



南华期货  
NANHUA FUTURES

股票简称：南华期货  
股票代码：603093

NANHUA  
BRINGS YOU MORE

# 外汇期货之汇率制度演变

南华期货研究所  
马燕 投资咨询：Z0012651

重要声明：本报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议

# 目录

Contents

01

汇率制度的内涵及分类

02

人民币汇率机制演变

03

关于汇改的几点总结



# 01

## 汇率制度的内涵与分类

1. 汇率制度的内涵
2. 汇率制度的类型

## 1、什么是汇率制度

### 汇率制度

又称**汇率安排**：是指一国货币当局对本国**汇率水平的确定、汇率变动方式**等所做的调控管理安排和规定。

### 主要内容

1. 确定汇率的原则和依据(why)。
2. 维持与调整汇率的办法(how)。
3. 管理汇率的法令、体制和政策等。例如，各国外汇管制中有关汇率及外汇其适用范围的规定(what)。
4. 制定、维持与管理汇率的机构(who)。

## 2、类型——传统两分法

### 一、传统两分法

#### 固定汇率制

本币对外币规定有汇率平价，现实汇率受汇率平价制约，只能围绕平价在很小的范围内波动

金本位体系下的  
固定汇率制

布雷顿森林体系  
时期以美元为  
中心的固定汇率制

1880-1914

1944-1973

#### 浮动汇率制

本币对外币不规定汇率平价，也不规定汇率的波动幅度，随外汇市场供求而波动的汇率制度

自由浮动

管理浮动

单一浮动

联合浮动

按政府是否干预

按浮动方式

## 2、分类——传统两分法

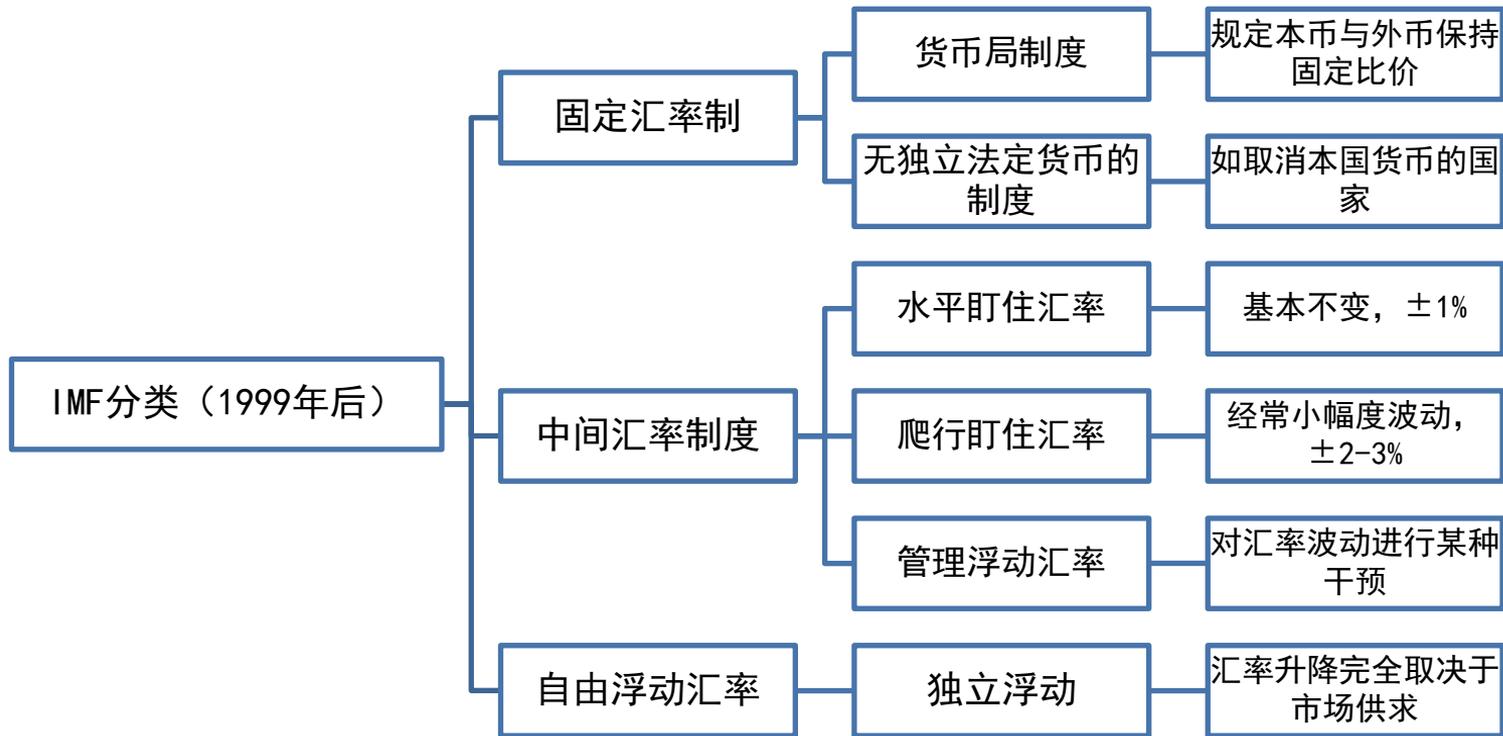
### 固定汇率制

- **优点：**(1) 汇率波动的不确定性将降低；(2) 汇率可以看作一个名义锚促进物价水平和通货膨胀预期的稳定。
- **缺点：**(1) 容易导致本币币值高估削弱本地出口商品竞争力引起难以维系的长期经常项目收支失衡；(2) 固定汇率可能被认为是暗含的汇率担保从而鼓励短期资本流入和没有套期保值的对外借债损害本地金融体系的健康。（“三元悖论”）

