



**申银万国期货**  
SHENYIN & WANGUO FUTURES

# 外汇期货市场与 我国外汇制度的演变

申银万国期货 研究所

金融期货研究部 汪洋

F0306430 Z0002320

二零二零年三月

# 主要内容

● 外汇期货在衍生品市场的地位

● 国内汇率风险管理工具概览

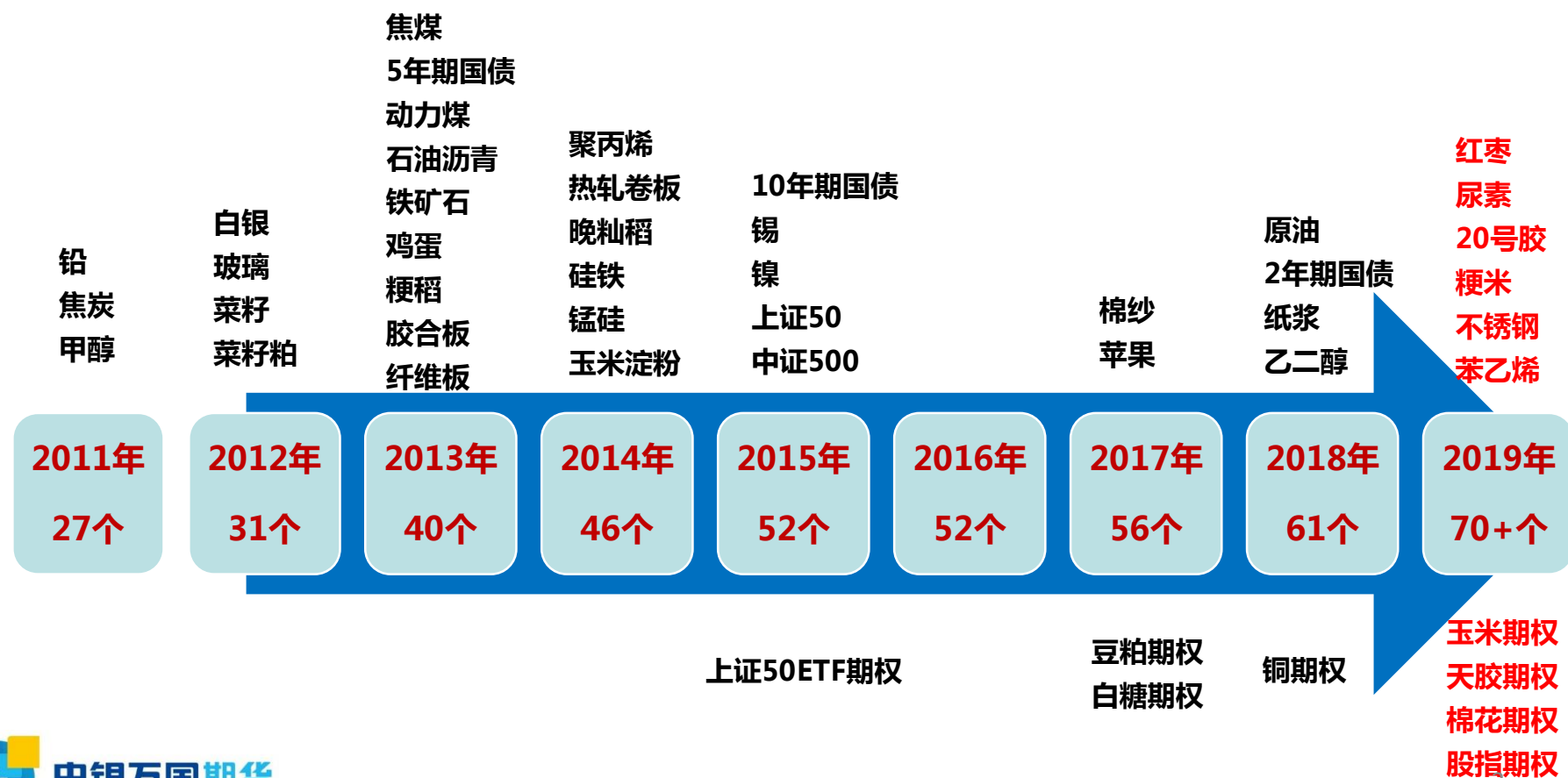
● 人民币汇率制度改革回顾

# 国内衍生品品种不断丰富，股指期权上市运行

- ❖ 从1992年铝期货上市到苯乙烯期货；从商品期货、金融期货到金融期权、商品期权；从境内到境外，近三十年来，我国衍生品市场成为全球第二大期货期权交易市场。
- ❖ 方星海：建设一个品种工具齐备、功能发挥充分、运行安全高效的期货市场是服务更高质量、更高层次开放型经济的现实要求。

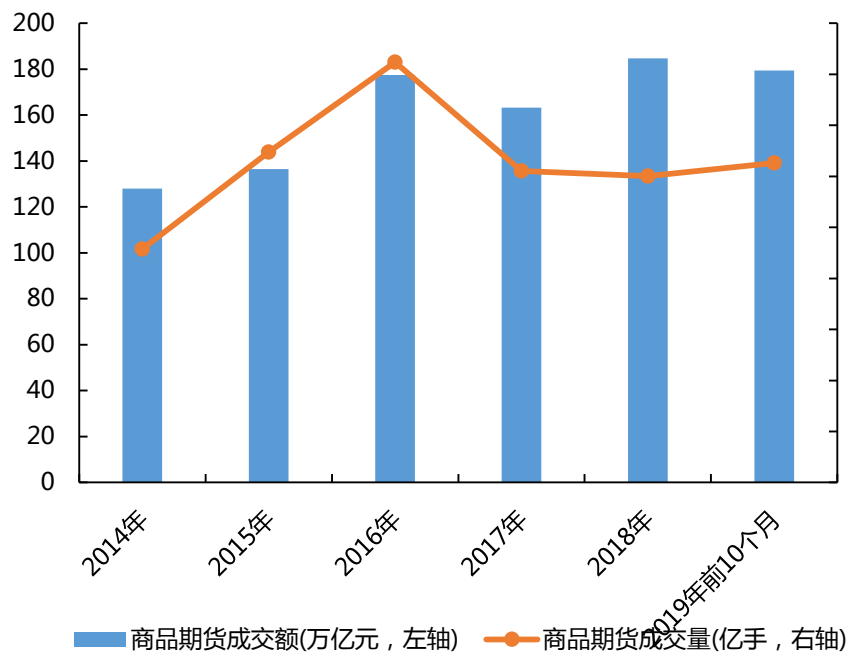
期货新品种

期权新品种

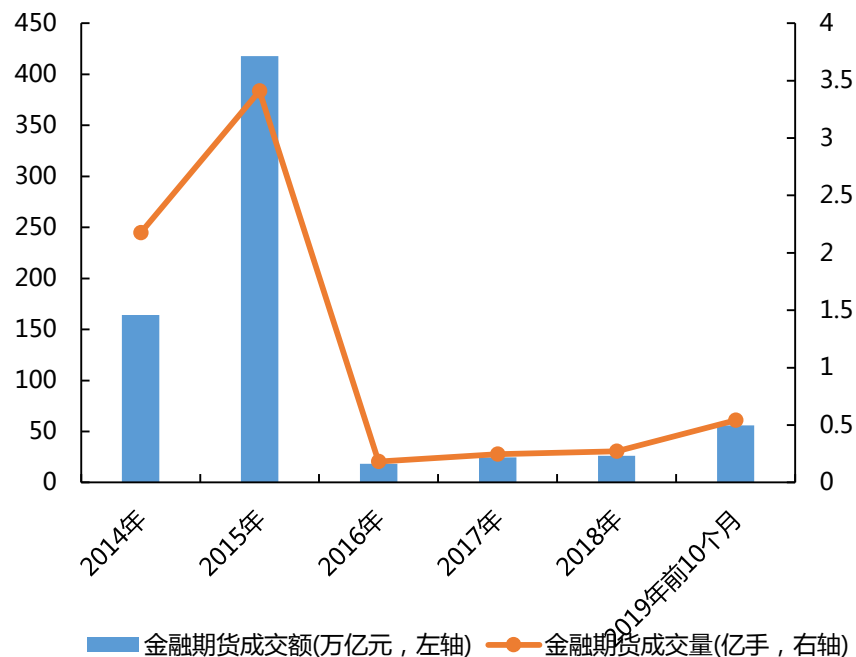


# 金融衍生品逐渐丰富，外汇期货仍然缺席

## 商品期货成交量和成交金额



## 金融期货成交量和成交金额



资料来源：中国期货业协会，申万期货研究所

- **商品期货**：成交量30亿手、成交金额180万亿
- **金融期货**：2015年限仓，2016年熔断，2017年2月开始至今四次放开

# 外汇期货具有较大的发展潜力

金融衍生品发展：外汇期货（1972）——股票期权（1973）——利率期货（1975）——股指期货（1982）

1972年5月，芝加哥商品交易所国际货币市场分部推出外汇期货。

国际贸易发展和世界经济一体化，外汇期货交易发展迅速。

1981年2月，芝加哥商业交易所开设欧洲美元期货交易。

澳大利亚、加拿大、荷兰、新加坡等国家和地区也开设了外汇期货交易市场。

1978年，纽约商品交易所增加外汇期货业务。

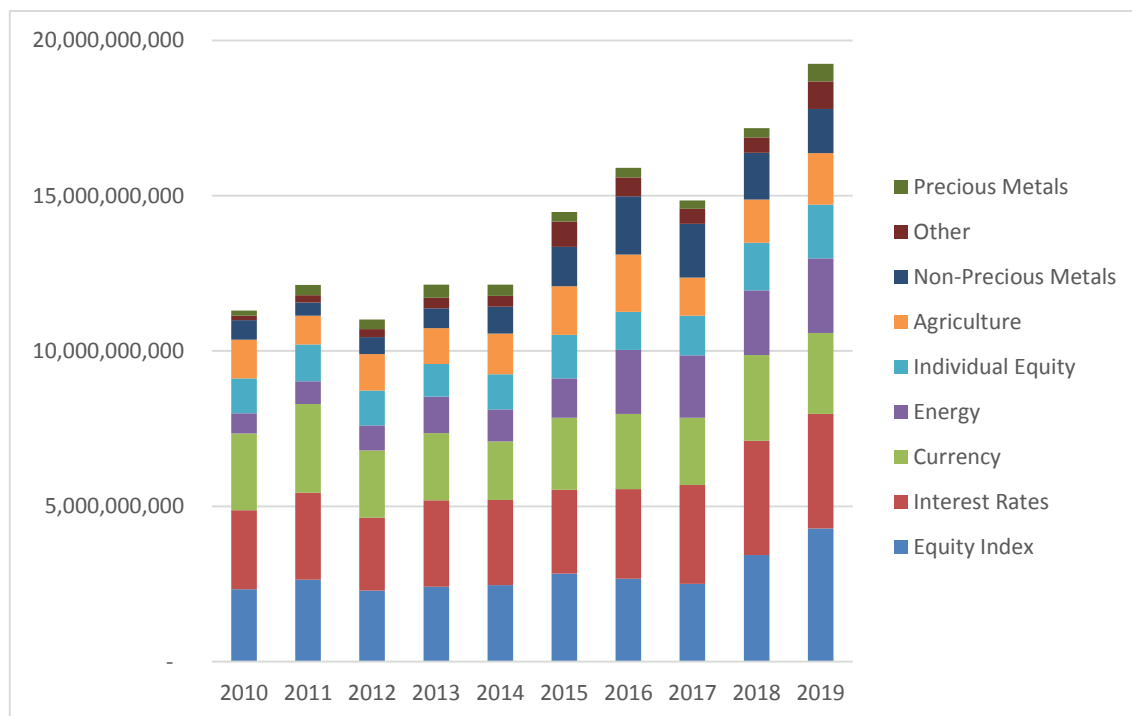
1979年，纽约证券交易所设立新的交易所来专门从事外币和金融期货。

- 外汇衍生品日成交超8万亿美元，以场外交易为主，其中外汇远期和掉期交易最为活跃。
- 外汇期货交易在全球外汇交易总量占比约5%，外汇期货产品具有标准化与规范化的特点，2008年金融危机后，场外衍生品暴露信用风险等问题，场内外汇期货成交开始攀升，其功能才得到体现。

