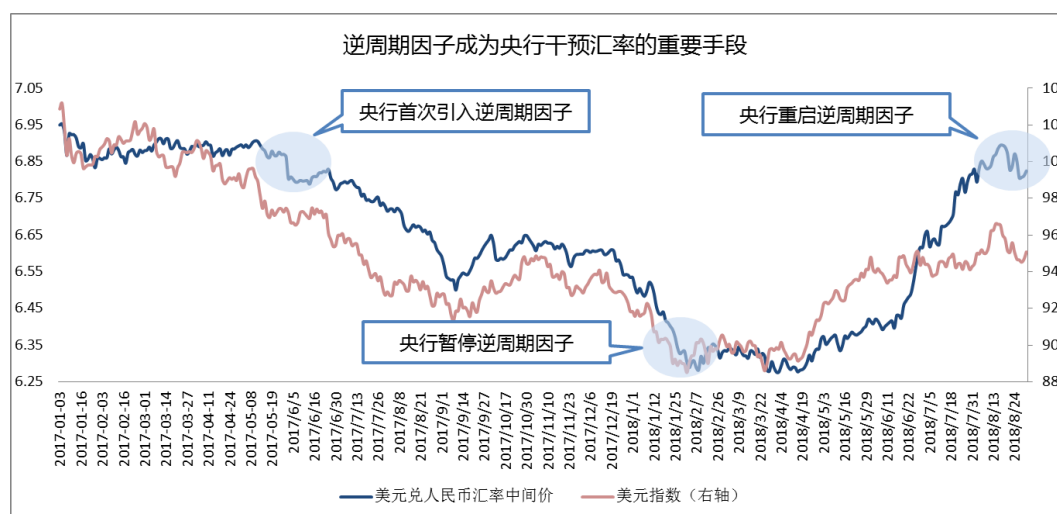


央行多项措施干预汇率，贸易战背景下人民币稳定尤其重要

——宏观经济专题报告

央行重启逆周期因子以调节人民币汇率：2017年初，美元指数呈下行趋势，非美货币汇率纷纷随之走强。2017年1-5月，欧元、日元、英镑和澳元对美元汇率分别升值6.91%、5.58%、4.46%和3.08%。而同期人民币兑美元汇率仅升值1.07%，升值幅度明显弱于其他非美货币，并导致人民币一篮子汇率由2017年初的95.3下滑至5月底的92.4，降幅超过3%。2017年5月26日，央行首次启动中间价逆周期因子，人民币兑美元中间价随之持续走强，人民币一篮子汇率也随即触底并强势反弹。至2018年1月，美元兑人民币中间价由2017年5月的6.88下降至6.44后，央行宣布暂停逆周期因子；之后数月内，美元兑人民币中间价一度升至6.2-6.3之间。但今年7月以来，外汇市场再度发生剧烈变化，成为央行重启“逆周期因子”的重要背景。7-8月，人民币汇率持续下跌，7月底美元兑人民币中间价升至6.72，较6月底上升3.87%；8月底又升至6.86，月度涨幅2.08%，汇率波动之大是我国自开启浮动汇率制度以来从未经历过的。虽然近期央行采取多项政策干预汇率，且效果也较为明显，但我们认为，美元指数并未趋势性下行之前，人民币相对美元难以出现持续的升值行情。一方面，市场对美联储年内四次加息的预期仍有不足，在美欧基本面分化并未扭转之前，倘若未来预期抬升，仍可能对美元指数形成助力，但或难以突破前高；另一方面，美方对中方2000亿美元商品征税大概率将落地，贸易摩擦的风险依旧徘徊不去。

图表1：2017年以来美元兑人民币汇率中间价及美元指数走势



数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

今年以来人民币呈现“先升后贬”的走势：今年4月份以来人民币汇率结束了前期的强势升值阶段进入贬值通道。我们认为，人民币汇率仍具备稳定的基础，短期可控，长期汇率仍取决于经济、市场风险、贸易摩擦等多重因素。人民币对美元的汇率水平主要受双方物价水平、利率水平、经济增长、市场供求、政策调整和心理预期等六个因素的相对变化影响。目前中国经济仍保持相对中高速增长，中美10年期国债利差绝对值回升至均值，近期中国外汇储备仍为小幅增加趋势，这些因素都为人民币维稳提供了空间和条件。而在政策调整方面，近期汇率走势可依政策分为两个阶段：一是自由落体阶段（6月中旬-7月2日）。这一阶段央行未就外汇政策做出明显调整。其逻辑依据在于贸易战大背景下，人民币在一定程度上的贬值或有助于推动出口，助力经济增长。二是人民币汇率趋稳阶段（7月3日起至今）。人民币经过前期贬值或有助于推动出口。但在人民币国际化及“一带一路”倡议的背景下，人民币币值仍需保持稳定。中央经济工

作会议、新一届金融委首次会议等重大会议多次提到将维持汇率稳定作为防范金融风险的重点。7月31日召开的中央政治局会议中,汇率稳定也作为“六个稳”中“稳预期”的一部分内容被提及。在上述背景下,7月3日起,汇率走势进入了央行采取多种调控手段维持汇率稳定的阶段。