### 浮动汇率制

- **优点：**(1) 浮动汇率制度可以保证货币政策的独立性；(2) 浮动的汇率可以帮助减缓外部的冲击；(3) 干预减少汇率将由市场决定更具有透明性；(4) 不需要维持巨额的外汇储备。
- **缺点：**(1) 汇率波动较大可能不利于贸易和投资；(2) 由于汇率自由浮动人们就可能进行投机活动；(3) 浮动汇率制度对一国宏观经济管理能力、金融市场的发展等方面提出了更高的要求。

## 2、类型——IMF分类





# 02

## 人民币汇率制度演变

1. 1994年汇改
2. 2005年“721”汇改
3. 2015年“811”汇改

## 计划经济时期 (1949-1978年)

- 1949年1月8日，中国人民银行开始公布人民币汇率，计划经济时期人民币汇率在一个较长的历史时期内实行**固定汇率**安排，一直钉住一揽子货币

## 转轨时期 (1979-1993年)

- (1981-1984) 实行贸易内部结算价和对外公布汇率的双重汇率制度，1985年1月1日取消内部结算价，重新实行单一汇率，首次并轨
- (1985-1990) 根据内外物价调整官方汇率
- (1990-1993) 实行官方汇率和(外汇调剂)市场汇率并存的汇率制度 (**汇率双轨**)

## 社会主义经济时期 (1994-至今)

- 1994年，人民币**官方汇率与(外汇调剂)市场汇率并轨**，二次并轨，单一盯住美元
- 2005年7月21日，我国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，不再单一盯住美元
- 2015年8月11日，中间价新增一揽子变化，开启人民币汇率的双向波动