# 外汇期货在全球期货市场成交中占比20%左右

- 现货外汇交易服务外，外汇市场重要组成类别是**外汇期货和外汇期权**。
- 根据期货业协会(FIA)的最新数据，2019年全球主要交易所共交易了26亿份外汇期货合约，比2018年减少1.6亿份。

主要期货类别成交量趋势 ( 2010-2019 )

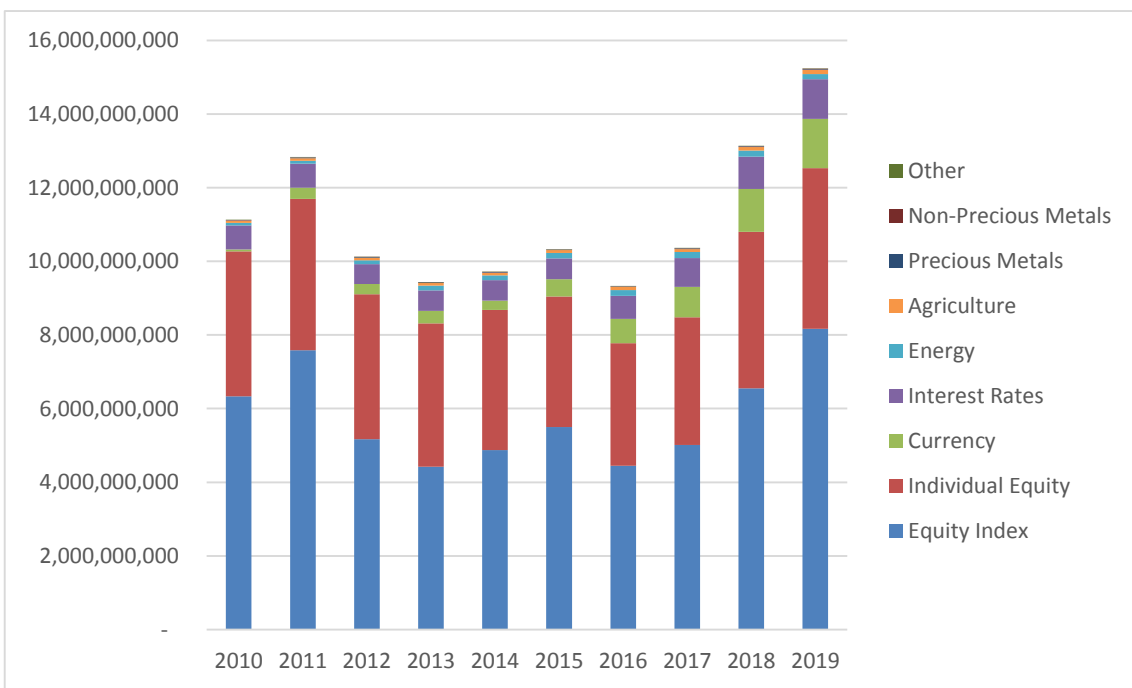


Years	Equity Index	Interest Rates	Currency	Energy
2010	21%	23%	22%	6%
2011	22%	23%	24%	6%
2012	21%	21%	20%	7%
2013	20%	23%	18%	10%
2014	20%	23%	15%	9%
2015	20%	19%	16%	9%
2016	17%	18%	15%	13%
2017	17%	21%	15%	14%
2018	20%	21%	16%	12%
2019	22%	19%	13%	12%

# 外汇期权在全球期权市场成交中占比9%左右

- 与增长停滞的外汇期货市场相比，外汇期权市场交易量呈稳定增速，投资者对此需求与日俱增。
- FIA：2019年全球主要交易所共交易了13.4亿份外汇期权合约，比2018年增加1.8亿份。
- 外汇期权市场发展与宏观经济环境、监管改革有较大关系，期权交易较易满足最佳执行要求。

主要期权成交量趋势（2010-2019）



Years	Equity Index	Individual Equity	Currency	Interest Rates	Energy
2010	57%	35%	1%	6%	1%
2011	59%	32%	2%	5%	1%
2012	51%	39%	3%	5%	1%
2013	47%	41%	4%	6%	1%
2014	50%	39%	3%	6%	1%
2015	53%	34%	5%	5%	1%
2016	48%	36%	7%	7%	2%
2017	48%	34%	8%	8%	2%
2018	50%	32%	9%	7%	1%
2019	54%	29%	9%	7%	1%

资料来源：FIA，申万期货研究所

# 主要内容

● 外汇期货在衍生品市场的地位

● 国内汇率风险管理工具概览

● 人民币汇率制度改革回顾

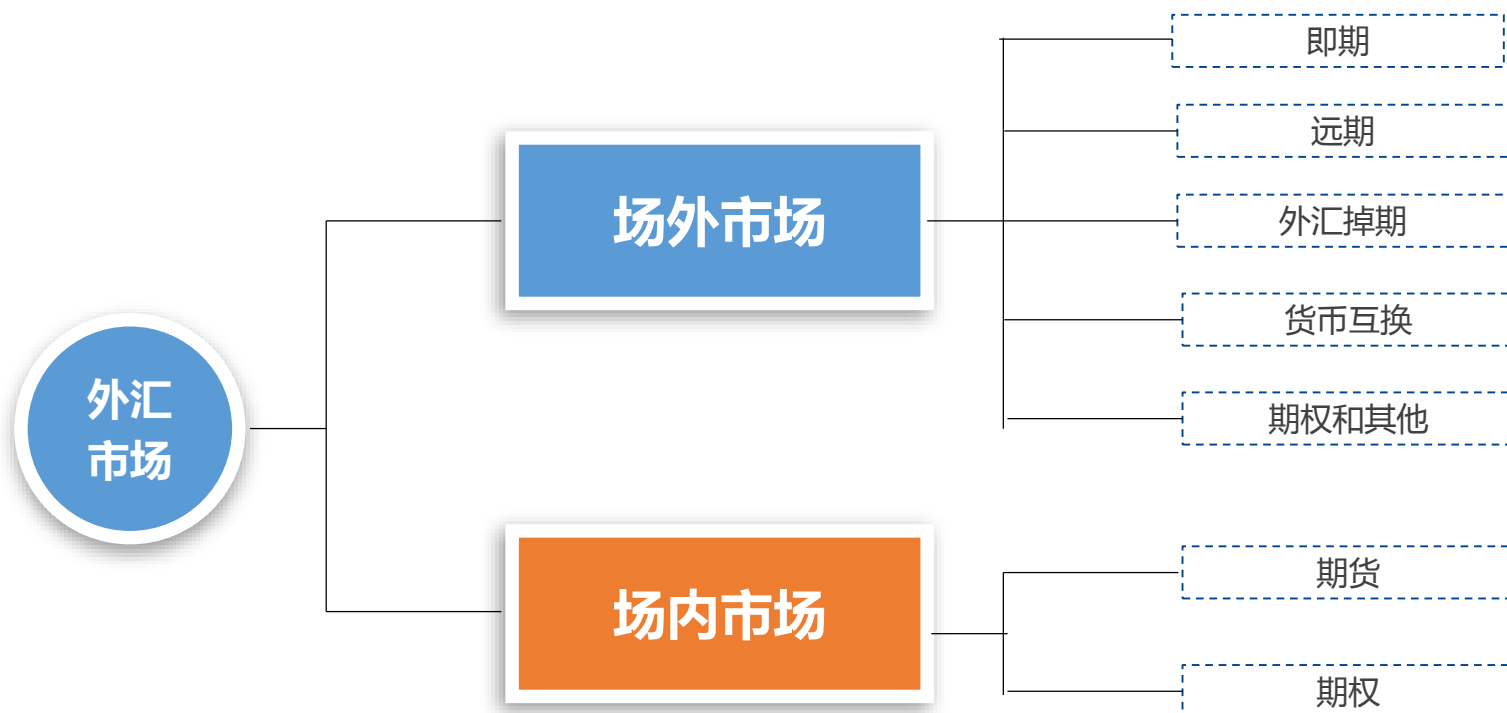


# 外汇市场的基本构成

场外市场包括即期市场、远期市场、货币互换、期权和其他工具

场内市场包括期货和期权。

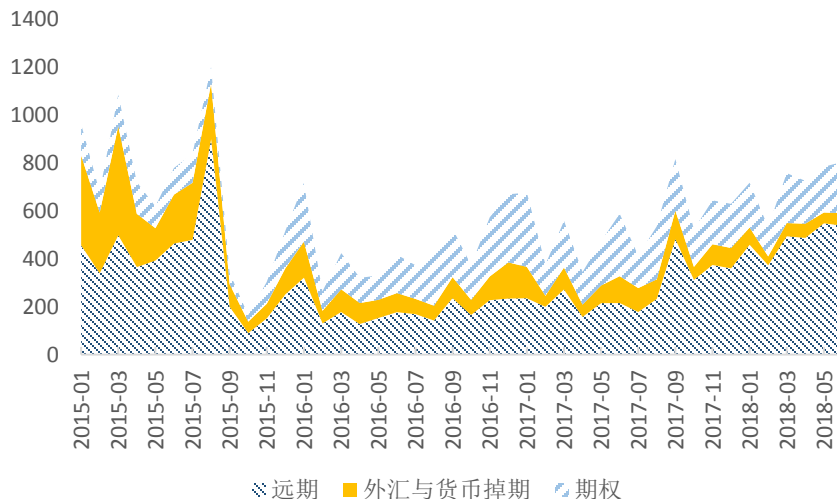
外汇衍生产品是一种金融合约，通常是指从原生资产派生出来的外汇交易工具，其价值取决于一种或多种基础资产或指数。



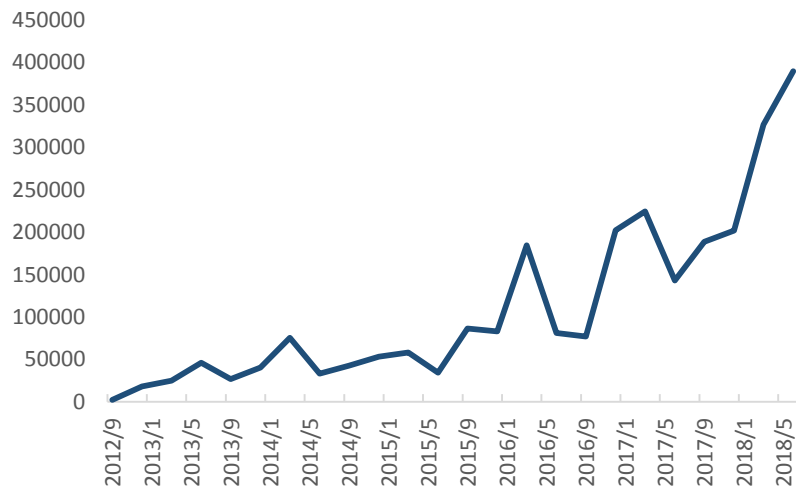
# 国内汇率风险管理工具概览

- **外汇远期**：交易双方约定在未来某日或某段时间内以确定的价格买入或卖出一定数量的外汇。
- **外汇掉期**：在买入或卖出**一种期限**的某种外汇时又反向卖出或买入**另一种期限**的同等金额的该种外汇。
- **货币互换**：双方按照一定数量和汇率交换本金，且在交换期间互换利息，到期时按约定的汇率换回各自货币。
- **外汇期权**：买方向卖方支付期权费，获得未来一定时期或某一固定日期，按约定价格购买或出售某种外汇的权利。
- **外汇期货**：人民币期货是一种根据人民币与其他货币的汇率进行交易的期货产品。