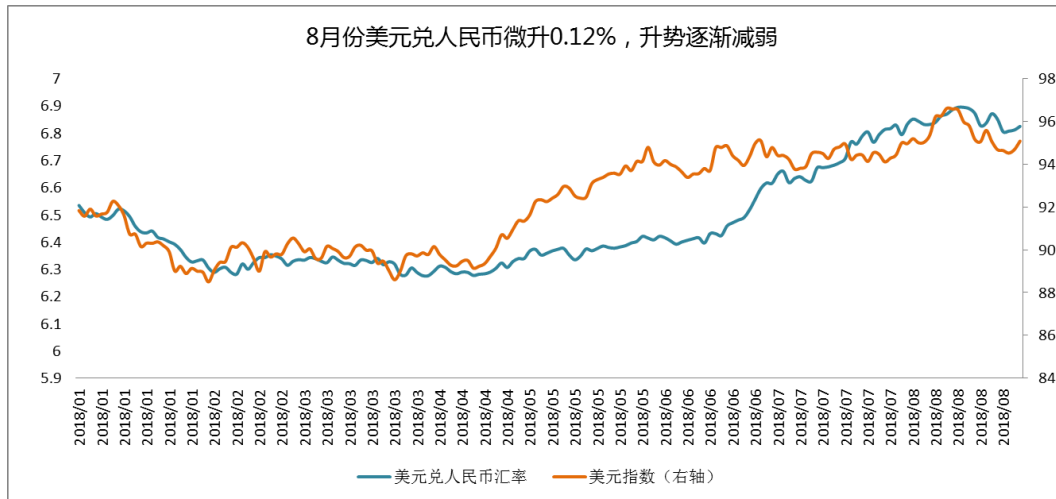
图表 2 : 近期央行对人民币汇率进行的多项政策干预

管理手段	基本概念	市场表现	具体政策	干预结果
预期管理	管理层通过对政策工具的界定、对政策调整时机所应具备条件的解释,以及定期举行会议并公布纪要等,使政策在某种程度上可被预见,以有效引导、协调和稳定公众对人民币汇率的预期	6月14日至7月3日,仅14个交易日,人民币汇率从6.4贬值至6.7,贬值幅度达到4.7%	7月3日,央行行长易纲、副行长潘功胜先后表示,央行将继续实行稳健中性的货币政策,有信心保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定	从央行7月3日进行预期管理的汇率点位可以看出,6.7的汇率水平达到了央行进行预期管理的心理点位
交易管理	央行从微观角度干预市场主体的交易行为,以影响人民币汇率	8月15日,离岸人民币汇率跌破6.95关口,单日跌幅近0.8%	央行禁止各银行通过同业往来账户向境外存放或拆放人民币资金,增加做空人民币成本	6.95关口已经超过了央行进行交易管理的目标点位
规则管理	央行通过改变市场规则影响人民币汇率	8月3日,美元兑人民币中间价报6.8322,贬值380个基点。离岸人民币汇率盘中跌破6.89,刷新2017年5月以来新低	8月6日,央行将远期“逆周期因子”调节汇率交易	提高购汇成本,抑制利用离岸和在岸人民币汇率价差进行套利的行为 8月28日,美元兑人民币中间价报6.8052,较上一交易日大幅上调456点,这一涨幅也创近14个月来新高

资料来源:新华网,北广投资管研究院整理

央行政策调整对近期人民币稳定起到重要作用:受美元反弹影响,2018年9月3日,美元兑人民币汇率中间价收于6.8347元,较上一交易日下调101基点。市场人士表示,人民币对美元快速贬值的过程料已告一段落,后续可能以双向震荡为主,关注美元指数走势。8月31日,美元指数收盘上涨0.46%报95.12,连涨两日,因投资者通过美元寻求避险。当周(8月27-31日)美元指数仍小幅下跌0.06%,8月则累计上涨0.62%。自今年6月份开始,尽管美元指数继续走高,但涨势明显放缓,6月、7月、8月连续3个月涨幅均未超过1%,凸显出市场各方对美元指数后续走势的看法出现分化。外汇分析人士表示,虽然美国经济在主要发达经济体中仍“一枝独秀”,美联储在稳步推进货币政策正常化,9月份加息也几无悬念,年底可能还会有一次加息行动,但美元指数对此已经有所反映。市场转而开始关注后续美联储货币政策的空间。我们认为,一方面,经过前几个月连续贬值,人民币对美元汇率调整压力已经有所释放;另一方面,外汇市场逆周期调节力度加大,包括上调外汇风险准备金、重启逆周期因子、加大外汇违规行为惩处力度等,有利于稳定外汇市场预期,防范人民币汇率出现单边超调。

