	22
图 33: 2021 年中国出口份额大幅提高后小幅下降	22
图 34: 2022 年中国出口增速预测	23
图 35: 2022 年美国货币政策将明显紧于中国	24
图 36: 3 月份以来中美利差不断收窄, 人民币汇率趋势出现变化	24
图 37: 3 月中旬以来汇率方向已扭转	25
图 38: 远期市场隐含人民币贬值预期	25

## 一、人民币汇率机制的历史变迁

1994年以来，人民币汇率形成机制几经变迁，总体可划分为六个阶段：

- 1) 第一阶段：199312-199803，汇率并轨，实施以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。
- 2) 第二阶段：199803-200507，亚洲金融危机后，中国承诺人民币不贬值，实行固定汇率制。
- 3) 第三阶段：200507-200812，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。
- 4) 第四阶段：200812-201006，全球金融危机后，参照亚洲金融危机应对经验，实行固定汇率制。
- 5) 第五阶段：201006-201508，重启汇改，增强人民币汇率弹性。
- 6) 第六阶段：201508-今，811汇改，完善人民币兑美元汇率中间价报价机制。

图 1：人民币汇率形成机制的历史变迁



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 1.1 199312-199803：贸易顺差逐渐扩大，人民币小幅升值

1994年是汇率改革取得重大进展的一年。1993年11月十四届三中全会通过《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确了汇率改革的方向。在此基础上，国务院于同年12月发布《关于进一步改革外汇管理体制的通知》。从1994年1月1日起，我国外汇管理体制发生了如下变化：

- 1) 人民币官方汇率与外汇调剂价格正式并轨，我国开始实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制。1994年以前官方汇率与调剂汇率并存，并轨后官方汇率一次性大幅贬值，美元对人民币由5.8变化至8.7。
- 2) 取消外汇分成，实行银行结、售汇制度。境内各类外汇收入须及时调回境内、全部结售给外汇指定银行；取消经常项目对外支付用汇的计划审批，境内各单位可到外汇指定银行用人民币办理兑付。
- 3) 设立中国外汇交易中心，建立全国统一的银行间外汇市场。取消之前的外汇调剂市场，1994年4月中国外汇交易中心系统正式运行。
- 4) 每日公布人民币对美元交易中间价，每日波动幅度不超过0.3%。各外汇指定银行以此为依据，在央行规定的浮动幅度范围内自行挂牌，对客户买卖外汇。

199312-199803，人民币一次性大幅贬值后小幅升值。国政府将官方外汇市场和外汇调剂市场并轨后，1994年人

人民币兑美元汇率从 8.7 小幅升至 8.3 附近。

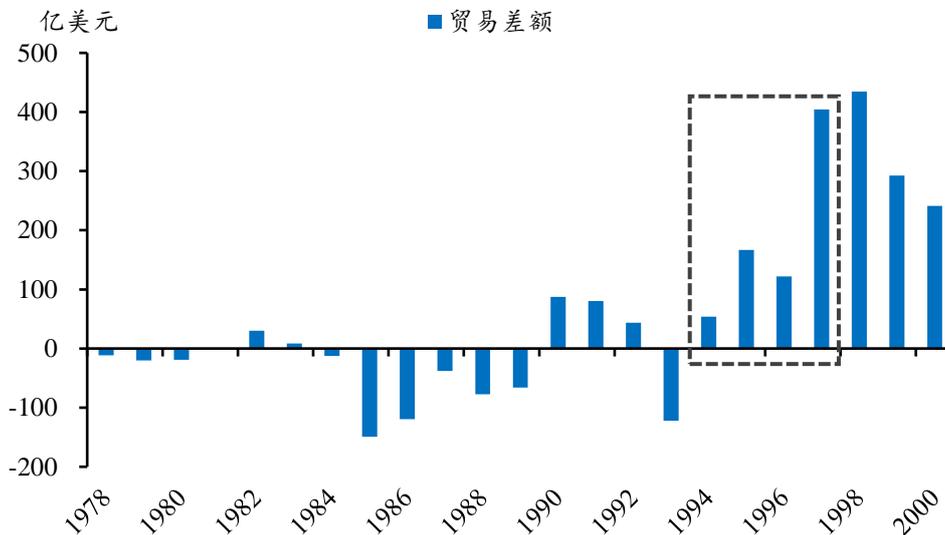
这一时期人民币小幅升值，源于经常项目不断改善。1994 年中国实现贸易顺差，此后到亚洲金融危机爆发前，贸易顺差总体上不断扩大。由于取消外汇分成、实行银行结售汇制度，贸易顺差大量转化为外汇储备，期间我国外汇储备规模快速上升，从 1993 年末的 212 亿美元到 1996 年末升破 1000 亿美元。1996 年 12 月，我国宣布接受国际货币基金组织第八条款，实现人民币经常项目可兑换，不再对经常项目国际支付和转移予以限制，外汇储备规模在接下来的几年时间内趋于稳定上升。