国内银行对客户外汇衍生产品交易额（亿美元）



港交所人民币外汇期货季度成交量（手）



# 中金所外汇期货产品研发，仿真交易已经进行

- 我国外汇市场已初步形成了包括即期、远期、外汇掉期、货币掉期和期权等国际成熟市场的基础产品体系。
- **中金所：将不断丰富产品体系，研究开发外汇期货等品种，努力建设一个品种丰富、功能齐全、交易适度、运行规范，既具有中国特色，更富有全球竞争力的世界一流金融期货交易所。**
- 未来随着外汇期货的推出，将进一步丰富外汇衍生品交易工具，为金融机构、投资机构等套期保值、防范汇率风险提供更多的选择。

## 外汇期货仿真交易新合约上市通知

2020-01-15

分享：

各会员单位：

澳元兑美元期货仿真交易AF2004合约定于2020年1月16日上市交易，AF2004合约的挂盘基准价为74.81美元/100澳元。

欧元兑美元期货仿真交易EF2004合约定于2020年1月16日上市交易，EF2004合约的挂盘基准价为92.45美元/100欧元。

特此通知。

中国金融期货交易所

2020年1月15日

# 境外人民币期货品种增加，外汇期货交易特点鲜明

高杠杆

交易者只付出1%-10%的保证金，  
就可进行100%额度的交易

流动性高

即期外汇市场的每日成交额高达1000亿美元，使得外汇市场成为全世界最大、资金流动性最高的金融市场

24小时交易

外汇市场是一周五天交易，每日  
24小时永不停滞的全球市场

2006年CME上市  
了人民币期货与期  
权产品

2010年南非上  
市人民币对兰  
特期货

2011年CME  
上市新款人民  
币期货

2018年新交所  
上市人民币离  
岸期货

2009年12月  
纳斯达克上市  
人民币对美元  
期货

2011年巴西上  
市雷亚尔对人  
民币期货

2012年港交所  
上市美元兑香  
港人民币期货

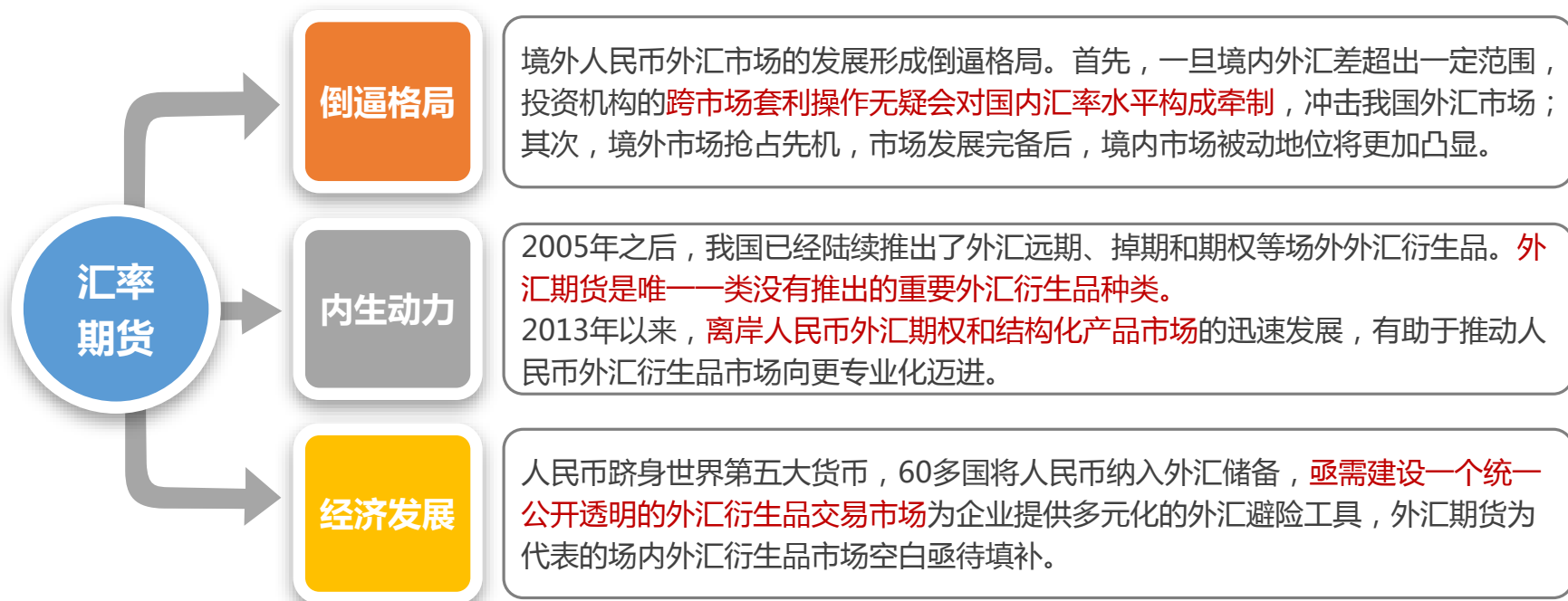
# 外汇期货管理汇率风险案例

- **外汇期货模式**：港交所外汇期货合约目前已经具备一定规模成交量，企业也可通过该方式进行外汇汇率的套期保值。具体的案例和做法与远期类似，但外汇期货属于场内交易品种，报价较为连续，且手续费成本较低，相对方便一些；但目前来看，**尽管港交所上市最近4个月及未来6个季月一共10个期限的品种，但成交活跃的主要为近期季月品种，期限上不够灵活。**需要特别强调的是，**期货合约价格反映了市场上对于汇率的所有预期，定价上完全不同于外汇远期通过利率平价计算的结果，实际上同一期限的外汇远期和期货价格确实相差较大**，如下表。例如，对于A公司，在当前情况下半年后要支出美元的话，用远期就比用期货有400点的优势。

市场同期外汇掉期和期货价格

远期合约	价格	外汇期货	价格
USDCNY1MF	6.8163	USDCNY1810	6.8149
USDCNY3MF	6.8127	USDCNY1812	6.8264
USDCNY6MF	6.8086	USDCNY1903	6.8437

# 加快建设人民币期货市场是时代所需



- 人民币外汇期货的推出，不仅可以**弥补目前远期结售汇市场存在的一些不足**，如交易成本较高、交易机制不够灵活等，还可以帮助境内企业管理经常项目收支、引进外资、对外投资等资本项目中面临的**汇率风险**。
- 从全球来看，人民币外汇期货将丰富国外投资者管理汇率风险的工具，**集中交易的外汇期货市场与分散的场外市场相配合**，能够为全球各地的投资者提供统一的服务。

# 主要内容

● 外汇期货在衍生品市场的地位

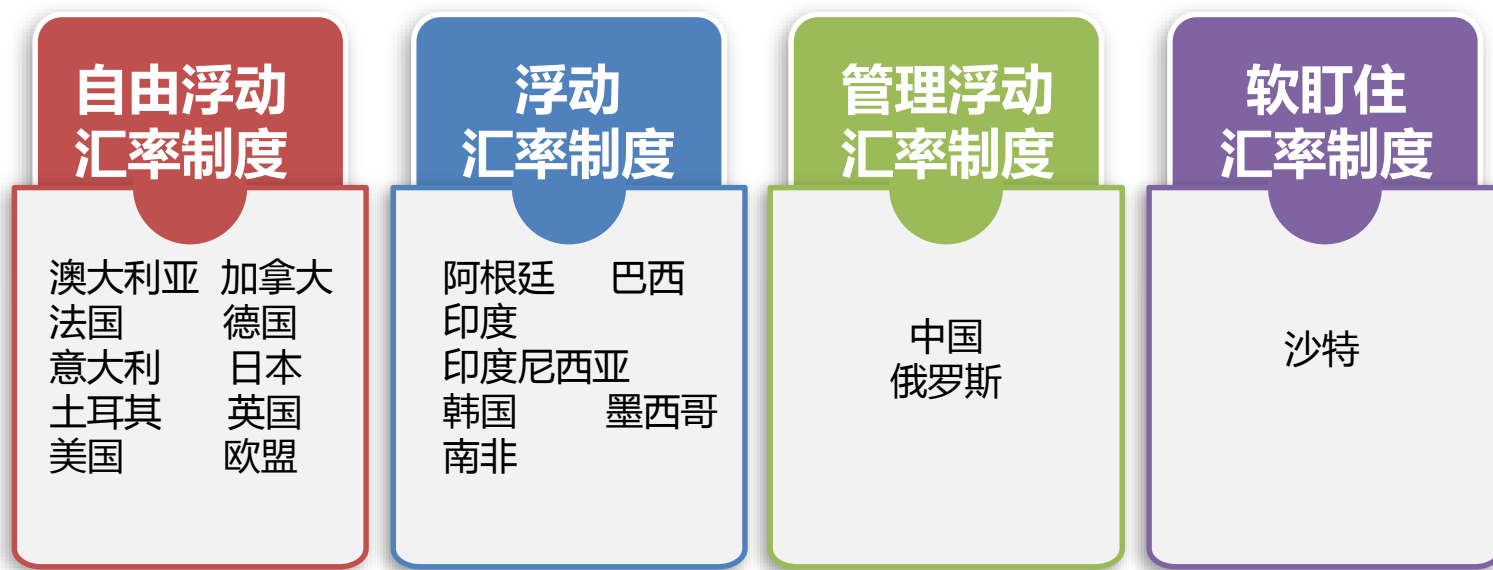
● 国内汇率风险管理工具概览

● 人民币汇率制度改革回顾

# 目前四种主要汇率制度

- 美元贬值、国际资本流动等因素作用下，维持固定汇率必须有强大的外汇市场干预和国际合作，1973年全球固定汇率体系—布雷顿森立体系彻底瓦解。
- 西欧内部贸易非常重要，共同农业政策将受浮动汇率制度的影响，因此选择彼此盯住的汇率政策。
- 发展中国家通过严格的资本管制以支持与主要贸易伙伴维持盯住汇率制。管制国际资本流动失效成本高昂，业务逐渐流向离岸市场，盯住汇率制转向浮动汇率制。

## IMF对G20成员国的汇率制度分类





# 一、发展中国家由盯住汇率制转向浮动汇率制

## 巴西

1994年巴西雷亚尔计划推出，新的货币雷亚尔实行爬行区间（Crawling Band），后变成爬行盯住汇率制度（Crawling Peg）。1999年巴西货币危机，开始实行管理浮动的汇率制度。