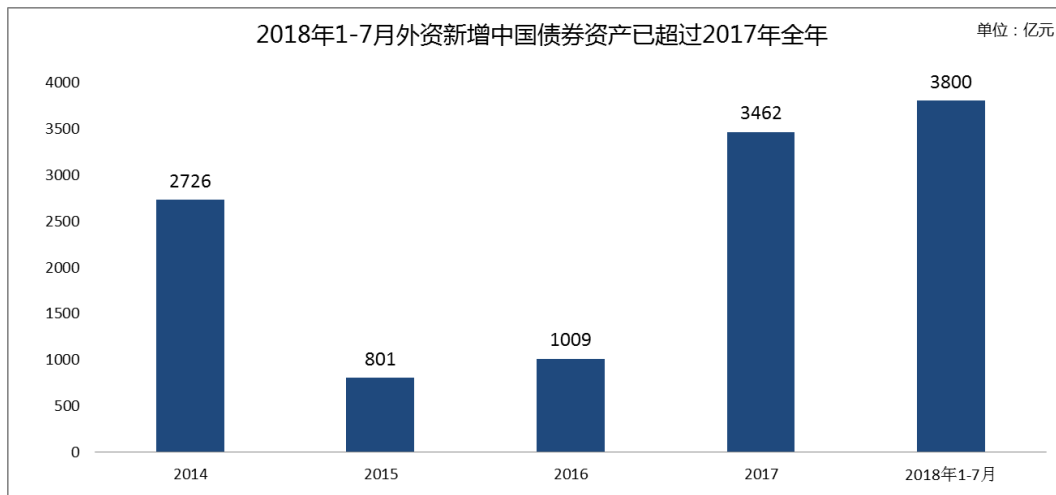
图表 3 : 2018 年以来美元兑人民币汇率与美元指数走势



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

汇率稳定有助于境外资金持续投资人民币债券资产：目前，境外离岸人民币总存款规模在 1 万多亿元人民币，而当前境外投资者持有的境内人民币债券余额已超过 1.35 万亿人民币。因此，投资境内市场的境外投资者的本金主要可能还是外币资金，其在投资境内市场时必然要考虑汇率波动的风险，人民币汇率风险的对冲成本就成为影响境外机构投资境内市场的重要因素。今年以来，境外机构持续增持境内人民币债券，根据中债登最新公布的 7 月份债券托管数据，境外机构 7 月增持境内人民币债券 582 亿元，尽管较上月有所下降（6 月为 871 亿元），但绝对规模依然不小。今年 1-7 月境外机构在中债登平台累计增持人民币债券 3800 亿元，占同期人民币债券增量的 13%。除了“债券通”开通、境外人民币资金池规模扩大、境内债券投资收益率较为可观等因素外，人民币汇率风险对冲成本在今年以来持续下跌也是重要推动因素。但受近期连续贬值的影响，汇率风险对冲成本或将趋于上涨，进而对境外机构增持境内债券产生抑制作用。我们认为，从保持境内债市对境外投资者吸引力、维护债券市场对外开放度的角度来看，保持人民币汇率总体稳定、避免形成过度贬值预期十分重要。近期出台的征收远期售汇风险准备金、重启逆周期因子等举措，表明了货币当局稳定人民币汇率的决心，未来人民币汇率预计不会进一步持续大幅贬值，美元兑人民币汇率破 7 的可能性不大，这有利于稳定外汇市场，进而有利于境外投资者继续投资境内债券市场。