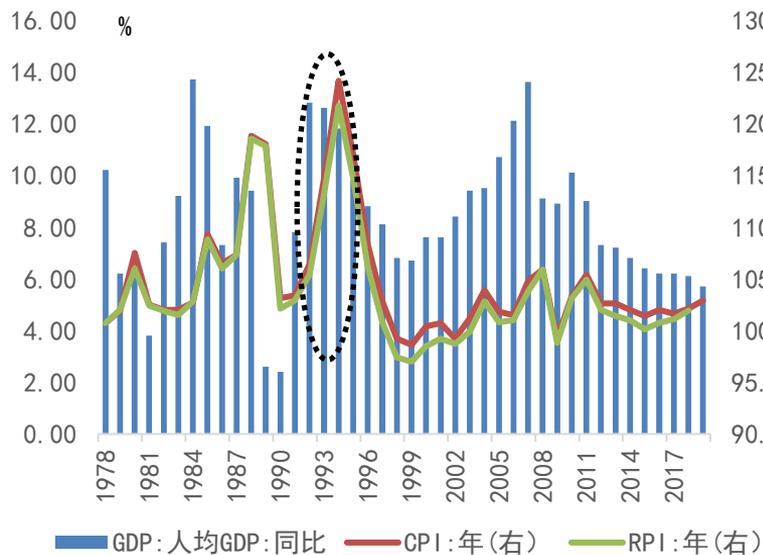
固定、官定汇率



市场、有管理的浮动汇率

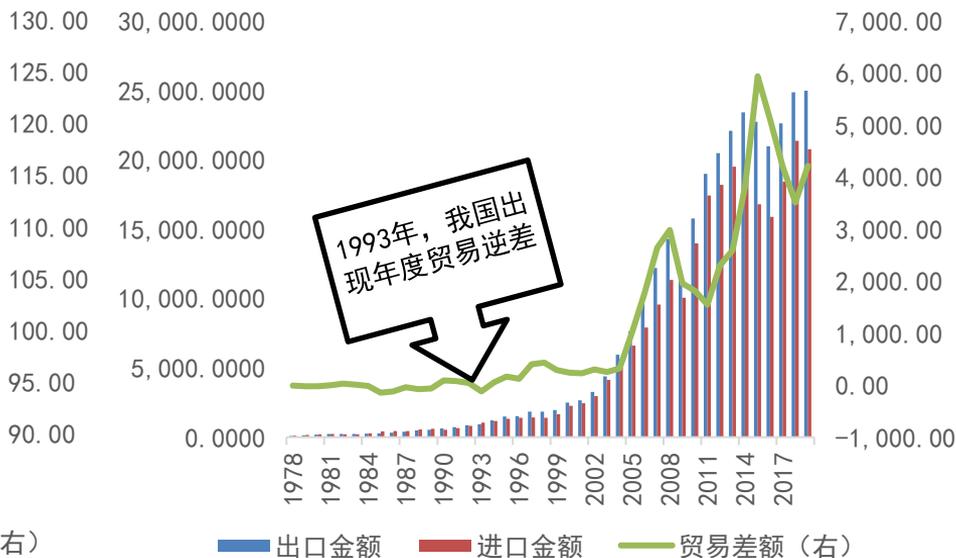
## 1、汇改背景

图：我国经济出现过热、人民币汇率贬值



资料来源：Wind 南华研究

图：企业外汇存款丰富，官方外汇储备不足（亿美元）

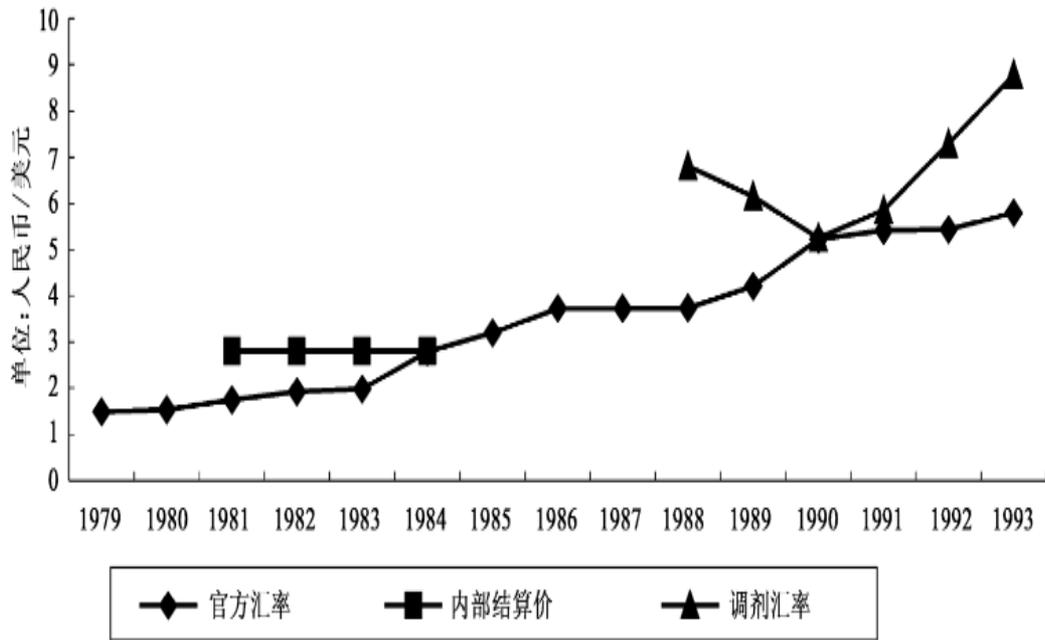


资料来源：Wind 南华研究

## 1、汇改背景

- 1994年之前，外汇调剂市场价格和官方价格差距甚大，官方汇价是1:5.7，而外汇调剂市场的价格则一度达到1:10，甚至更高。
- 外贸企业基本上都不愿将外汇卖给商业银行，而愿意通过外汇调剂市场出售外汇。一些企业为突破外汇管制、抢占市场先机，也愿意到调剂市场购入外汇。
- 汇率并轨前夕，使用官方汇率的外收支行为仅占到20%，而使用市场汇率比重却达80%
- 冲突：企业外汇存款丰富、官方外汇储备不足，成为汇改动力

图：全球人民币期货交易规模



资料来源：《International Finance Statistics》《人民币汇率研究》南华研究

## 2、汇改内容——汇率并轨

(一) 实行以市场供求为基础的、单一盯住美元、有管理的浮动汇率制，取消以前官方汇率和调剂市场汇率并存的双轨汇率制度，汇率并轨。

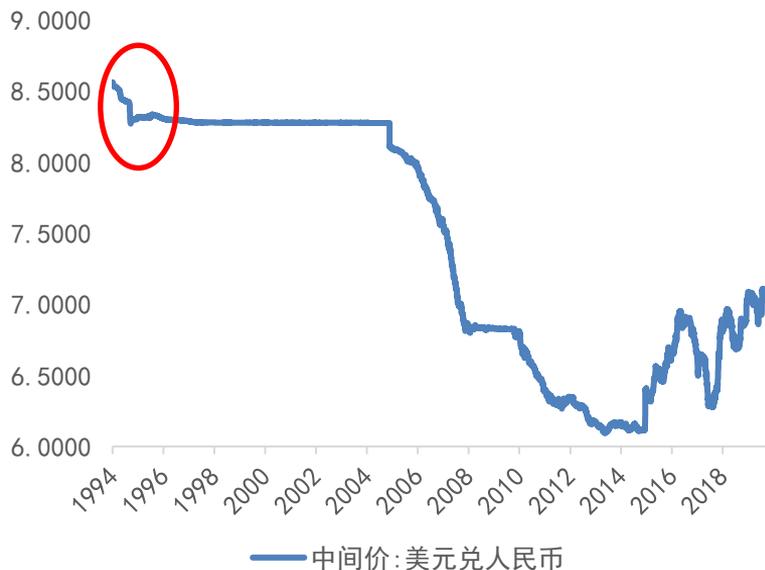
(二) 实行银行结售汇制度，允许人民币经常项目下的可兑换。取消各类外汇留成制度和外汇调剂市场，及经常项目正常对外支付用汇的计划审批。