图 2：199312-199803，人民币一次性大幅贬值后小幅升值



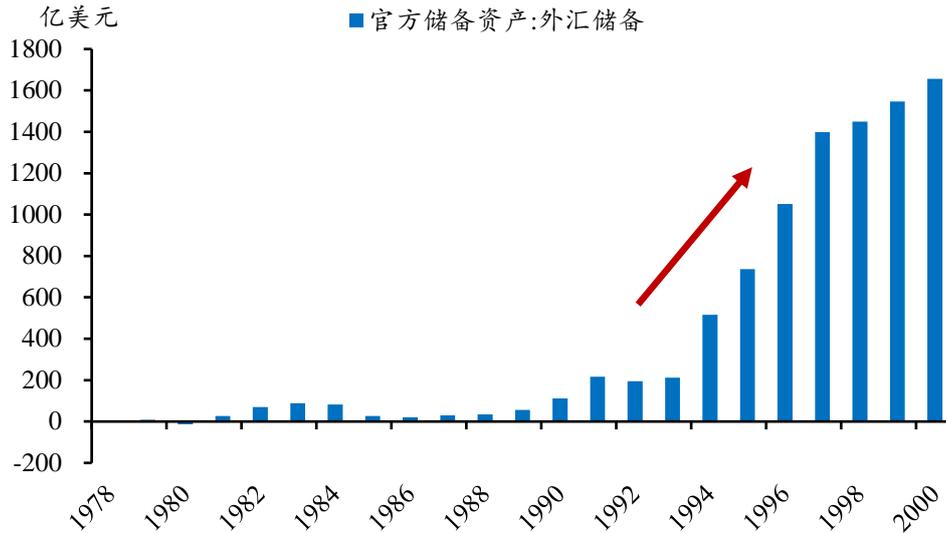
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3：1994-1997 年中国贸易顺差逐渐扩大



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4：1994 年开始外汇储备规模快速上升



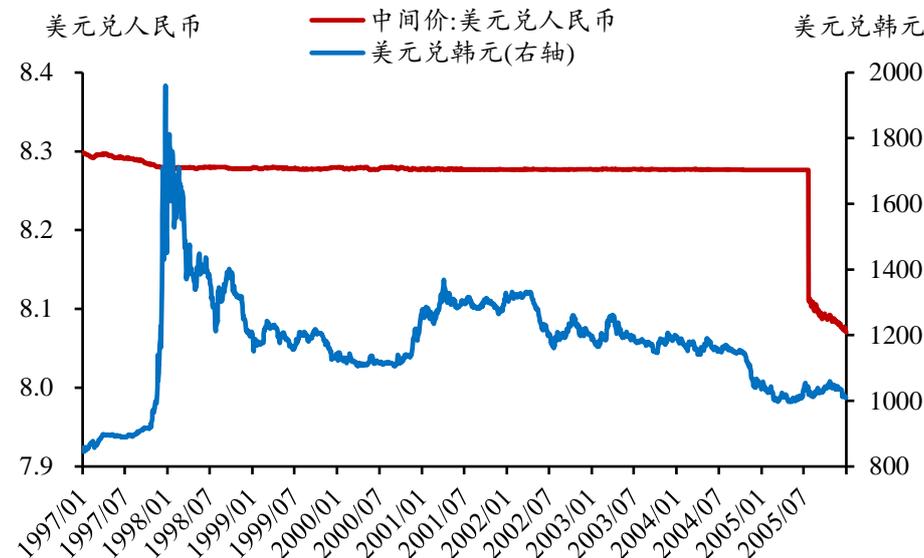
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 1.2 199803-200507: 人民币汇率长期固定不变, 升值压力日渐累积