图表 4：境外投资者新增人民币债券资产规模

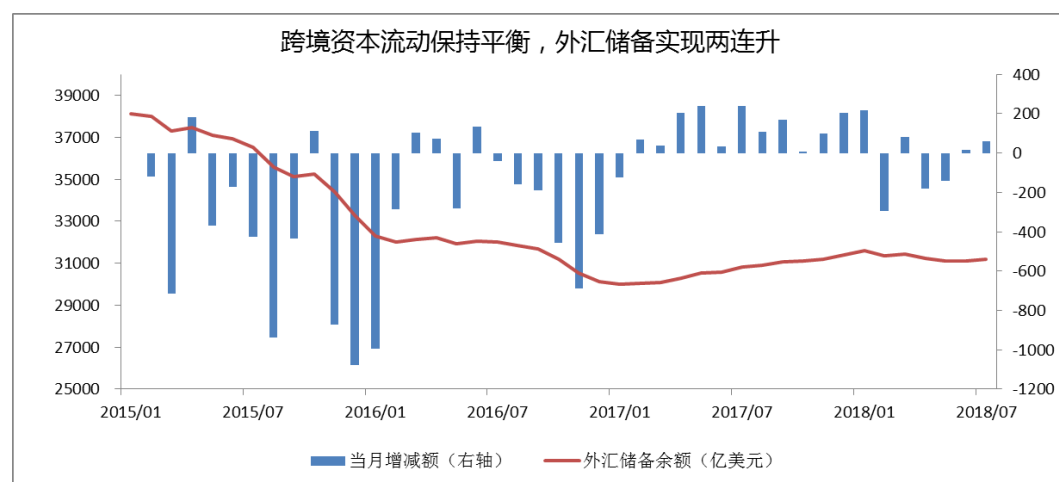


数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

中国外汇储备规模保持稳定：根据中国央行数据显示，截至 2018 年 7 月末，中国外汇储备规模为 31179.5

亿美元，较6月末上升58.2亿美元。7月份外汇储备为连续两个月增加，6月份增加15.06亿美元。今年以来，随着我国金融业对外开放的推进和人民币汇率市场化改革的深入推进，我国外汇储备规模呈现出总体稳定、小幅双向波动的局面。4月份和5月份，我国外汇储备规模分别回落180亿美元和142亿美元，6月份小幅回升15.06亿美元。7月份美元指数在94和95附近波动，总体变化不大，欧元、日元、英镑等对美元汇率未有明显变化，因此，汇兑因素对外汇储备的影响不大。7月份，10年期美国国债收益率略有上升，债券估值因素略有负面影响。因此，7月份外储增加，表明当前跨境资金流动形势总体稳定，保持净流入。这同时也表明，在人民币贬值压力加大的情况下，央行未就汇率进行干预。整体来看，剔除利率平价因素来看人民币离岸远期汇率所隐含的贬值预期，目前，人民币汇率仍总体处于稳定区间，这决定了跨境资本流动短期无忧，年内外汇储备预计仍将小幅增减，并保持总体稳定。

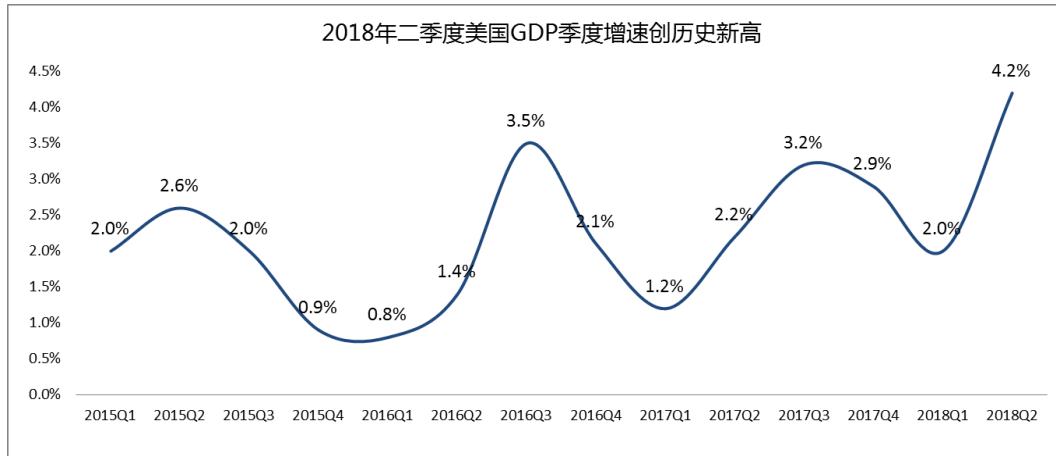
图表5：外汇储备余额月度变化情况



数据来源：中国央行，北广投资管研究院整理

美国经济“一枝独秀”将继续推动美元指数走高：今年美国经济强劲复苏，欧日经济则相对偏弱，年内美元指数有可能会保持在95-100的区间内。今年一季度美国GDP环比初值按年率增长2.3%，二季度进一步提高到4.2%，为2014年三季度以来最好水平，也是2008年金融危机以来的第三高；同时通胀水平不断攀升，6月CPI同比增长2.9%，创2012年2月以来最大增幅；5、6月失业率分别为3.8%、4%，接近历史最低。相比之下，欧元区和日本经济则相对偏弱，一季度欧元区实际GDP环比增长0.4%，较上一季度下降0.3个百分点，日本一季度GDP环比折年率减少0.6%。美国经济向好态势可能在中短期内难以改变。欧元区经济基本面虽然稳定，但英国脱欧、意大利等国放松财政等有不影响。受困于结构性改革难以迅速奏效和内需不足，日本经济在短期内也难有起色。国际货币基金组织在最新发布的7月《世界经济展望报告》中预计，美国2018年和2019年的增长率分别为2.9%和2.7%；而欧元区经济的增长率预计从2017年的2.4%下降到2018年的2.2%，2019年将进一步下降到1.9%；预计日本经济增长在2018年、2019年分别为1%和0.9%。美国经济相对其他经济体的较快增长将导致美国名义GDP在全球名义GDP中的比例上升，进而推高美元指数。