## 印度

印度一直采用盯住英镑或美元，1975年宣称盯住一篮子货币，实际上仍然盯住英镑。1975年8月后变成盯住美元。1991年印度货币危机，印度政府采取经济自由化改革和外汇市场改革，1993年宣布实行管理浮动汇率制度。

## 墨西哥

1970-1982实行爬行盯住美元制度，1982年债务危机后转向有管理浮动汇率制度，实际上1983-1994盯住美元的汇率制度。1994年金融危机爆发后，12月22日比索开始自由浮动。

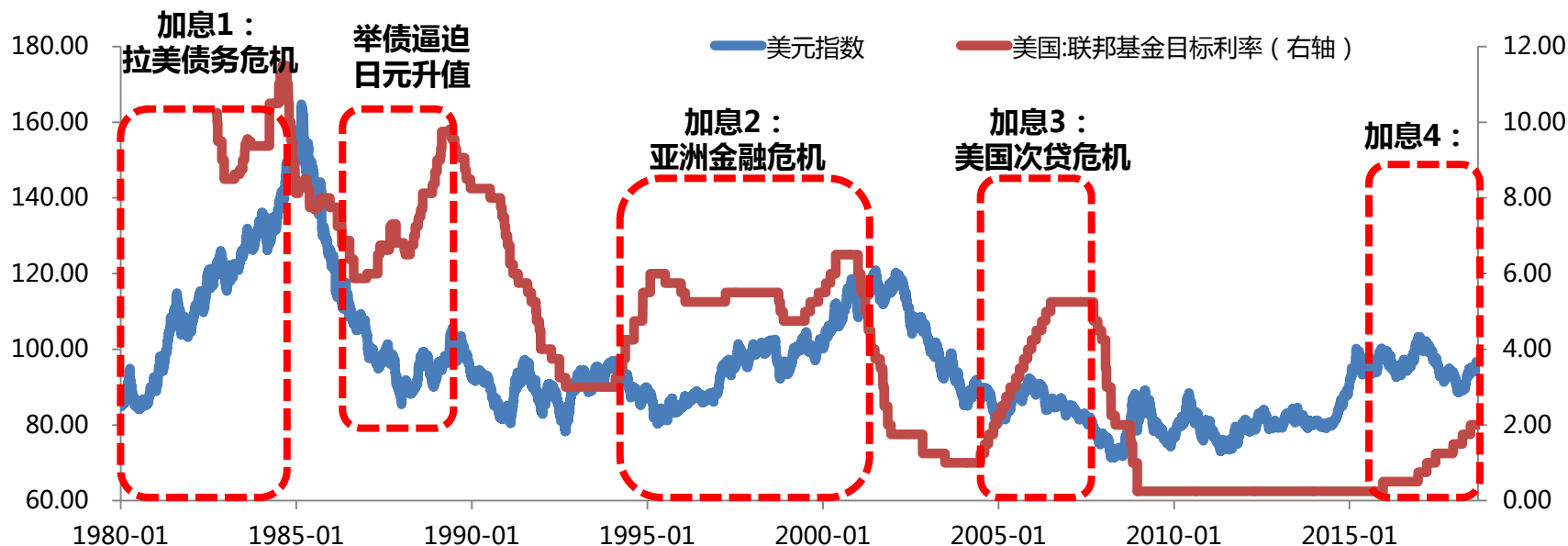


发展中国家通过严格的资本管制以支持与主要贸易伙伴维持盯住汇率制。但随着金融市场发展、通讯和电子技术进步，管制国际资本流动失效且成本高昂，管制国家业务逐渐流向离岸市场，盯住汇率制转向浮动汇率制。

中国香港、百慕大、开曼、阿根廷、爱沙尼亚、立陶宛、保加利亚等通过货币局制度，通过议会或修改宪法要求政府或中央银行盯住贸易伙伴的货币。

# 美元升值周期与新兴国家金融危机

## 美联储加息周期与美元指数



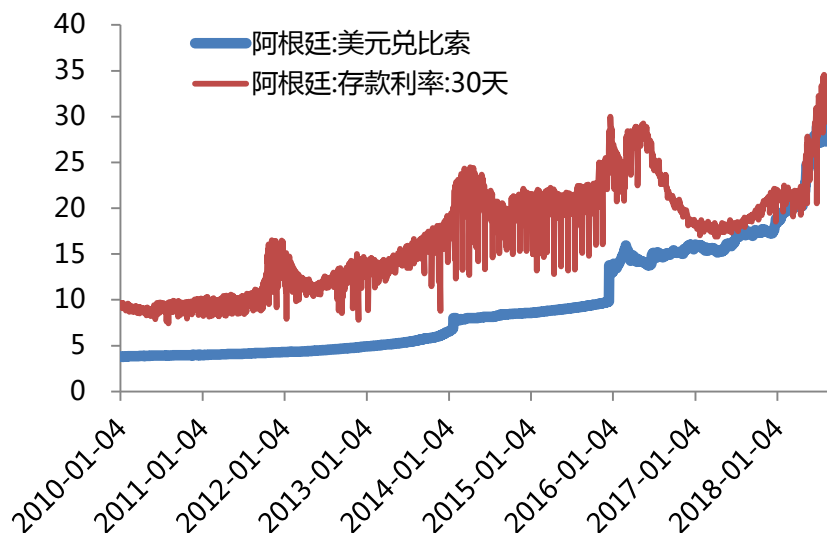
资料来源：Wind，申万期货研究所

**美联储加息往往会加剧新兴国家外债负担，同时引起资本外流和货币贬值，对新兴国家的汇市、股市、债市带来巨大冲击，甚至导致金融危机。**

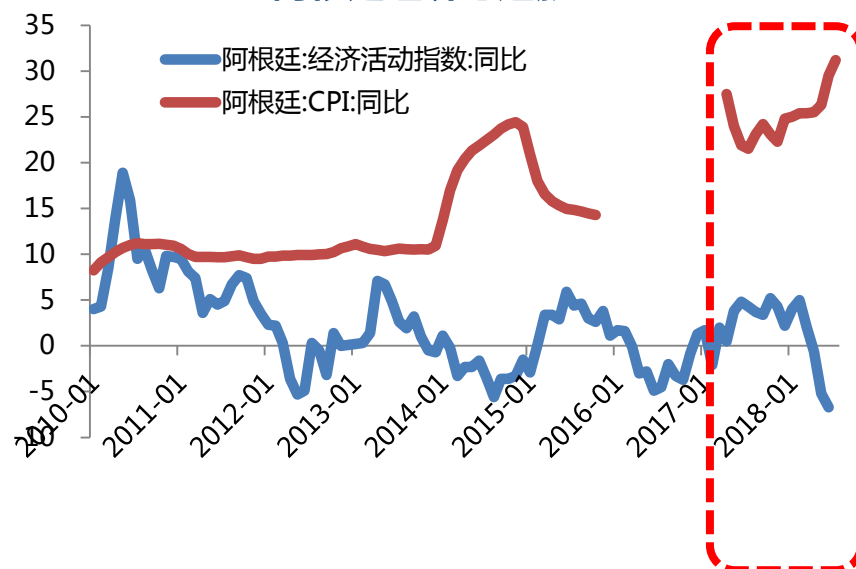
- ❖ 1980年8月起连续加息，巴西、墨西哥和阿根廷等拉美国家随后于1982年爆发债务危机；
- ❖ **1994年2月—1995年2月，3%加息至6%**，泰国、马来西亚、菲律宾和印尼等亚洲国家随后于1997年爆发经济危机；
- ❖ **1999年6月起—2000年5月，4.75%加息至6.5%**，巴西和阿根廷分别于1999年和2001年再次爆发债务危机；
- ❖ **2004年6月—2006年6月，1%加息至5.25%**，次贷危机；
- ❖ **2015年12月起，渐进式加息。。。0.25%加息至2%。**

# 新兴市场货币危机1：阿根廷负增长高通胀双赤字

## 阿根廷比索与存款利率



## 阿根廷经济与通胀

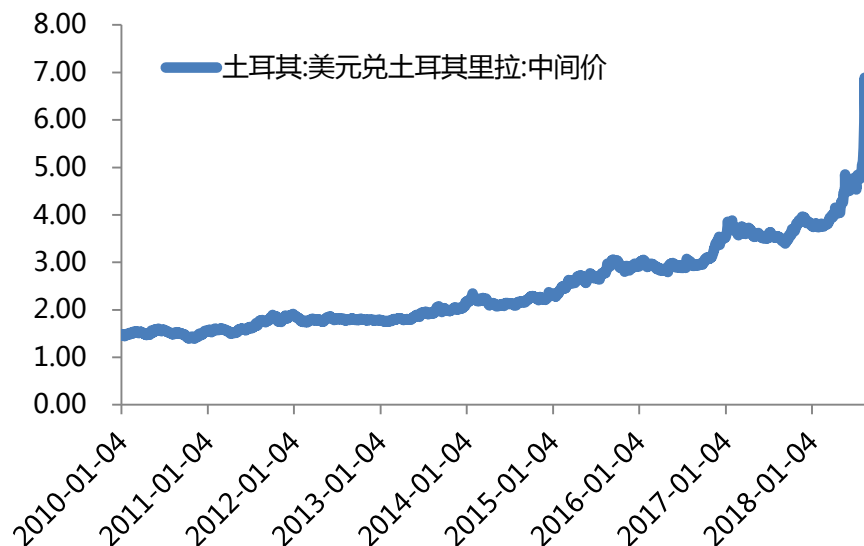


资料来源：Wind，申万期货研究所

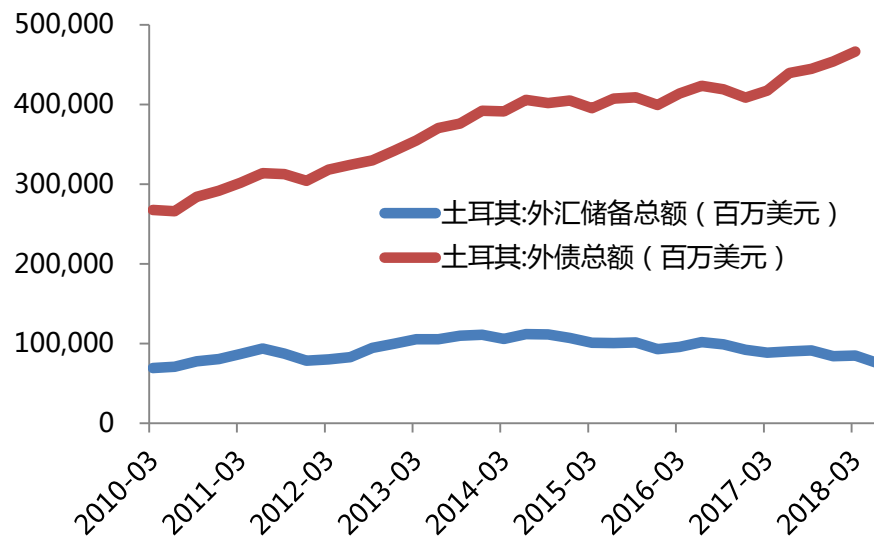
- ❖ **比索兑美元从9.8元贬至近32元。**阿根廷央行紧急宣布：1) 加息1500个基点，将基准利率从45%提升至60%，并承诺到12月之前不会降低利率；2) 将存款基准利率提高5个百分点。
- ❖ **阿根廷面临的根本问题：增长减速，通胀高企，而财政和经常账户双赤字增加融资压力。**阿根廷经济同比负增长；比索大幅贬值向物价传导，超过IMF给出的指引水平（27%）；财政赤字/GDP占比5.8%，经常账户赤字/GDP占比5.3%，在不断收紧的外部融资环境中融资压力倍增。