199803-200507, 人民币汇率长期固定。1998 年 3 月 17 日, 新上任的国务院总理朱镕基承诺人民币不贬值, 此后人民币对美元汇率长期固定在 8.28 附近不变。与其他币种相比较, 同期韩元则经历了大幅动荡, 对 1 美元价格从 900 韩元一次性升至接近 2000 韩元, 随后降至 1100 韩元左右。

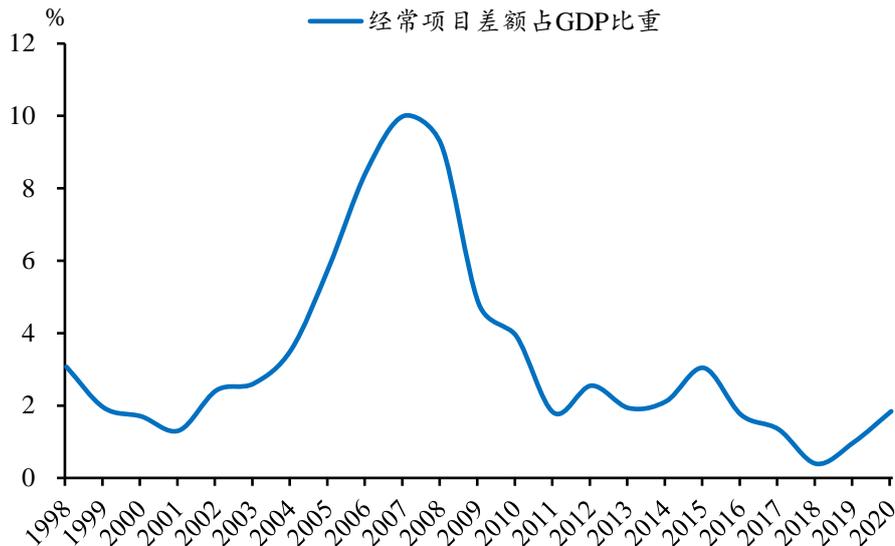
人民币升值压力日渐累积, 最终触发了 2005 年 7 月汇改。中国加入 WTO 后, 出口开始腾飞, 经常项目顺差占 GDP 比重不断提高, 甚至出现了经常项目和资本项目双顺差局面, 人民币升值压力日渐累积, 最终触发了 2005 年 7 月汇改, 央行放弃固定汇率制。

图 5：199803-200507, 人民币汇率长期固定不变



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6：出口开始腾飞后，人民币升值压力日渐累积



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

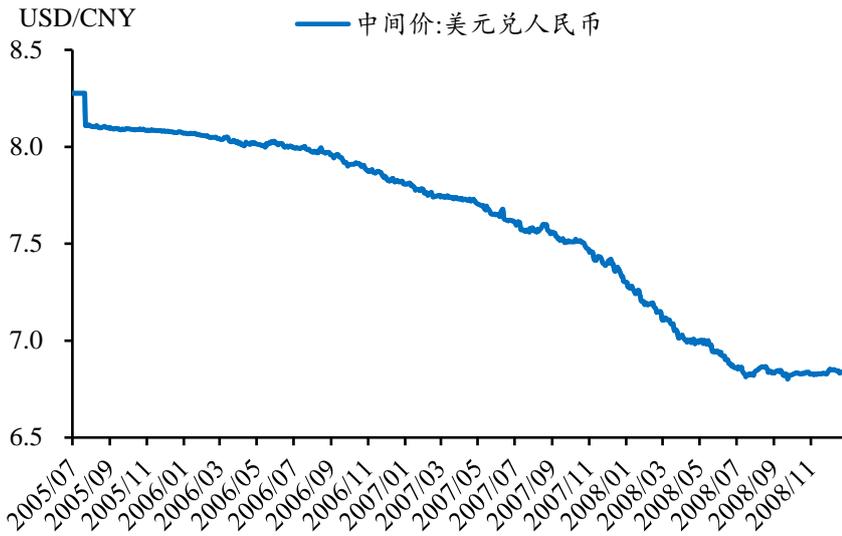
### 1.3 200507-200812：经常项目和资本项目双顺差下，人民币持续升值