图表6：美国GDP季度增速



数据来源：路透社，北广投资管研究院整理

图表 7：2018 年 7 月 IMF 发布最新的《世界经济展望报告》

经济预期	2016	2017	2018年7月		2018年4月	
			2018F	2019F	2018F	2019F
全球	3.2%	3.7%	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
发达经济体	1.7%	2.4%	2.4%	2.2%	2.5%	2.2%
美国	1.5%	2.3%	2.9%	2.7%	2.9%	2.7%
欧元区	1.8%	2.4%	2.2%	1.9%	2.6%	2.0%
德国	1.9%	2.5%	2.2%	2.1%	2.5%	2.0%
法国	1.1%	2.3%	1.8%	1.7%	2.1%	2.0%
意大利	0.9%	1.5%	1.2%	1.0%	1.5%	1.1%
英国	1.8%	1.7%	1.4%	1.5%	1.6%	1.5%
加拿大	1.4%	3.0%	2.1%	2.0%	2.1%	2.0%
日本	1.0%	1.7%	1.0%	0.9%	1.2%	0.9%
新兴市场和发展中经济体	4.4%	4.7%	4.9%	5.1%	4.9%	5.1%
俄罗斯	-0.2%	1.5%	1.7%	1.5%	1.7%	1.5%
新兴和发展中亚	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%	6.6%
中国	6.7%	6.9%	6.6%	6.4%	6.6%	6.4%
印度	7.1%	6.7%	7.3%	7.5%	7.4%	7.8%
巴西	-3.5%	1.0%	1.8%	2.5%	2.3%	2.5%
墨西哥	2.9%	2.0%	2.3%	2.7%	2.3%	3.0%
南非	0.6%	1.3%	1.5%	1.7%	1.5%	1.7%

数据来源：国际货币基金组织，北广投资管研究院整理

美联储将继续保持渐进式加息节奏：日前，杰克逊霍尔全球央行年会落下帷幕。全球三大央行中的欧洲央行行长德拉吉以及日本央行行长黑田东彦均未出席，仅美联储主席鲍威尔发表货币政策演讲。鲍威尔表示，在长期的复苏过程中，美国经济得到了实质性的加强。近 9 年失业率稳步下降，目前降至 3.9% 的水平，接近 20 年来的低点。大多数想找工作的人都可以找到工作。鲍威尔进一步指出，在过去的 6 年中，通胀率一直低于 2% 的目标水平，不过当前通胀率已经出现上涨，并且接近美联储设定的 2% 目标水平。对于美联储而言，如何制定货币政策令经济既不会过热也不会再次陷入衰退，是目前最重要的任务，尤其是在全球贸易争端加剧的背景之下。在鲍威尔看来，进一步加息是保护美国经济最好的方式，并且有理由相信美国经济将继续保持强劲。我们认为，鲍威尔在此次全球央行年会上的表态，令市场认为美联储的货币政策不会比预期的更加“鹰”派，同时也证实了市场对美联储今年将再次加息两次的预期。而欧洲央行、日本央

行以及英国央行则因各自不同的经济状况和面临的风险，采取具有各自风格的政策路径。欧央行行长德拉吉表示将采取谨慎退出量化宽松政策的态度；日本央行表示将在未来一段时间内继续实行宽松的货币政策来应对低迷的经济增长；而英国央行在 8 月的货币政策会议上宣布加息 25 个基点至 0.75%，对经济前景向好信心的提升成为其加息的重要因素。

图表 8：美联储加息节奏

加息时间	加息 (BP)	区间
2015年12月17日	25	0.25%—0.5%
2016年12月15日	25	0.5%—0.75%
2017年3月16日	25	0.75%—1.0%
2017年6月14日	25	1.0%—1.25%
2017年12月14日	25	1.25%—1.5%
2018年3月22日	25	1.5%—1.75%
2018年6月14日	25	1.75%—2.0%
2018年	预计再加息2次	
2019年	预计再加息3次	
2020年	预计再加息2次	

资料来源：路透社，北广投资管研究院整理

美元持续加息对全球金融市场造成冲击：目前，美元正处于升值周期中，而从过去的历史来看，强美元周期下，新兴市场经济体及其汇率将受到严重冲击，比如 20 世纪 80 年代的拉美债务危机和 90 年代的东南亚金融危机等。而在 2018 年，新兴市场经济体也是危机四伏，委内瑞拉发布新货币主权玻利瓦尔，与强势玻利瓦尔兑换币率为 1:10 万，贬值 95%。土耳其里拉兑美元汇率跌幅扩大至 13.5%，最低至 6.3，与去年相比，土耳其里拉汇率在近一年中已经下跌超过 66%，创历史新低。而受里拉崩盘的影响，欧元随即暴跌，并推动美元指数大涨至 13 个月新高。4 月初，俄罗斯遭遇股汇双杀，卢布大幅贬值，卢布兑美元汇率跌破 60 大关，最低至 64 卢布兑 1 美元，目前在 63 卢布兑 1 美元左右，较 2017 年末贬值 9.4%。2018 年，巴西雷亚尔对美元贬值了 9.5%，印度卢比兑美元从 63.4 : 1 贬值到 67.4 : 1，贬值幅度超过了 6%。整体来看，在全球货币政策由紧到松、再由松向紧的大背景下，面对美联储持续加息，新兴市场国家受到冲击，强势美元下，新兴市场国家的货币危机将再次爆发。