(三) 建立全国统一的银行间外汇市场，方便各外汇指定银行相互调剂余缺和清算。

(四) 取消任何形式的境内外币计价结算，境内禁止外币流通和指定金融机构以外的外汇买卖；停止发行外汇券，已发行流通的外汇券，可继续使用，逐步兑回。

## 3、汇改影响

图：人民币汇率稳步上升，面临持续升值压力



资料来源：Wind 南华研究

图：汇改后官方储备持续大幅增加，经济保持高速增长



资料来源：Wind 南华研究

### 4、汇改评价：人民币成功逆袭，汇改成功为市场化改革奠定基础

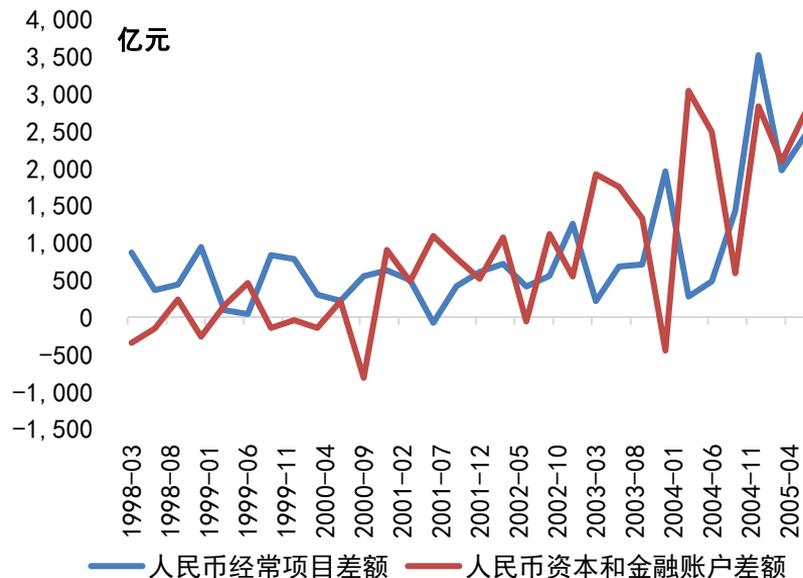
并轨后的单一汇率制以市场供求为基础，在国家可控的范围内浮动，人民币汇率水平较以前更加的合理和稳定，从而更能发挥汇率对经济调节的杠杆作用。

其次，单一的汇率制度也满足了世界贸易组织对成员国的汇兑安排，为我国在2001年加入世贸组织和实现人民币自由兑换创造了条件。

自汇率并轨后，我国吸引了更多的外资流入，为我国对外贸易进一步的发展奠定了基础。

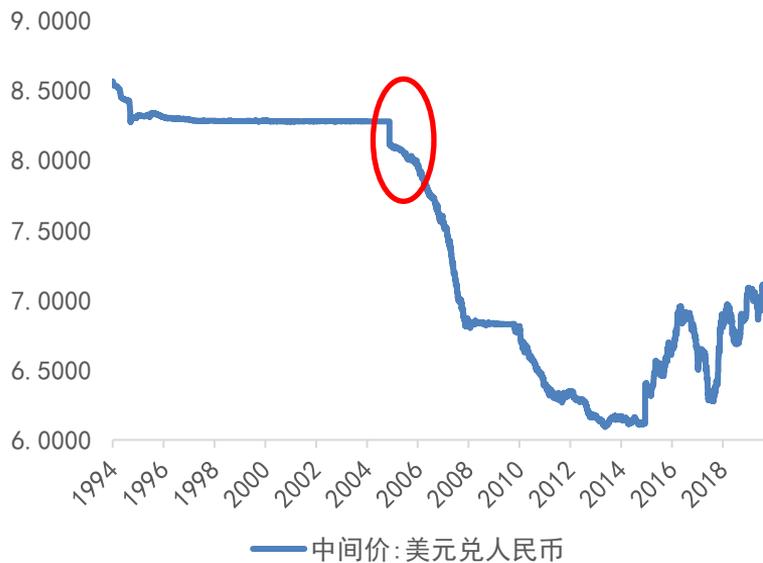
## 1、汇改背景

图：中美货币政策分化下利差扩大，导致贸易顺差扩大



资料来源：Wind 南华研究

图：“721”汇改后美元兑人民币中间价开始升值趋势



资料来源：Wind 南华研究

## 2、汇改内容——改革中间价形成机制

1. 人民币兑美元汇率一次性升值2.1%，从改革前的8.2756升至8.11

2. 人民币不再单一盯住美元，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币调节、有管理的浮动汇率制度；

3. 改革人民币中间价形成机制，由先前的“参考上日银行间市场加权平均价确定”改为“参考上日收盘价确定”，日浮动区间维持在 $\pm 0.3\%$ 不变

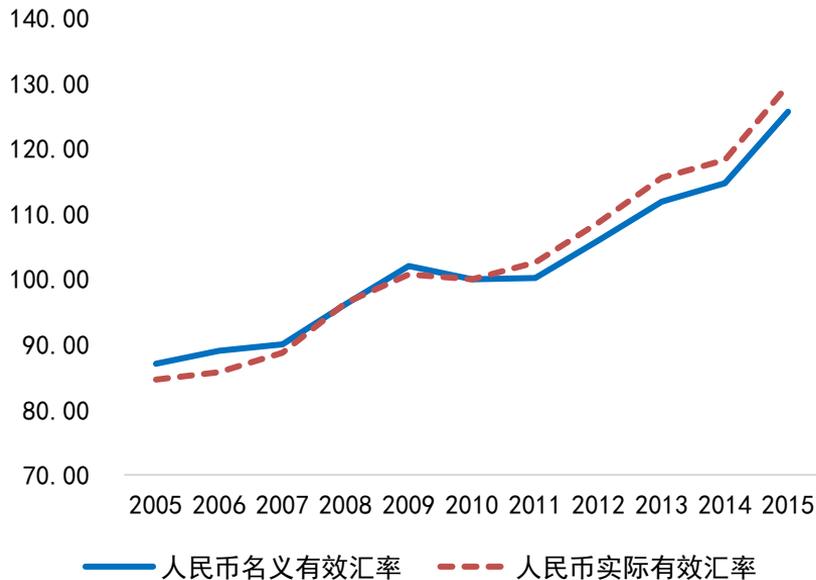
4. 随着人民币汇率弹性的逐步提高，远期结售汇业务试点范围从中国银行扩展到多家中资银行，人民币掉期业务正式在银行间开办