在人民币汇率长期固定不变的时期，中国也承受着来自国际社会的压力。2005年4月初，美国参议院辩论国务院两年支出法案期间，提出一项修正案：要求人民币在6个月内升值，否则将对对中国进口商品增收27.5%的惩罚性关税。当月15日，七国集团（G7）财长会议在美国华盛顿举行，各国财长联合对中国施压，明确要求人民币升值。

2005年7月21日，央行发布《关于完善人民币汇率形成机制改革的公告》，再次启动汇率改革：

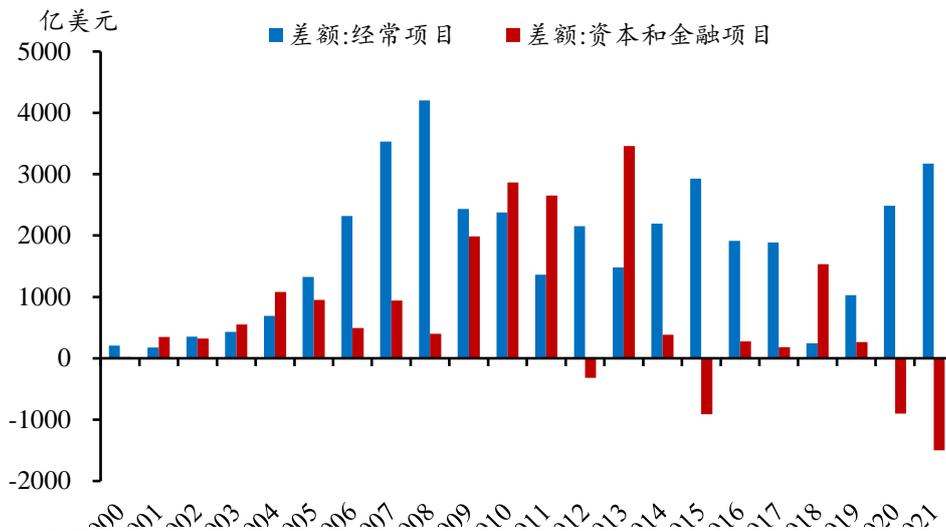
- 1) 开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。此前“单一的浮动汇率制度”变为“参考一篮子货币进行调节”，不再单一盯住美元，形成更富弹性的人民币汇率机制。
- 2) 央行根据每个工作日美元等交易货币对人民币汇率的收盘价，作为下一工作日交易的中间价。
- 3) 美元对人民币交易价格调整为1美元兑8.11元人民币。一次性升值，日前交易价格在8.27元左右。26日央行对汇率改革问题发表声明，曾解释汇率在改革初始就作2%的调整，是根据汇率合理均衡水平测算出来的，这一调整幅度主要从我国贸易顺差程度和结构调整的需要来确定，同时考虑了国内企业的承受和调整适应能力。
- 4) 每日美元对人民币交易价仍在中间价上下0.3%的幅度内浮动。非美元货币则是在中间价上下“一定幅度”内浮动。

**200507-200812，人民币持续升值。**2005年7月实行汇率改革后，直到全球金融危机爆发前，人民币汇率持续升值，从8.28元升至6.84元。期间人民币汇率市场化改革不断完善，兑现了央行“渐进性”改革的承诺，包括：2005年8月引入远期外汇交易；2006年1月4日询价交易方式（OTC）和做市商制度同时引入银行间即期外汇市场，人民币汇率中间价自此由做市商银行报价加权得出，一举改变由上一日收盘价作为中间价的方式；2007年5月将日波幅由0.3%调整至0.5%，同年6月开始实施QDII制度；2008年4月《外汇管理条例》修订通过并生效，取消强制结售汇制度，明确企业和个人可以按规定保留外汇或将外汇卖给银行，即意愿结售汇。

**图 7：200507-200812，人民币持续升值**


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

这一时期人民币持续升值，源于经常项目和资本项目双顺差。汇率低估和缓慢升值一方面使中国得以维持强大的出口竞争力，另一方面又吸引了相当数量的热钱流入，这又进一步增强了升值压力。从非储备性质金融账户上看，2006-2008 年间直接投资差额基本呈现扩大态势，2007 年开始实行 QDII 制度后，证券投资差额也持续转正。

**图 8：中国曾长期处于双顺差局面**


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\\_39931](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_39931)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>