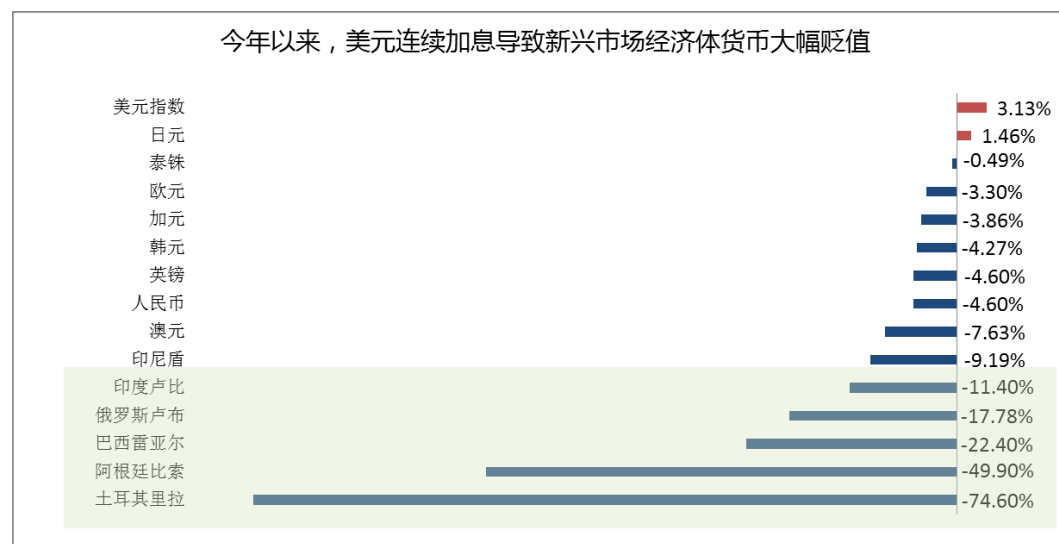
图表 9：美元加息引发过多次新兴市场经济体的危机

开始时间	结束时间	持续时间 (月)	初始利率	结束利率	加息幅度 (BP)	爆发危机
1983年2月	1984年8月	18	8.63	11.50	287.50	拉美债务危机
1988年2月	1989年5月	15	6.50	9.81	331.25	日本经济危机
1994年1月	1995年2月	13	3.25	6.00	275.00	东南亚危机
1999年5月	2000年4月	13	5.00	6.50	150.00	互联网泡沫
2004年5月	2006年5月	11	1.25	5.25	400.00	次贷危机

资料来源：WIND，北广投资管研究院整理

新兴市场国家货币危机正在蔓延：8月，美国和土耳其之间的关系触及低点，因美国总统特朗普宣布对土耳其的钢铁和铝产品关税翻倍，作为对土耳其关押美国籍牧师布伦森的反应，从而引发土耳其货币里拉暴跌，8月当月里拉大幅贬值25%。今年以来，土耳其里拉兑美元已下跌超过40%。受土耳其货币危机外溢影响，阿根廷本币贬值和外债偿债压力持续上升。8月下旬，阿根廷央行为了避免比索快速贬值连续多日动用外汇储备。8月29日，阿根廷总统为了安抚市场、避免外汇消耗过快，通过电视讲话承诺会平稳、顺利度过危机，但希望国际货币基金组织加速提供后续的资金支持。印尼盾一度跌至1998年以来的最低点，印度卢比亦创下历史新低，势将录得三年来的最大月度跌幅；发达国家的股票相比之下更受青睐，部分原因在于企业盈利稳健。阿根廷和土耳其等市场的下跌引发了投资者对危机蔓延全球的担忧，再加上中美贸易紧张局势再次加剧，新兴市场资产将大概率持续走弱，MSCI新兴市场货币指数8月已累计下跌2.2%，预计9月仍将下跌，创下2015年9月以来最长连跌月数。整体来看，在美国利率上升、美元强势和贸易保护主义政策抬头的情况下，新兴市场国家本币贬值造成外债较重、国家偿债压力大幅上升。新兴市场国家分化明显，拉丁美洲国家和欧洲新兴市场国家危机程度明显高于亚洲新兴市场国家。