# 新兴市场货币危机2：土耳其“三高”+贸易摩擦

## 土耳其里拉



## 土耳其外储与负债

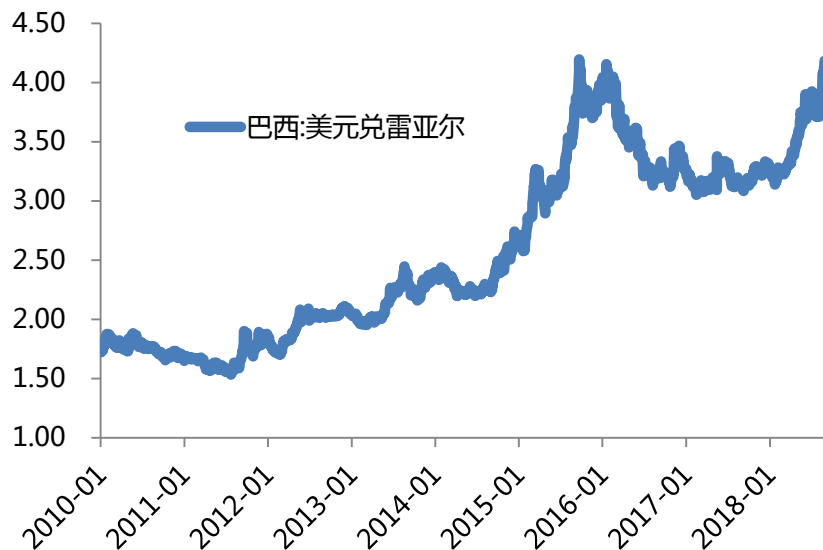


资料来源：Wind，申万期货研究所

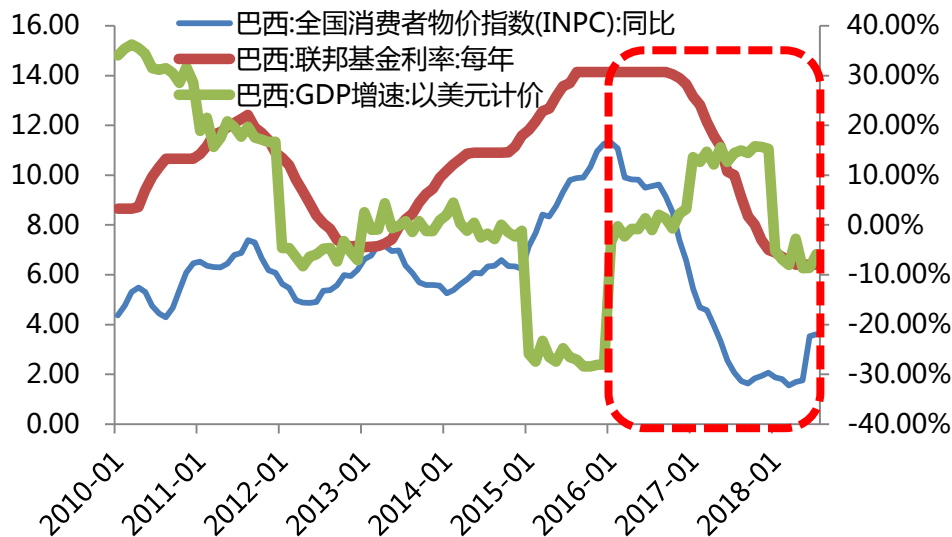
- ❖ **美元兑土耳其里拉从不到3元大幅贬值**
- ❖ **美国的经济制裁**：美国8月10日宣布提高对土耳其钢铁和铝产品关税后，土耳其提高自美国进口的汽车、酒类、烟草、大米等的关税税率，幅度50%-140%不等。
- ❖ **土耳其经济“三高”问题**：高经常账户赤字，占GDP6.5%；高外债占比，一季度外债占GDP比重达52.9%；高通胀，CPI同比增速连续11月达到10%以上，6月CPI为15.39%。

# 新兴市场货币危机3：巴西降息稳经济

## 巴西雷亚尔



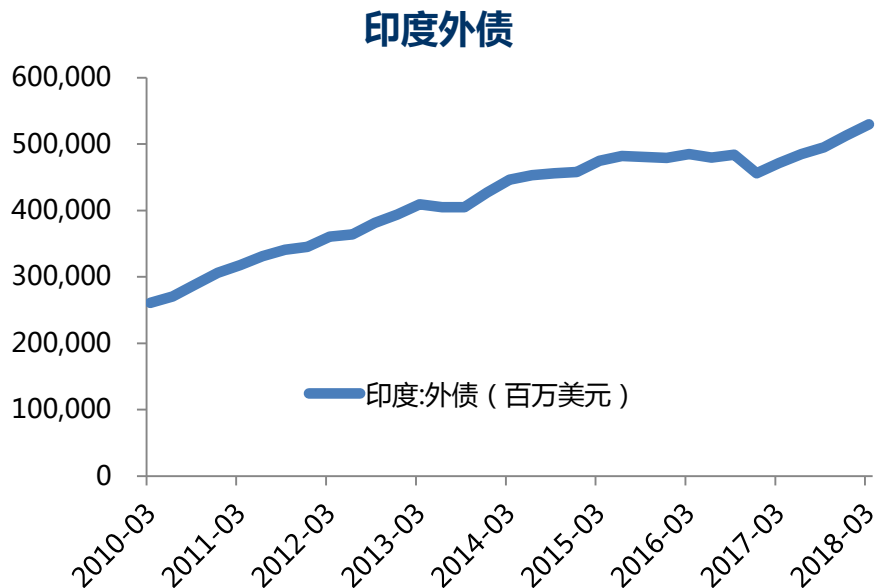
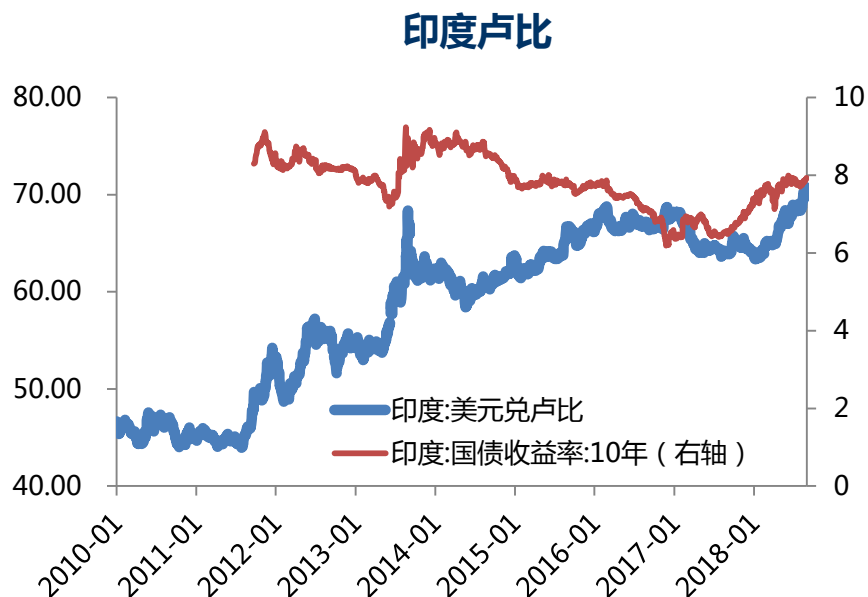
## 巴西经济、物价与基础利率



资料来源：Wind，申万期货研究所

- ❖ 为促进经济发展，巴西基础年利率从2016年10月开始，从14.00%连续降到2018年年初的6.5%，为1999年采用通货膨胀率目标以来的最低基础利率。受此影响，巴西雷亚尔2018年持续走弱
- ❖ 巴西货币贬值的外部因素同样由于美元的持续走强以及美联储加息预期的增强。而内部因素，则是巴西国内政治不稳定以及大选的不确定性等更深层次的原因。据巴西最新民调显示，右翼阵营候选人雅伊尔·博尔索纳罗处于领先地位。市场担忧巴西大选之后，现任总统米歇尔·特梅尔实施的经济改革措施或将不能延续。

# 新兴市场货币危机案例4：印度外债压力加大



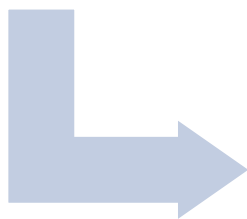
资料来源：Wind，申万期货研究所

- ❖ 美元兑卢比从45元贬至70元
- ❖ 印度外债高达5296亿美元，外债总额占GDP自1990年直到2013年始终保持在50%以上，属于高水平。截至2017年11月份印度外汇储备仅为3995.33亿美元，美元不断加息，意味着印度债务压力越来越大。

## 二、欧洲汇率制度的演变

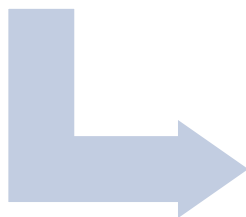
### 1972年区域性汇率浮动机制

- 欧共体内部任意一对货币的汇率允许的浮动幅度2.25%
- 英国、德国被迫入市干预，并相继转向自由浮动



### 1979年欧洲货币体系 (EMS)

- 将各国货币与对方货币的汇率的波动范围限制在2.25%以内，并共同对美元浮动
- 20世纪80年代，资本管制放松
- 1993年8月扩大EMS波动区间至15%



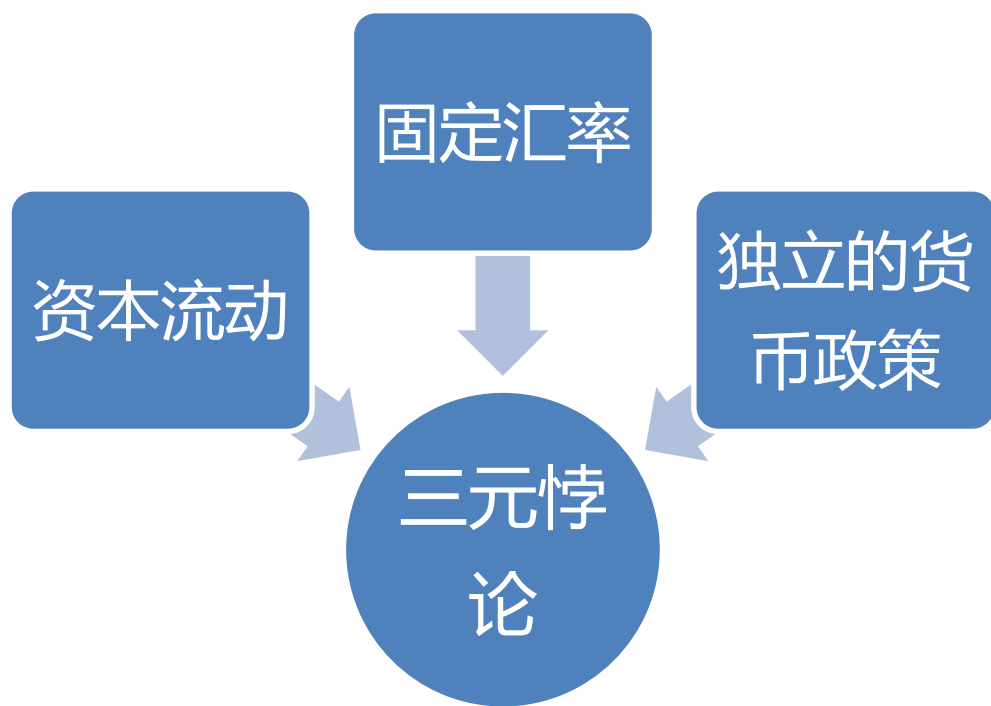
### 1991年12月

- 欧元 (Euro) 是欧盟中19个国家的货币。欧元的19会员国是德国、法国、意大利、荷兰、比利时、卢森堡、爱尔兰、西班牙、葡萄牙、奥地利、芬兰、立陶宛、拉脱维亚、爱沙尼亚、斯洛伐克、斯洛文尼亚、希腊、马耳他、塞浦路斯。

