

人民币先生，节日快乐！ ——写在“811 汇改”五周年之际

近 30 年来，中国标志性的汇率改革有三次，分别是 1994 年汇改、2005 年的“721 汇改”和 2015 年的“811 汇改”。“811 汇改”可以算是人民币的成人礼，标志着人民币迈出了成熟货币的重要一步。转眼间，“811 汇改”已过去整整五年，人民币经历了较为完整的升贬值周期，其形成机制的有效性有所提升、波动也更为自由、灵活，人民币市场化的进程持续推进。纵观汇改历史，我们发现央行汇改之路并非一帆风顺，但推动汇率市场化的决心不可动摇。我们相信，人民币的征途将是星辰大海，繁花似锦。

一、人民币汇改回眸：乘风破浪，厚积而薄发

为增强人民币汇率中间价的市场化程度和基准性，2015 年 8 月 11 日，中国央行宣布调整人民币汇率中间价报价机制，要求外汇市场做市商在每日银行间外汇市场开盘前，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向中国外汇交易中心提供中间价报价。在实施新报价方式后，人民币通过一次性大幅贬值的方式，将汇率调整到相对合适的位置，也改善了之前市场价和中间价偏离度居高不下的状况。人民币汇率中间价在 11 日至 13 日，分别较上日下调 1136、1008 及 704 个基点。三日累计暴跌近 3000 点，人民币汇率中间价从 6.1 直接进入 6.4 时代。2017 年 5 月央行推出逆周期因子以对冲市场情绪，让汇率更好地反映国内经济基本面。去年 8 月“破 7”，破除了汇率操纵国的荒谬说法，人民币汇率弹性进一步增加，双向波动幅度越来越大。根据“三元悖论”理论，越是灵活的汇率政策意味着货币政策的自主性越大。人民币汇率的弹性加大，给予了央行更多的货币政策自主性，有助于去杠杆、防风险目标的达成。同时，汇率更市场化的浮动也有利于人民币国际化和金融对外开放。

图 1：人民币汇率改革之路（2015 年至今）



数据来源：WIND 南华研究

表 1：人民币汇率年度波动率（2015 年至今）

年度	2015	2016	2017	2018	2019	2020 年初至今
USDCNY 即期汇率	2.77%	2.81%	3.41%	4.49%	4.05%	4.40%
人民币汇率中间价	3.00%	3.54%	3.12%	4.05%	2.74%	3.58%

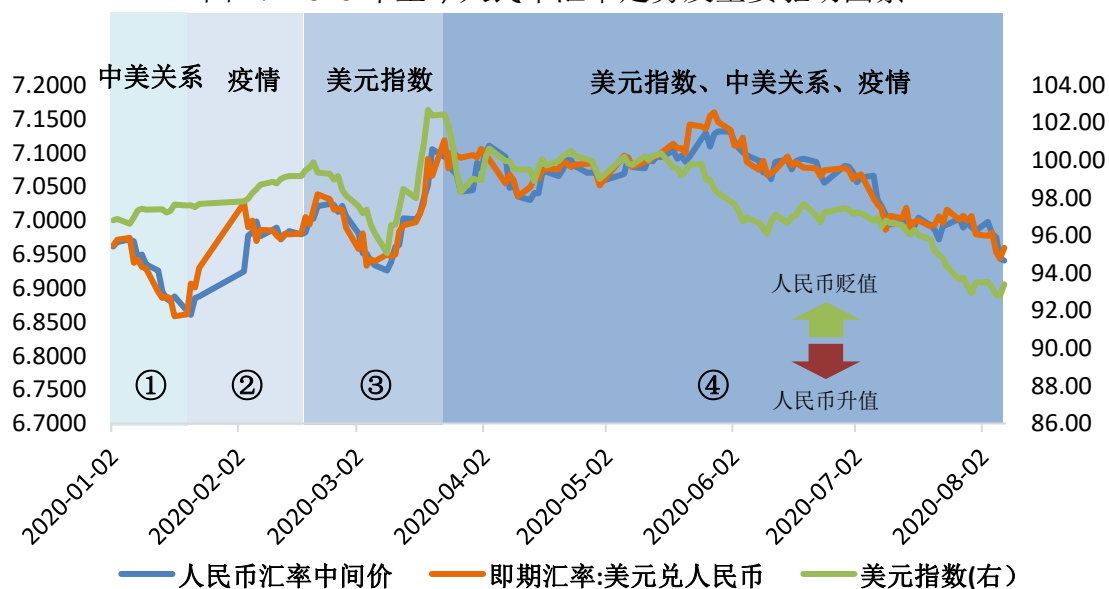
数据来源：WIND 南华研究

二、人民币的 2020 年：新挑战 新机遇

2020 年，在新冠疫情爆发的大背景下，全球经济受到重挫，市场恐慌情绪蔓延。从年初至今，美元兑人民币即期汇率累计升值 0.05%。从汇率弹性来看，其最高点和最低点之间的波幅为 4.40%，波幅较为稳定。