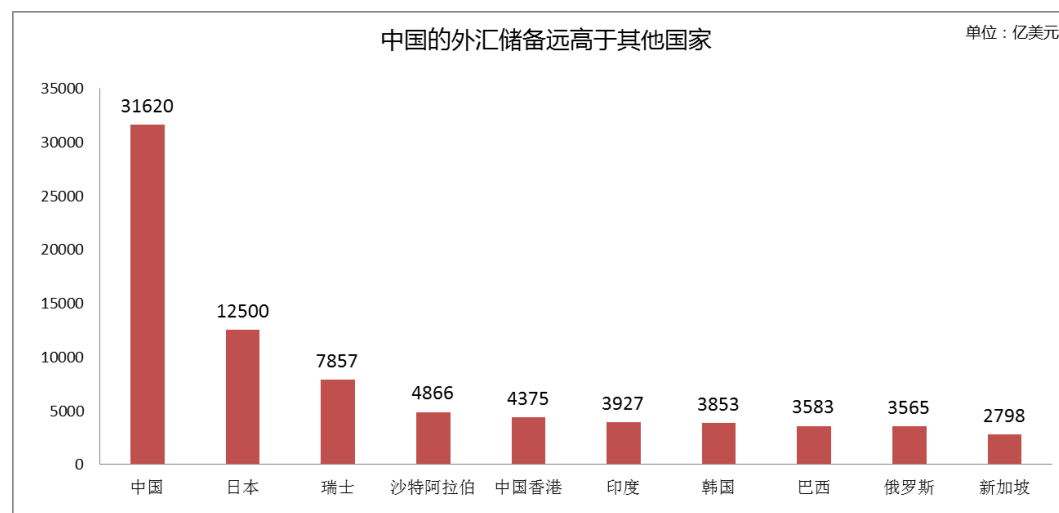
图表 10：2018 年全球主要经济体货币汇率升/贬值幅度



数据来源：WIND，北广投资管研究院整理（注：截至2018年9月6日）

外汇储备不足是新兴市场国家陷入货币危机的重要原因之一：外汇储备是一个国家经济健康的重要指标，可以为政策制定者提供控制通货膨胀的工具，确保商品的进口，并在不确定的经济环境下，给予国民一定的安全感。以阿根廷为例，债务危机始终是高悬在阿根廷头上的“达摩克利斯之剑”。经济总量曾居世界前十的阿根廷，在1980年代因债务危机陷入衰退。受东南亚金融危机和巴西金融动荡冲击，阿根廷经济滑坡，外债压力加剧，财政与金融崩溃，最终于2001年底爆发严重经济危机。对阿根廷来说，债务危机的阴影挥之不去，阿根廷曾八次违约，包括2001年历史上最大的主权债务违约。一个重要的原因就是外汇储备不足。阿根廷经济结构单一，以农产品和低端工业为主。单一的经济结构造成阿根廷对进口依赖程度较高，导致该国外汇储备消耗过多，在大规模国际收支逆差下，阿根廷比索容易承压。2017年阿根廷国际收支逆差307.92亿美元。为稳定外汇储备，阿根廷大量借入外债。据统计，阿根廷近三分之二的债务是以外币发行的，使得近年来阿根廷外债占GDP比重不断攀升。2017年，阿根廷外债规模约2330亿美元，占GDP的40%，远高于20%的国际警戒线。因此，在外汇储备有限、美元持续升值的背景下，外债持续攀升和资金外流对阿根廷的货币带来毁灭性的打击，这也是新兴市场国家货币危机爆发的普遍原因。

图表 11：全球外汇储备排名前十国家



数据来源：国际货币基金组织，北广投资管研究院整理

中国发生货币危机的可能性较小：中国和其他新兴市场国家相比，面临货币危机的可能性较小。原因在于虽然中国经济和其他新兴市场国家一样经济增速较快，但是经济特点、经济政策有一定的特殊性。对于具体逻辑，我们可以总结出有以下 3 点：1、从汇率制度来看，我国的汇率制度有其特殊性。其一，汇率形成机制特殊性；其二，我国尚未全面放开资本管制，资本无法完全自由流动。汇率制度的安排决定了国际游资难以利用对冲优势操控人民币的升贬，更难实行快进快出的获利模式。2、从外汇储备和外债上来看，我国外汇储备充足，大部分是美国国债。自 1997 年亚洲金融危机以来，我国的外汇储备呈现不断上升的趋势。3、从经济政策上来看，发生货币危机的新兴国家大多受到政局变动的影响，经济政策的持续性不强，央行的可信度不高。而中国作为全球最大的新兴经济体，经济结构尽管存在各种不平衡，但在供给侧结构性改革的作用下以及“一带一路”全球合作策略的推进下，主要过剩产能基本出清，结构性的扭曲已经得到一些改善。而政治上宪法的修订，降低了政策不连续的风险。因此，总结以上各方面的特点来看，中国与阿根廷、土耳其等新兴市场经济体的经济发展模式、经济政策、货币制度等均存在一定的差异，面对美元处于加息周期的外部环境，人民币汇率出现危机的可能性相对较小。

图表 12：中国与其他新兴市场国家主要经济数据对比

国家	国内生产总值 YOY	利率	通货膨胀率	失业率	预算	经常账户
阿根廷	3.60%	60.00%	31.20%	9.10%	-3.90%	-4.80%
委内瑞拉	-13.20%	20.81%	82766.00%	7.30%	-20.00%	2.00%
伊朗	2.70%	18.00%	18.00%	12.10%	-2.20%	4.26%
土耳其	7.40%	17.75%	17.90%	9.70%	-1.50%	-5.50%
埃及	5.40%	16.75%	13.50%	9.90%	-9.50%	-6.50%
墨西哥	2.60%	7.75%	4.81%	3.50%	-2.90%	-1.60%
巴基斯坦	5.79%	7.50%	5.83%	5.90%	-5.80%	-8.20%
俄罗斯	1.80%	7.25%	2.50%	4.70%	-1.50%	2.20%
孟加拉国	7.30%	6.75%	5.51%	4.20%	-4.80%	-2.60%
印度	8.20%	6.50%	4.17%	3.52%	-3.53%	-1.90%
巴西	1.00%	6.50%	4.48%	12.30%	-7.80%	-0.48%
南非	0.80%	6.50%	5.10%	27.20%	-4.60%	-2.50%
中国	6.70%	1.50%	2.10%	3.83%	3.00%	-0.43%