- 1991年12月10日，欧共体首脑会议通过了《欧洲联盟条约》(通称《马斯特里赫特条约》)，决定将欧共体改称为欧洲联盟。规定，最迟在1999年1月1日，经欧洲理事会确认，如达到“趋同标准”的成员国超过7个，即可开始实施单一货币。

### 三、中国从固定汇率制度走向浮动汇率制度

- 固定汇率制度走向浮动汇率制度是大国经济体的最终选择。
- 经济体在不同的发展阶段应该有不同的汇率阶段选择，允许多种形式的中间汇率制度。
- 中国：不可能牺牲货币政策的独立性，需要在固定汇率和资本自由流动之间作出选择。从长远来看，资本自由流动和浮动汇率制度是必然选择。





# 中国汇率市场化改革进程

1949-1977

## 人民币汇率高估

固定汇率、官方定价  
1美元2.46左右  
布雷顿森林体系崩塌后，  
1972年后升值24%至1.57

1978-1993

## 复汇率制

牙买加体系，全球汇率制度多元化。  
内部结算价2.8和官方汇率  
外汇调剂价和官方汇率

1994-2005

## 盯住汇率制

官方汇率和市场调剂汇率并轨。实行“以市场供求为基础、单一的有管理的浮动汇率制”，1997年后人民币盯住美元8.27元。

2005-2015

## 有管理的浮动汇率制

人民币不再单一盯住美元，而是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。

2015年至今

## 汇率弹性不断加大

做市商在银行间外汇市场每个工作日开盘前参考前一工作日银行间外汇市场收盘汇率，综合考虑外汇市场供求情况以及主要贸易对象汇率变化报出外汇中间价，同时，人民币汇率参考市场供求为基础、一篮子货币计算出的汇率。

## 复汇率期间人民币大幅贬值

调整时间	汇率调整前	汇率调整后	贬值幅度
1985年1月9日	1美元兑2.80人民币	1美元兑3.20人民币	12.5%
1986年7月5日	1美元兑3.20人民币	1美元兑3.7036人民币	13.6%
1989年12月16日	1美元兑3.7221人民币	1美元兑4.7221人民币	21.2%
1990年11月17日	1美元兑4.7721人民币	1美元兑5.2221人民币	8.6%

# 计划经济体制时期：人民币汇率高估

01

1949-1973

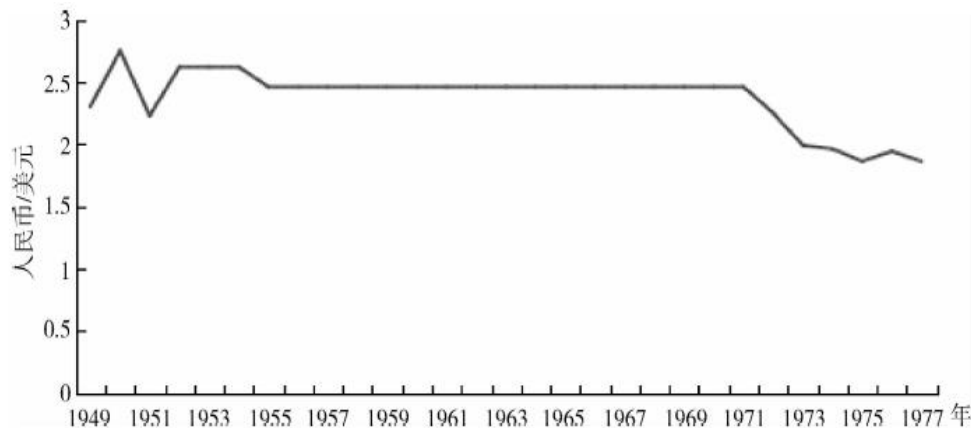
- ❖ 在计划经济时期人民币汇率失去经济调节作用。1953年进入有计划的社会主义建设时期，建立起大一统的外贸和外汇体制。
- ❖ 1955年币制改革，按1:10000用新币取代旧币，人民币兑美元汇率也由2.6170调整至2.4618，并一直保持至20世纪70年代初。

02

1973-1979

- ❖ 布雷顿森林体系崩溃，人民币按一篮子货币计算的浮动汇率制度。这一时期我国对外推行人民币计价结算，基于保值目的将人民币定得稍高。1979年年底，人民币兑美元汇率调至1.5左右，升值达到50%，远高于美元本身的贬值幅度。
- ❖ 外贸部门采取“进出核算、以进贴出”办法，实行内部核算，汇率高估的影响不大。

1949-1977年人民币兑美元汇率



数据来源：世界银行。

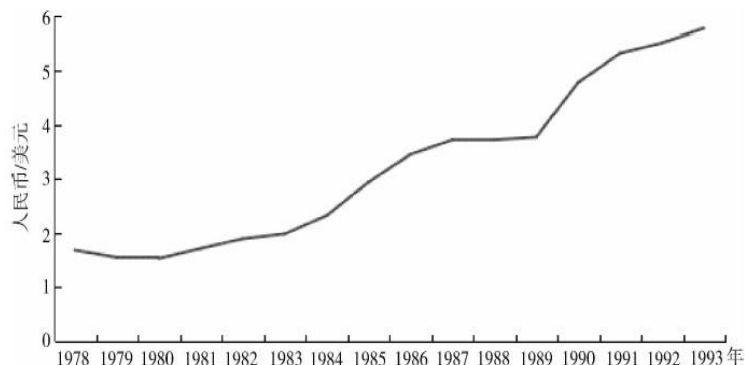
# 改革开放初期（1）：贸易与非贸易人民币汇率

03

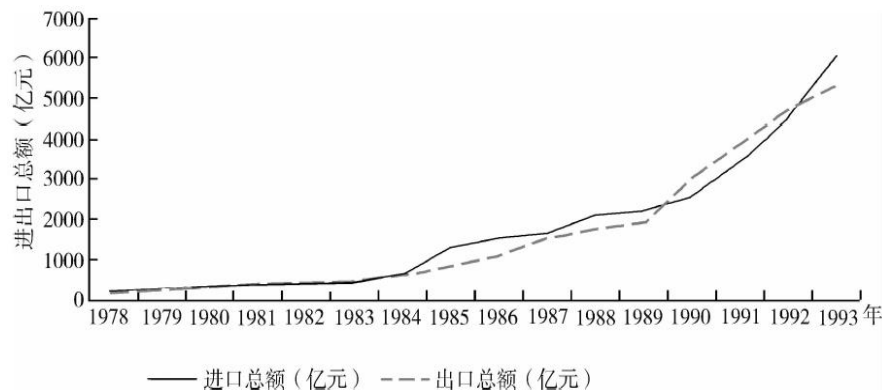
## 1979-1984：贸易与非贸易双重汇率

- ❖ 外贸体制改革，下放外贸经营权，大一统外贸体制被打破，汇率高估问题暴露。不属于外贸部系统的企业出口业务面临严重亏损，出口积极性不足，财政补贴压力加大，外汇短缺状况进一步加剧。
- ❖ 1979年8月国务院改革汇率体制，引入贸易内部结算价，形成与非贸易官方牌价并存的双重汇率制度。**贸易内部结算价**按1978年全国出口平均换汇成本再加上10%的毛利计算，定为1美元兑换**2.8元**人民币。对于**非贸易官方牌价分歧较大**，到1980年年底，我国外汇储备-12.96亿美元。最终双重汇率制度于1981年正式施行，非贸易官方牌价延续以前的汇率，仍按一篮子货币计算得出。
- ❖ **双重汇率套利**，单位结汇使用较高的贸易内部结算价，用汇使用较低的官方牌价，出现套汇、骗汇等非法行为，出现外汇黑市。国内通货膨胀使得汇率高估严重，国际收支逆差重现，外汇储备下降。
- ❖ 1985年我国取消贸易和非贸易双重汇率，恢复以贸易汇率为基础的单一汇率制。

1978-1993年人民币兑美元汇率



1978-1993年中国进出口总额



数据来源：世界银行。

SHENYIN & WANGUO FUTURES

数据来源：国家统计局。

# 改革开放初期（2）：官方和调剂汇率

04

## 1985-1993：官方和调剂汇率

**外汇调剂市场的出现，1985年后我国又形成了官方汇率和外汇调剂汇率并存的新的双重汇率制度。**

- ❖ 为调动企业创汇积极性，在汇率高估情况下，**1979年我国实行外汇留成制度**，允许创汇企业和地方政府保留一定外汇额度即用汇权，留成的比例根据收入的性质、地区有所不同。外汇留成制度产生外汇调剂需求。
- ❖ 1980年10月中国银行开始开办外汇调剂业务，价格以贸易内部结算价为基础上浮5%~10%。
- ❖ 1985年下半年深圳等地外汇调剂中心成立，10月上海开始进行调整外汇调剂价格试点，1986年外汇调剂业务由中国银行移交国家外汇管理局，外汇调剂市场初步形成。同年10月全国外汇调剂价格统一调整到1元人民币，随后逐步放开调剂价格和调剂范围。
- ❖ 1988年9月我国首家公开化的外汇调剂中心在上海成立，并引入公开竞价成交方式。至1993年年底，全国各地共建立121个外汇调剂中心，其中18个是公开化的调剂中心。
- ❖ **外汇调剂市场的发展启动了汇率形成的市场机制。**由于调剂价格受限，最初调剂市场主要在不同企业之间发挥调剂外汇余缺的作用，但供求不平衡的问题一直未能解决。**1986年后外汇调剂价格放开，通过汇率的变化来平衡外汇供求关系，市场供求状况开始对人民币汇率发挥作用。**
- ❖ **外汇调剂汇率为官方汇率调整提供了参照系。**外汇调剂汇率一直高于官方汇率，显示官方汇率高估。官方汇率采取一次性大幅贬值与小幅微调相结合的方式稳定汇率预期。在此期间，人民币官方汇率经历了3次大幅贬值，1986年7月5日人民币兑美元汇率从3.1983调整至3.7036，随后较长时间稳定在3.7221，1989年12月16日一次性调至4.7221，1990年11月17日再调至5.2221，1991年4月重启小幅微调方式，1993年年底官方汇率调至5.8左右。