根据人民币汇率的影响因素，我们大致将 2020 年以来人民币汇率走势划分成四个阶段。在阶段①，人民币汇率主要受中美关系的影响。第一阶段中美经贸协议签署顺利，中美关系转暖，市场情绪普遍乐观，人民币汇率延续了 2019 年年底的升值行情。在阶段②，人民币汇率走势由新冠疫情的蔓延和防治所主导。国内疫情爆发，人民币汇率震荡上行。在阶段③，国外疫情爆发，美指承压，我国作为全球疫情防控和复工复产的先行者，人民币汇率止跌，逆风翻盘。但随着全球避险情绪飙升、美元流动性紧张，人民币汇率开始贬值，但相对于其它非美货币来说，人民币录得较小贬值幅度。在阶段④，人民币汇率走势的逻辑由美元指数、中美关系与疫情互相交织。从 5 月开始中美关系再次重回视野，中美双方在政治、科技、疫情、涉港、涉疆等问题上开始角力，人民币汇率小幅贬值。进入 7 月之后，在市场避险情绪下美指走势疲弱，人民币总体呈升值走势。近期，人民币汇率双向波动态势更为明显，其与我国股市出现了较为强烈的股汇联动现象。究其原因，主要是因为中美关系与疫情造成的恐慌情绪及外资流入为人民币带来的需求使得汇率和股市之间搭起了桥梁。

图 2：2020 年至今人民币汇率走势及主要驱动因素



数据来源：WIND 南华研究

那么在 2020 年剩下的日子里，人民币汇率将会怎么走呢？我们对于人民币汇率接下来的走势总体保持乐观，预计运行区间保持在[6.85-7.20]。美元指数、国内经济及中美关系变化将会是影响人民币汇率走势的重要因素，疫情对我国经济乃至汇率的扰动将明显降低。在排序上，我们认为美元指数最为重要，中美关

系变化次之，最后是国内经济。但若中美关系出现重大转向或变化，美元指数将让位于中美关系。分情况讨论，人民币汇率的走势可能出现以下两种情景：

情景一：中美关系未超预期变化

我国拥有疫情先发优势，防疫措施比较到位且复工复产稳步推进，供给端显著修复，出口情况好转，国际收支情况逐步得以改善。因此，国内经济的修复力度也将优于欧美等国。叠加我国股市与债市皆具配置价值，有利于进一步吸引跨境资金流入，推升人民币。美元指数方面，预计美指长期将走弱，中短期整体偏弱运行。综上，人民币汇率有较大升值概率。但考虑到疫情的不确定性以及中短期美指走弱的过程，不是一蹴而就的，中间可能会有一些扰动因素使得其短期反弹。因此，在此情境下，美元兑人民币汇率预计在[6.85,7.05]的主要波动区间内震荡，并逐步走至区间下轨 6.85。若中美关系出现转暖趋势及疫情在海外出现二次爆发，那么人民币汇率也有突破 6.85 的可能性。

情景二：中美关系超预期变化，市场无法在短期内消化

对人民币汇率最大的不利因素来自于中美关系变化。特朗普或因支持率显著下行、为了能够连任及转移美国国内矛盾等目的对我国超预期发难，或借疫情等其它各种借口发动更多争端。因此，在此情景下，我们认为美元兑人民币汇率将承受更多的贬值压力。预计其在 [7.05,7.20]波动区间内震荡，并有可能突破 7.2。

三、 尾言：砥砺前行

尽管疫情的到来及中美关系给人民币汇率的走势带来不少压力和不确定性，但我们坚信人民币汇率走势的核心在于国家的目标和意志，合理均衡地保持人民币汇率在合理范围内波动将是未来长期坚持的汇率导向。人民币的征途将是星辰大海，繁花似锦。

在最后的最后，

人民币先生，节日快乐！

重要声明：本报告和内容仅供参考，不构成任何投资建议。