5. 取消了银行对客户办理结售汇业务的挂牌汇率浮动区间限制



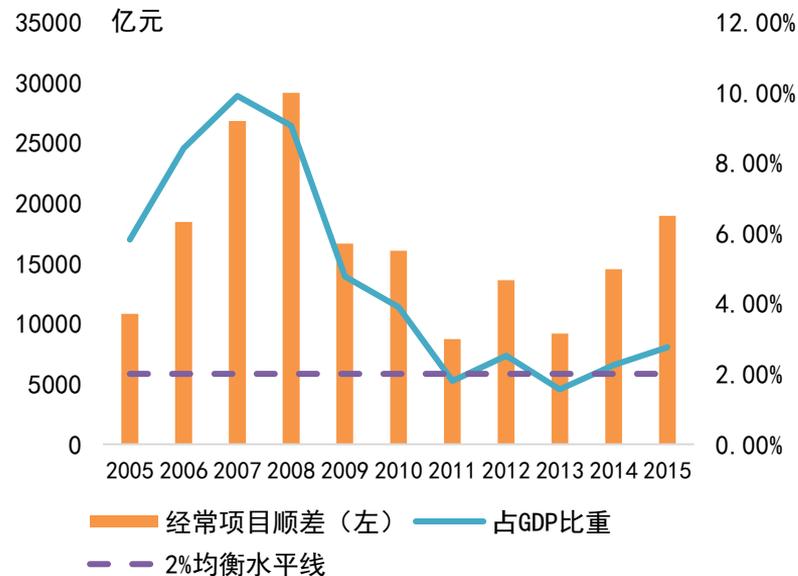
## 3、汇改影响及意义

图：人民币完成单边升值，汇率水平趋于合理



资料来源：BIS 南华研究

图：人民币经常项目顺差占GDP比重总体回落



资料来源：Wind 南华研究

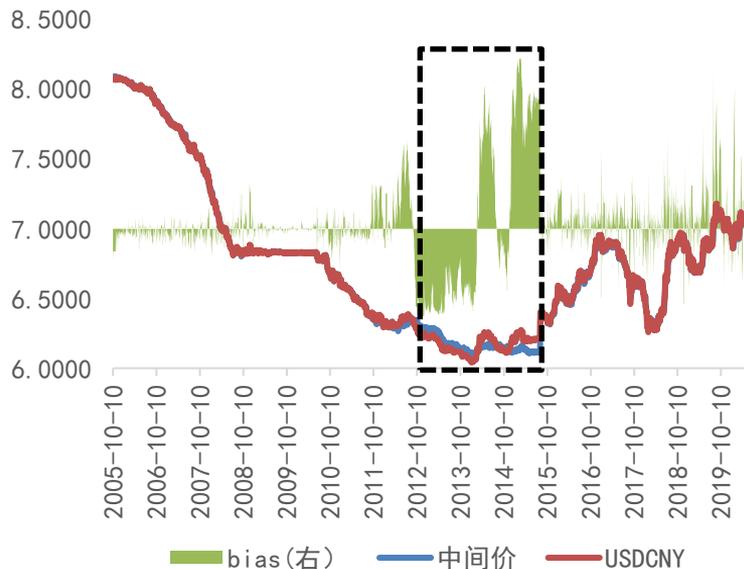
## 3、汇改影响及意义——外汇市场建设不断推进

| 时间          | 政策   | 影响                          |
|-------------|--|-----------------------------|
| 2005年8月2日   | 《中国人民银行关于扩大外汇指定银行对客户远期结售汇业务和开办人民币与外币掉期业务有关问题的通知》       | 远期结售汇市场参与银行大幅增加，掉期业务开展并逐步扩大 |
| 2005年8月8日   | 《中国人民银行关于加快发展外汇市场有关问题的通知》                              | 外汇市场正式开启快速发展之路              |
| 2005年11月24日 | 《国家外汇管理局关于印发〈银行间外汇市场做市商指引（暂行）〉的通知》                     | 银行间外汇市场正式引入做市商              |
| 2005年12月29日 | 《国家外汇管理局关于印发〈非金融企业和非银行金融机构申请银行间即期外汇市场会员资格实施细则（暂行）〉的通知》 | 银行间外汇市场交易主体进一步扩大            |
| 2011年2月16日  | 《国家外汇管理局关于人民币对外汇期权交易有关问题的通知》                           | 人民币外汇期权正式推出                 |