# 改革开放初期复汇率制适应经济发展需要

## 一、避免汇率大幅波动

- 避免国际收支账户下**资本账户冲击**所造成的汇率波动
- **资源配置效率**更为有效，复汇率形成的税收对所有资本交易均匀分布，有助于改善社会福利水平

## 二、观察市场真实汇率

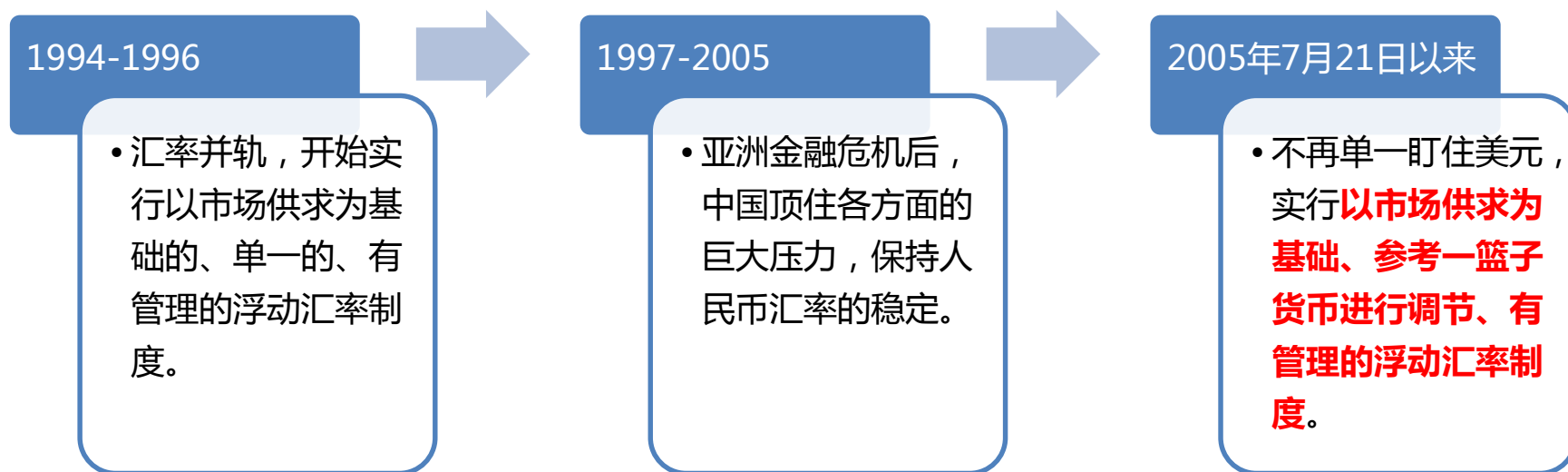
- 通过**不同汇率的差额来观测市场的变化**，及时利用外汇储备调整两者之间的差额使其保持在一个合理区间，避免出现大规模的非法交易和套利行为

## 三、制度过渡安排

- 为中国从固定汇率制转变为浮动汇率制提供良好过渡，实行市场化主导的浮动汇率制是必经之路

# 汇率市场化改革：并轨盯住转向管理浮动

- 1993年党的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》，作为全面经济体制改革的一部分，**1994年外汇管理体制进行了重大改革，再次实现汇率并轨，实行以市场供求为基础、单一的、有管理的浮动汇率制度。**此次汇率改革被认为是最难的也是最成功的改革。



外汇调剂汇率反映局部供求关系，官方汇率高估，调剂汇率则低估人民币，均衡汇率应在两者之间。**汇率并轨在8.7，并轨后稳中有升，到1997年升至8.3左右，阻断了长期持续存在的贬值预期和贬值惯性难题。**

# 1994年官方汇率与市场调剂汇率并轨的特点

汇率统一

人民币由**外汇指定银行自行确定和调整**，不再由官方行政当局直接决定和公布

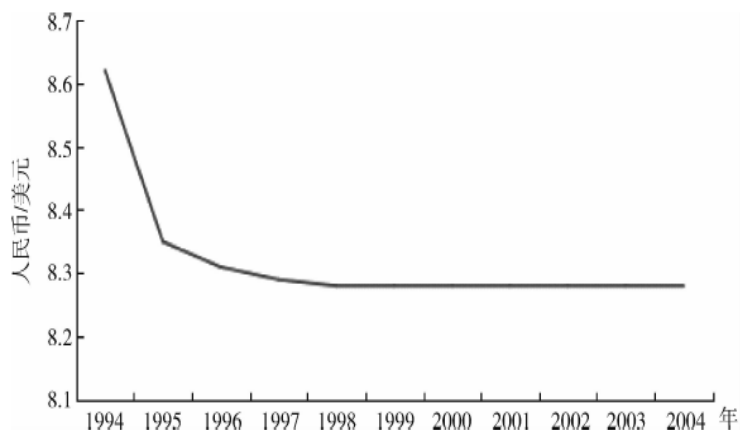
市场决定

实行外汇收入结汇制，取消外汇留成和上缴，同时实行银行售汇制，**经常项目下的外汇需求通过外汇市场满足**  
**96年宣布人民币经常项目下自由兑换**

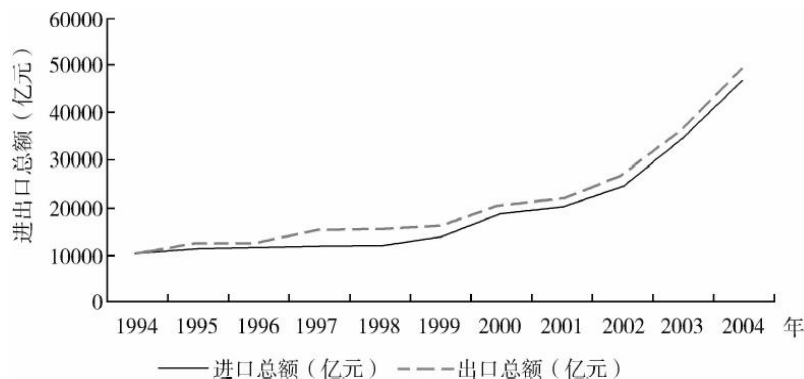
银行间外汇市场

以市场供求为基础形成的汇率统一。外汇供求在各银行的业务范围内的分布不一，必须**建立全国银行同业间外汇市场**实现。

1994-2004年人民币兑美元汇率



1994-2004年中国进出口总额



数据来源:国家统计局。



# 2005年“721”人民币汇率改革

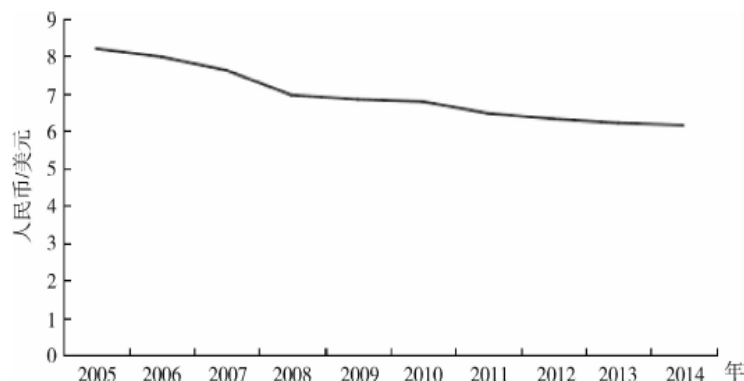
## 01 扩大人民币汇率浮动区间

- 扩大银行间外汇市场人民币对非美元汇率浮动幅度，改进银行柜台外币牌价管理方式，扩大银行柜台人民币兑美元牌价的价差区间，取消人民币兑非美货币柜台挂牌汇价的价差管理，保证人民币平稳过渡。
- 2007年5月21日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.3%扩大至0.5%

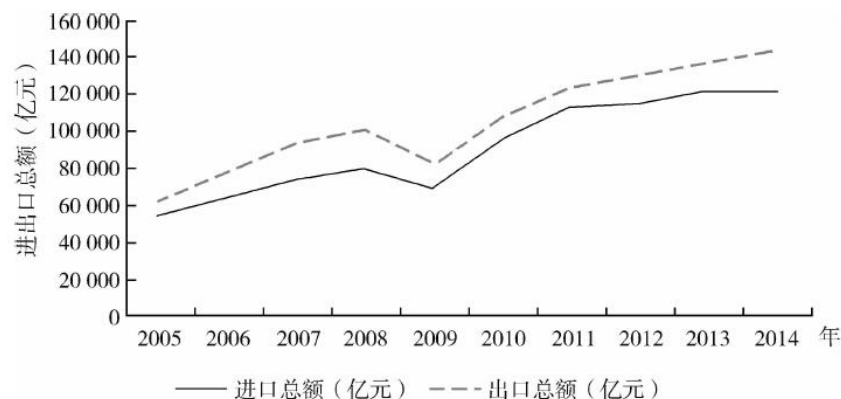
## 02 完善人民币即期汇率形成机制

- 2006年1月4日，人民银行改革银行间即期外汇市场结构，引入国际通行的**询价交易方式**。同时**引入做市商制度**，通过做市商的连续报价为市场提供流动性，平滑市场价格波动，提高交易效率，为逐步形成以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节的即期汇率形成机制提供制度支持。

2005-2014年人民币兑美元汇率



2005-2014年中国进出口总额





# 2005年“721”人民币汇率改革

## 03 建立并完善人民币远期市场

- 2005年8月10日，中国人民银行建立了**银行间人民币远期市场**。
- 2006年初，人民银行在引入做市商制度，将**做市商结售汇头寸管理由收付实现制改为全责发生制**，做市商可以在即期外汇市场对冲远期头寸，从而使做市商能够按照利率平价原理在远期市场报价。
- 2006年6月，人民银行决定将结售汇头寸实行全责发生制管理的范围进一步扩大到所有外汇指定银行，结合**4月推出银行间外汇掉期交易**，进一步完善了人民币远期汇率定价机制。