数据来源：WIND，北广投资管研究院整理

人民币汇率形成机制将坚持市场化改革方向：汇率的波动是市场化的主要特征。作为我国改革开放的重要目标，人民币国际化和资本和金融账户的可兑换的推进，必然要求增强人民币的汇率弹性。只有经过长期的双向波动，才能使市场接受人民币能涨能跌、能上能下的理念。尽管近年来人民币对美元汇率弹性逐步增强，但与其他 SDR 一篮子货币相比，人民币汇率的波动幅度依然较小，只相当于美元、欧元、日元、英镑等货币波幅的 1/3 左右。2018 年上半年，主要发达经济体货币对美元下跌 2.7%，新兴市场货币指数 MSCI 下跌 7.3%，同期人民币对美元汇率的中间价小幅下跌了 1.2%，CFETS 则小幅上涨 0.7%。从本轮人民币汇率波动来看，相对于美元指数变化，人民币贬值幅度要大得多，说明人民币汇率与美元指数相关性明显减弱。目前“收盘价+一篮子货币汇率+逆周期调节因子”的中间价形成机制符合当前的实际情况，有利于保持汇率稳定，抑制市场非理性行为。长期来看，人民币汇率机制改革还应坚定不移地坚持市场化方向，不断增强市场力量在人民币汇率形成机制中的主动作用。政策调节和干预主要应起到在特定时期抑制追涨杀跌、投机套利等非理性和不规范行为，以积极引导市场，防止汇率长时期明显偏离经济基本面。

图表 13：人民币汇率形成机制改革进程

时间	改革内容
2005年7月21日	人民银行宣布进行汇率机制改革，人民币对美元即日升值2%
2007年5月21日	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%
2010年6月19日	进一步推进人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性
2012年4月16日	银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度进一步扩大到1%
2014年3月17日	银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度，由1%扩大至2%
2015年8月11日	完善人民币汇率中间价形成机制

资料来源：中国央行，北广投资管研究院整理

中国央行向市场传达出明确的稳定汇率的政策导向：国际货币基金组织认为，汇率出现持续大幅度的波动并带来强烈的负面效应时，当局不仅可以而且应该对它进行干预。因为一国货币汇率波动幅度过大，尤其是重要国家的货币汇率，不仅影响本国经济，对国际经济也是一种扰动，作为货币当局有责任保持市场平

稳运行。基本面对汇率的影响往往是从中长期角度着眼的。虽然在一定时期基本面因素并不支持一国货币贬值，但市场存在一系列组合性不利因素依然可能导致该国货币汇率短期内大幅下挫，甚至严重超调，从而对该国经济产生较大的负面影响，此时当局调节和干预汇率就很有必要。当前，中国外部不确定性显著上升，中美之间贸易摩擦加剧，发达国家货币政策持续分化，外汇市场上顺周期行为和“羊群效应”明显，人民币汇率短期波动幅度偏大，非理性市场预期抬头，中国央行采取措施调节汇率机制和市场供求关系，增加投机性交易成本是十分有必要的。这些举措表明中国政府对于外汇市场波动的容忍是有底线的，向市场明确表达了政策导向。总体来看，未来一个时期，我国仍应坚持以市场供求为基础、参考一篮子货币的有管理的浮动汇率制度，坚持市场化改革方向，逐步扩大汇率弹性，与其他相关改革开放举措同步协调推进，最终实现汇率自由浮动的目标。

图表 14：人民币汇率与央行政策干预情况



资料来源：中国央行，北广投资管研究院整理

北广投资管研究院观点：央行多项措施干预汇率，贸易战背景下人民币稳定尤其重要。总体来看，当前人民币汇率仍面临较大的下行压力，8月公布的美联储会议纪要和美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔年会上的讲话都明确指向9月加息，CME 联邦基金利率期货显示加息概率为96%。在税改等因素带动下，美国经济增长强劲，短期内美元依旧保持强势，人民币面临贬值压力。但从中长期看，随着税改红利消退，美国经济前景有待观察，美元走势存在不确定性。中美新一轮160亿关税已经开征，下一批2000亿美元关税的听证会很快结束，可能即将公布实施。中美低级别贸易谈判尚未显出积极迹象，贸易战前景难言乐观。在外部环境可能继续恶化的情况下，中国的贸易前景蒙上一层阴霾。从政策角度来看，中国央行当前一方面通过直接干预定价机制，一方面通过限制银行向离岸市场提供人民币流动性，从而大幅提升空头做空成本进行维稳。更重要的是，在金融市场对外开放的大趋势下，稳汇率还能吸引越来越多境外投资机构增加人民币债券、股票的投资额度，在充实外汇储备来源的同时，也驱动着人民币国际化稳步推进。