资料来源：外管局网站 南华研究

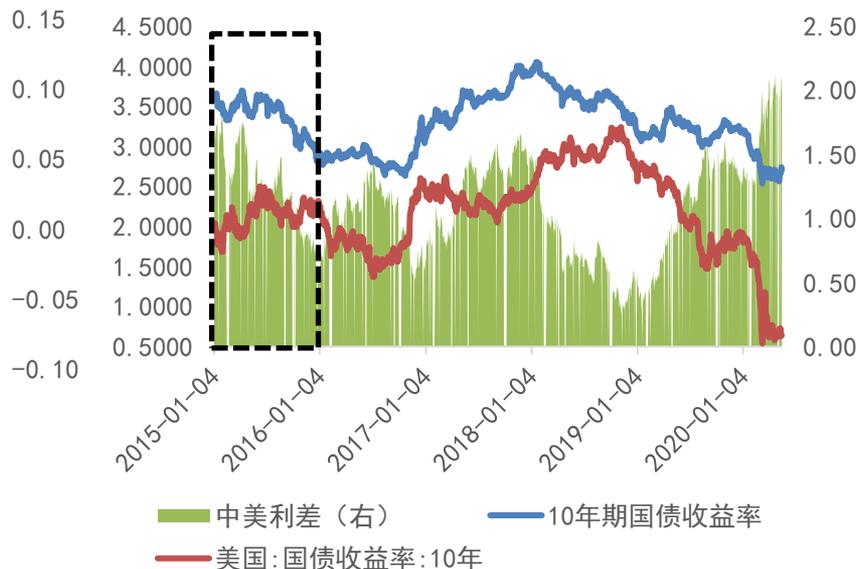
## 1、汇改背景

图：USDCNY与中间价偏离度加大倒逼市场改革



资料来源：Wind 南华研究

图：中美新一轮货币政策差异产生人民币贬值需求



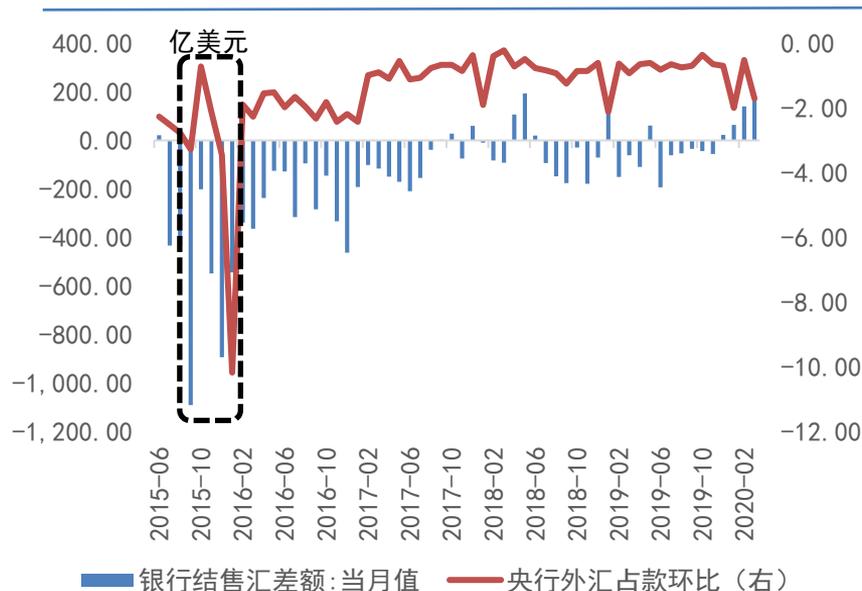
资料来源：Wind 南华研究

### 2、汇改内容——中间价新增一篮子变化

- 最新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。
- 至此，人民币兑美元中间价报价时不仅需要考虑上日收盘汇率，还要考虑一篮子货币汇率变化。

## 3、汇改影响及意义

图：贬值预期刺激资本大幅外流



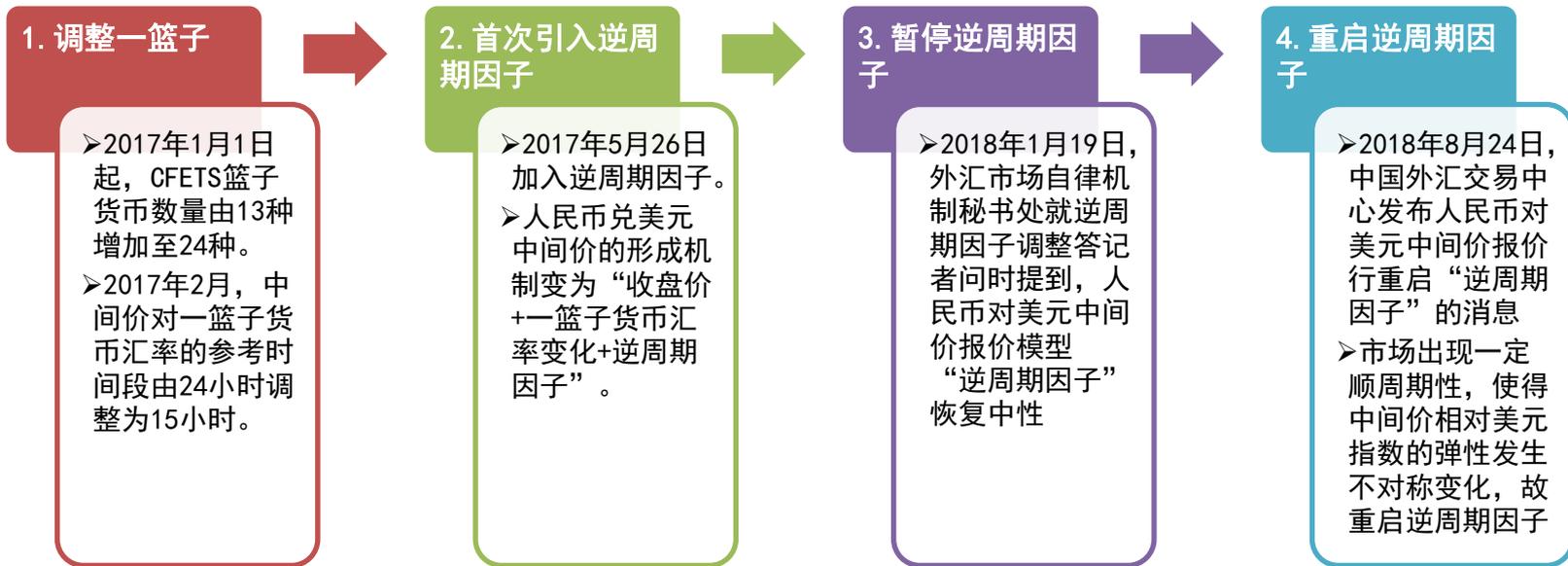
资料来源：Wind 南华研究

表：人民币汇率弹性增大，双向波动加剧

| $\sigma$ | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| CNY      | 2.81% | 2.85% | 3.46% | 4.55% | 4.11% |
| CNH      | 4.50% | 3.92% | 4.25% | 5.55% | 4.71% |