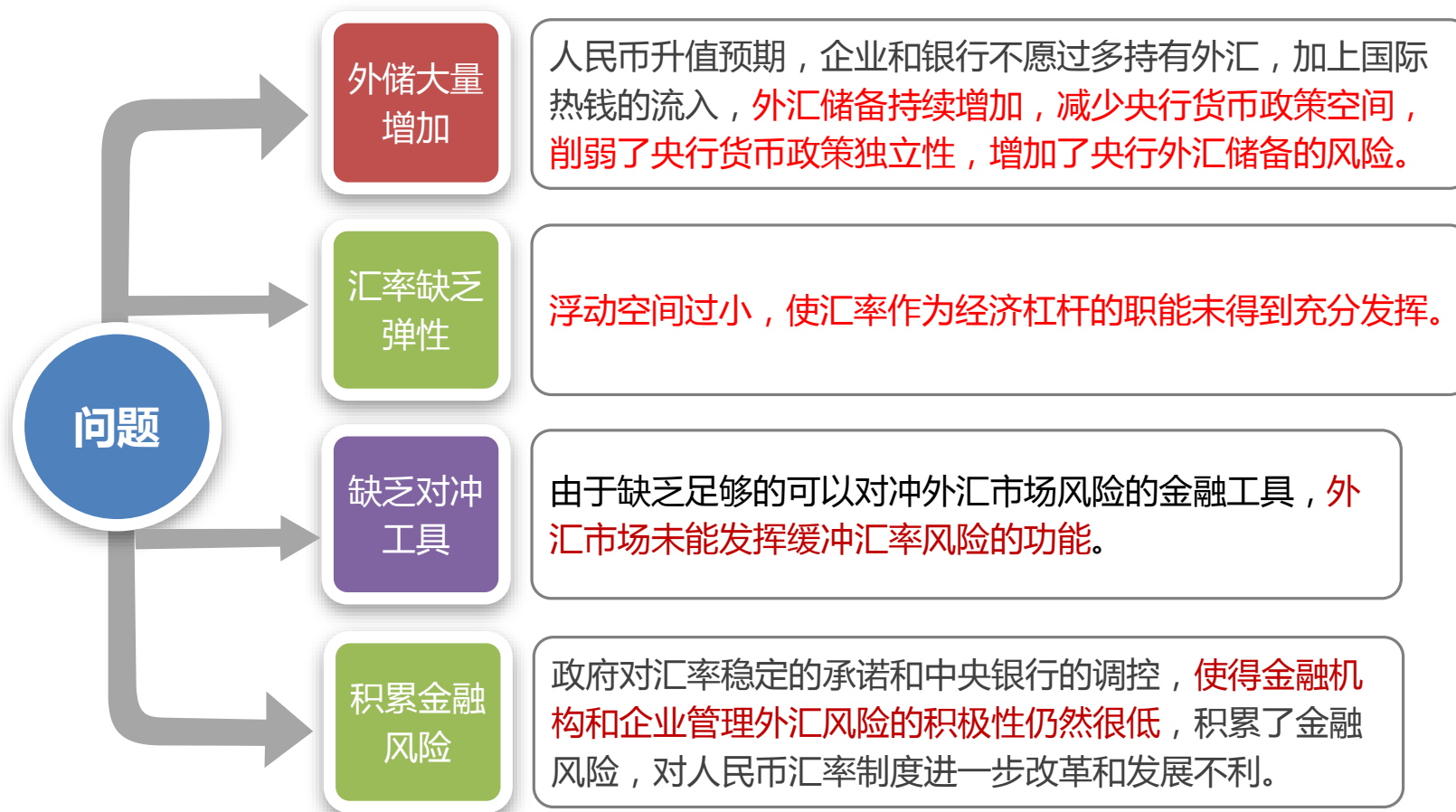
## 04 改革中央银行的公开市场操作方式

- 人民银行建立外汇一级交易商制度，传导央行外汇公开市场操作政策意图，通过影响市场预期，促使市场交易行为回归理性，以较低的操作成本迅速稳定外汇市场，增强央行外汇公开市场操作的市场化程度，为条件成熟时央行逐步退出外汇市场做好制度准备。

## 05 外汇管理体制改革

- 经常项目强制结售汇制度向**意愿结售汇制度过渡**，多次**提高企业经常项目外汇账户限额**，对居民购汇实现年度总额管理。
- 调整部分境外投资外汇管理政策，**允许境内投资者用自有外汇、人民币购汇及国内外贷款到境外投资**。

# 2005年“721”人民币汇改后面临的问题



# 2008年金融危机后人民币加速国际化

中国政府决定在珠江三角洲、长江三角洲及广西、云南等地开展针对东盟10国和我国港澳地区的人人民币跨境贸易结算开始。

2008年  
11月

2009年  
7月

2012年  
11月

2016年  
10月1日

人民币国际化进程正式在南非起步，我国和南非之间的贸易都是直接将法兰特兑换成人民币来结算。

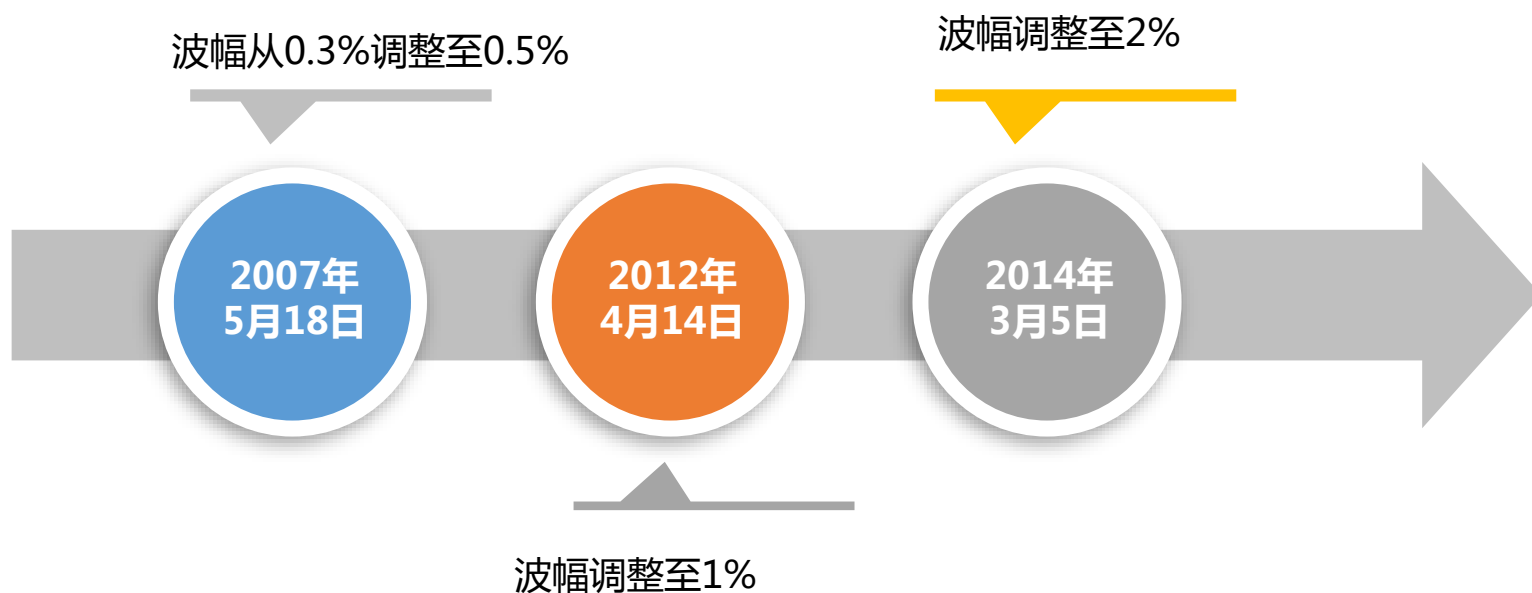
10月15日，第五次中英经济财金对话在北京举行，国务院副总理马凯与英国财政大臣奥斯本在新闻发布会上表示，中国和英国同意人民币与英镑直接交易。

《人民币跨境贸易结算实施细则》公布，人民币跨境贸易结算试点首先由上海、深圳、广州、珠海、东莞5个城市365家企业开始，主要针对港澳台地区，结算方式分为内地代理行模式（上海方式）和相关直接清算模式（香港方式）。

将人民币纳入IMF特别提款权（SDR）货币篮子。SDR是IMF于1969年创设的一种国际储备资产，用以弥补成员国官方储备不足，其价值目前由美元、欧元、日元和英镑组成的一篮子储备货币决定。每隔五年对SDR进行一次评估。

# 2010年“619”人民币重启汇改

- 中国人民银行宣布，进一步推进人民币汇率形成机制改革，**以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节。对人民币汇率浮动进行动态管理和调节，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定。**一年来，人民币对美元汇率中间价已累计上涨5.5%。而此间人民币实际有效汇率保持了基本稳定。
- 2010年6月19日汇率改革重启，汇率波动明显扩大并呈现双向波动特征，基本完成汇率达到合理均衡水平这一目标。



# 2015年“811”汇改核心是中间价

## 潜在问题

经济体制改革不断深化，潜在问题浮出，例如企业过度举债、房地产泡沫等

## 离岸业务

香港离岸人民币市场存款万亿，由于在岸市场干预，导致在岸汇率和离岸汇率长期差异

## 人民币国际化

经济实力增强国际社会地位提高，扩大了人民币的影响力和使用范围

## 双向浮动

811汇改一年，中间价最高6.22元，最低6.69元，降幅8.3%，终结此前十年人民币兑美元累计33%的升值。

## 双锚机制

汇改使人民币波动摆脱了受单一美元汇率的影响，由“单锚”机制转向“双锚”机制。

## 中间价

央行初步形成“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的人民币中间价定价机制，中间价走势更加有迹可循，避免因中间价偏离市场预期而出现大幅波动。

## 反映跨境资金流向

中国跨境资金流出压力逐步缓解，反映国内外市场环境变化，市场情绪趋向稳定和理性，人民币汇率贬值预期减弱。

# 2015年以来：人民币双向波动+被动贬值

2015年以来央行多次调整外汇风险准备金率和逆周期因子，作为干预人民币汇率的新方式



日期	央行人民币汇率改革措施
2015年8月	811汇改，人民币汇率中间价等于外汇市场上一日收盘价，增加汇率弹性
2015年9月	央行对商业银行远期售汇征收20%外汇风险保证金
2016年1月	中间价形成机制调整为“前收盘价+一篮子货币波动”，双目标权重各50%
2017年2月	中间价机制修正，将CFETS篮子货币数量从13种增加至24种，其中美元权重从0.264下调至0.224；缩减一篮子货币计算时段，从原来24小时改为15小时
2017年5月	引入逆周期调节因子，中间价定价机制转变为“前收盘价+一篮子货币变动+逆周期调节因子”
2017年9月	央行将外汇风险准备金率调整为0
2018年1月	央行暂停逆周期因子
2018年8月	央行上调外汇风险准备金率至20%，重启逆周期因子

# 人民币汇率改革的特点

## 弹性加大

1994年汇率并轨  
2005年721汇改  
2010年619汇改  
2015年811汇改

人民币日波动幅度  
从0.3%上调至2%

## 市场化

1994-2012实行  
强制结售汇制度  
2006年引入做市  
商制度，中间价  
参考前一日做市  
商价格

## 宏观调控

调节贸易和非贸易部  
门的资产配置，推动  
产业结构调整

汇率变动对第二产业  
有抑制作用，对第三  
产业明显促进

## 国际化

2015年12月11日国  
家外汇中心公布  
CFETS人民币汇率  
指数，人民币逐渐  
与美元脱钩，实现  
盯住一篮子货币的  
汇率。

# 人民币汇率改革展望

- 811汇改以来，由于中国经济增速放缓，叠加美国加息周期，加大了人民币的贬值预期，为防止汇率波动对中国经济的影响，央行入市干预，外汇储备从2014年6月的3.99万亿美元下降到目前的3万亿美元，央行暂时加强了外汇储备。

## 扩大波动

升值有利于引进先进的生产技术装备和人才  
贬值拉动出口

真正实现市场主导的有管理的浮动汇率制度

## 逐步放松资本管制

浮动汇率制为基础，  
兼顾资本的自由流动和货币政策独立性

对短期资本适当监管和风险控制

## 完善汇率干预机制

汇率对于资源配置的作用具有先天优势，  
减少央行干预

## 深化银行体系改革

银行间市场是中国外汇市场的主体。

进一步化解银行体系的风险。



# 申万期货宏观&金融研究团队

- 汪洋（执业编号：F0306430），金融学博士，CFA、FRM，中共上海市金融工作委员会上海金融人才讲师团讲师。研究方向为宏观经济和股指期货。
- 唐广华（执业编号：F3010997），金融学硕士，中金所国债期货讲师，负责宏观、国债期货基本面与策略研究。
- 项歌德（执业编号：F0301231），经济学博士，申银万国证券公司博士后。研究所负责人兼零售业务总部负责人。参与过多项国家自然科学基金、社会科学基金、上海软科学基金研究。
- 贾婷婷（执业编号：F3056905），管理学硕士，CFA。6年多金融领域经验，主要研究方向为股指期货和期权。
- 林新杰（执业编号：F3032999），经济学硕士。研究方向为宏观、贵金属等品种国内外期货对冲套利策略的开发及应用。
- 何雄就（执业编号：F3062945），经济学博士，曾任上海交通大学助理研究员。主要研究方向为宏观经济与政策、产业经济与区域发展。



申银万国期货  
宏观金融研究



申银万国期货研究

# 免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。