资料来源：Wind 南华研究

## 4、汇改后的新变化



当前人民币中间价的形成机制为：

**人民币中间价 = 收盘价 + 一篮子货币汇率变化 + 逆周期因子**

在计算逆周期因子时，可先从上一日收盘价较中间价的波幅中剔除篮子货币变动的影响，由此得到主要反映市场供求的汇率变化，再通过逆周期系数调整得到“逆周期因子”。

逆周期系数由各报价行根据经济基本面变化、外汇市场顺周期程度等自行设定。  
——2017年第二季度《货币政策执行报告》

逆周期因子，实际上就是央行用来调节人民币中间价的工具。由于14家报价银行各自所占的权重并不向市场公布，“逆周期因子”的具体计算方法也不对外公布，因此人民币中间价的确定过程也可以被看做是一个“黑箱”。

## 中间价做市商

- 官方口径：中间价做市商数量在10-20家之间
- 彭博社口径：共计14家人民币中间价报价商

| 银行名称     | 类别    |
|----------|-------|
| 中国工商银行   | 国有行   |
| 中国农业银行   |       |
| 中国银行     |       |
| 中国建设银行   |       |
| 交通银行     |       |
| 中信银行     | 股份制银行 |
| 招商银行     |       |
| 上海浦东发展银行 |       |
| 兴业银行     |       |
| 花旗银行     | 外资银行  |
| 汇丰银行     |       |
| 渣打银行     |       |
| 三菱日联银行   |       |
| 蒙特利尔银行   |       |

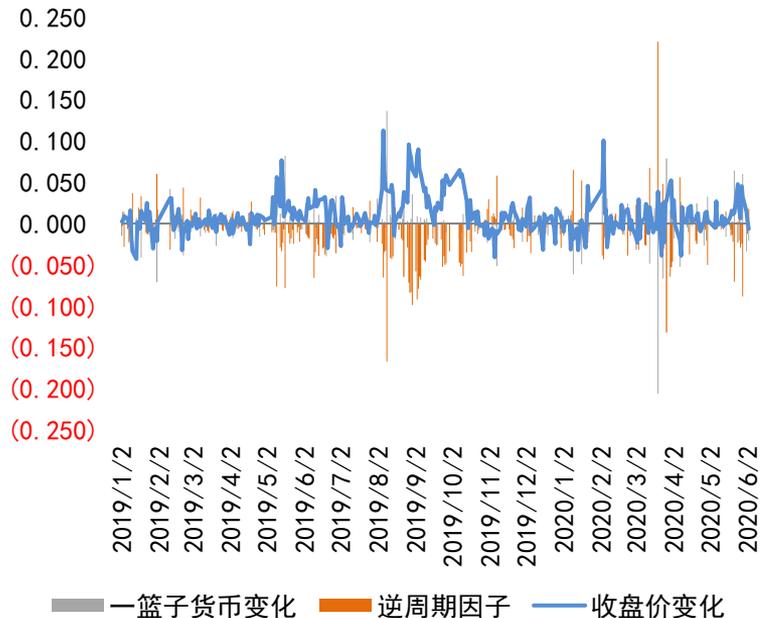
资料来源：Bloomberg 南华研究

图：人民币汇率走势



资料来源: Wind 南华研究

图：从逆周期因子看央行态度



资料来源: Bloomberg 南华研究



# 03

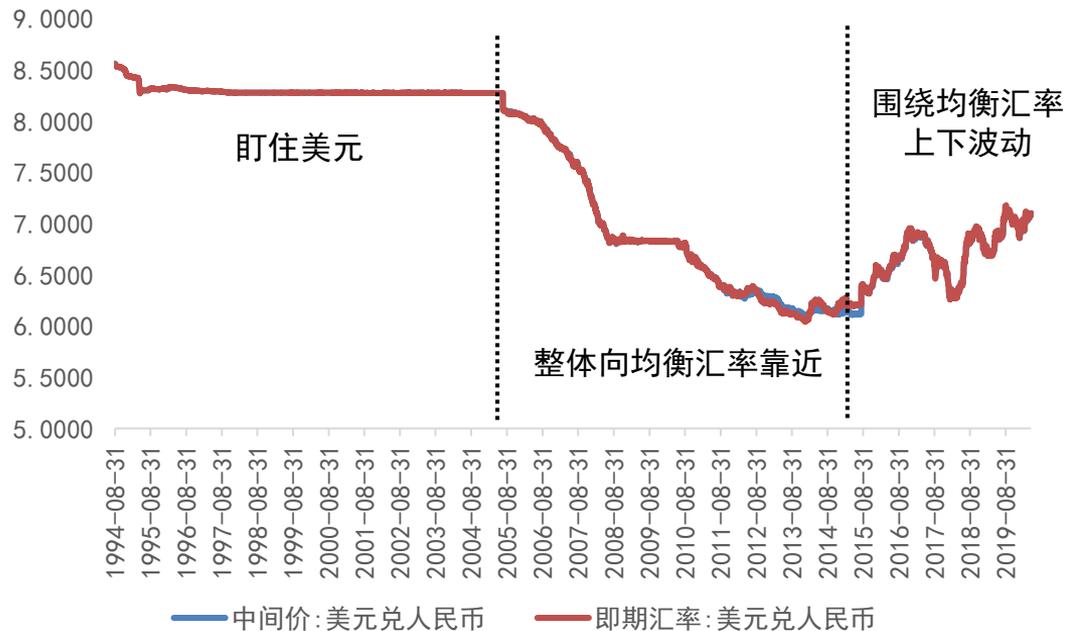
## 关于汇改的几点总结

1. 改革目标
2. 改革之旅
3. 汇改时机的选择

## 1、改革目标

汇率市场化

从汇改目标看，推进**汇率市场化**始终是人民币的改革方向



资料来源: Wind 南华研究

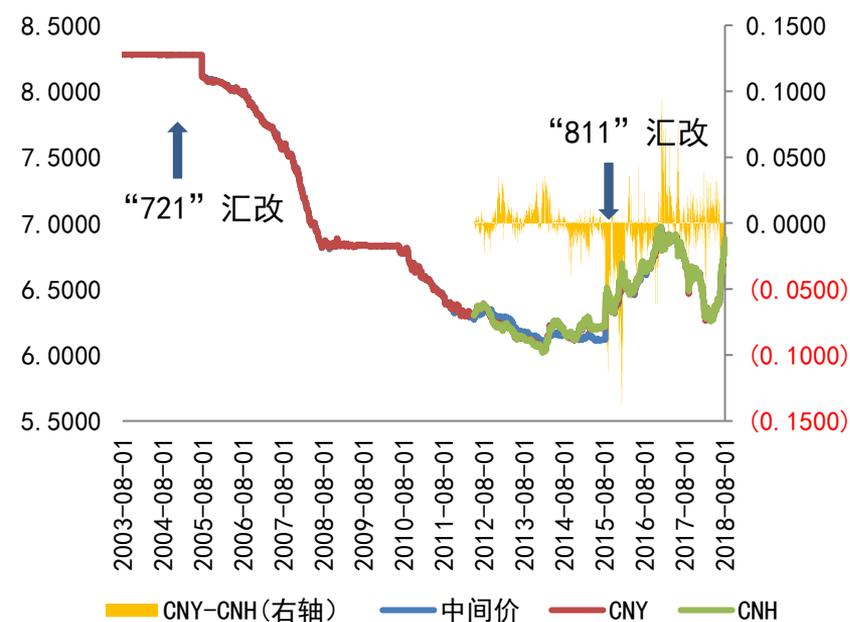
### 2、改革进程——曲折前行

| 时间          | 汇率改革进程                            |
|-------------|-----------------------------------|
| 1994. 1. 1  | 双轨制汇率并轨                           |
| 1994-1996   | 人民币双向浮动                           |
| 1997-2005   | 盯住美元                              |
| 2005. 7. 21 | 正式开启浮动汇率体系                        |
| 2005-2008   | 汇率浮动幅度逐步扩大                        |
| 2008-2015   |                                   |
| 2008-2010   | 盯住美元                              |
| 2015. 8. 11 | 人民币中间价报价模型：“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”       |
| 2017. 5. 26 | 人民币中间价报价模型：“收盘汇率+一篮子货币汇率变化+逆周期因子” |

### 3、汇改时机的选择

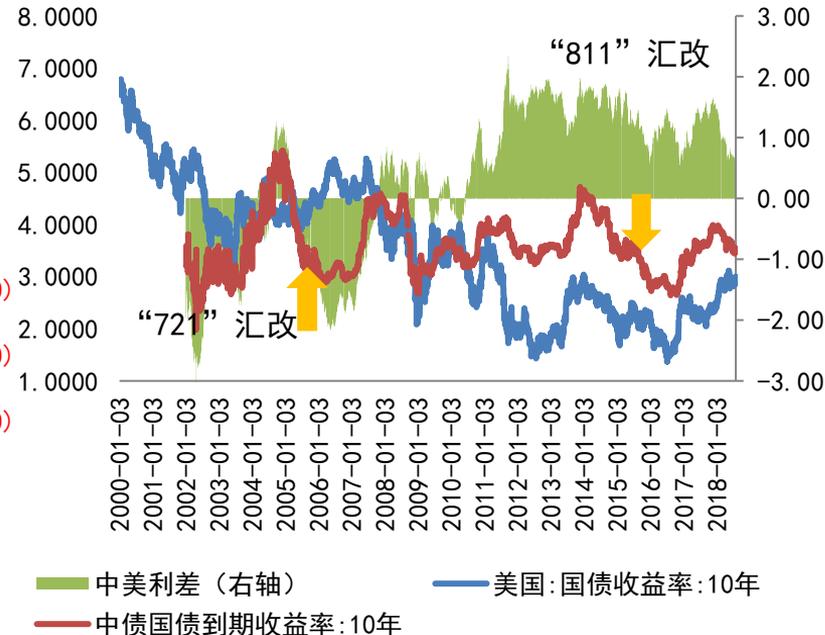


图：人民币过度偏离均衡水平



资料来源：Wind 南华研究

图：中美货币政策差异产生人民币升贬值需求



资料来源：Wind 南华研究

### 国内外形势相对友好

2003年，美国因“911”事件等原因经济重挫，美联储连续降息，人民币升值压力已经很大，但国内央行之所以坚持盯住美元的汇率安排不动摇，是因为2003年国际上爆发伊拉克战争，国内非典疫情肆虐，内外部不确定性因素较多。

此后，随着国有独资商业银行的财务重组和股份制改革启动，国内金融体系稳健性大大提高，加上2004年国内经济逐渐走出通缩的阴影，人民币汇率改革的时间窗口再次被打开。

2015年，整体局势向好，央行正式采取行动。



南华期货官微

## 南华期货股份有限公司

地址：浙江省杭州市西湖大道193号定安名都A座三楼

演讲人：马燕

电话：15088602066

邮箱：[mayan@nawaa.com](mailto:mayan@nawaa.com)

股票简称：南华期货 股票代码：603093

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



南华期货  
NANHUA FUTURES

首家A股上市期货公司

股票简称：南华期货

股票代码：603093

客服热线 400 8888 910