

人民币有效汇率参考一篮子货币： 转换带来升值时间窗口

华创证券首席经济学家：巴曙松博士¹/华中炜²/杨现领³

联系人：华中炜

Tel: 010-59370896

Email: huazhongwei@hczq.com

联系人：杨现领

Tel: 010-59370833

Email: yangxianling@hczq.com

作者简介

巴曙松研究员，国务院发展研究中心金融研究所副所长，博士生导师，中国银行业协会首席经济学家，华创证券首席经济学家。

巴曙松研究员为享受国务院特殊津贴专家，中国宏观经济学会副秘书长，还担任中国人力资源和社会保障部企业年金资格评审专家、中国证监会基金评议专家委员会委员、中国银监会考试委员会专家、招商银行和招商局博士后专家指导委员会委员，宁波银行首席经济学家等，先后担任中国银行杭州市分行副行长、中银香港助理总经理、中国证券业协会发展战略委员会主任、中央人民政府驻香港联络办公室经济部副部长等职务。巴曙松研究员还曾担任中共中央政治局集体学习主讲专家，主要专著或译著有《巴塞尔新资本协议研究》、《中国金融市场发展路径研究》、《金融危机中的巴塞尔新资本协议》、《美国货币史》、《大而不倒》等。



¹巴曙松博士还担任国务院发展研究中心金融研究所副所长

²华创证券研究所宏观研究员

³华创证券研究所宏观研究员

报告要点

- 我们需要提请投资者关注的是，2011 年中国的货币政策规则发生三个明显的变化，并将对市场产生持续的影响：其一是参考“GDP+CPI”实施差别存款准备金率，动态调节货币与信贷，社会融资总量则成为一个监测指标，不太可能成为政策标的；其二是利率工具参考“负利率水平”进行调节，央行掌握的自由度与空间可能有所扩大；其三是人民币有效汇率参考一篮子货币进行调节，不再过分强调对单一货币的双边汇率。
- 一篮子货币的参照系有三层含义：其一，与参考单一货币相比，不再片面强调人民币对某一货币的双边汇率，人民币对单一货币有升有贬，体现有管理的浮动汇率制度上下浮动的特点；其二，汇率调节更为关注贸易总量平衡，不再片面强调中国对单一国家的双边贸易状况；其三，篮子货币的选择更加多元化，以体现国际贸易和投资结构的多元化。
- 关于篮子货币和权重的选择，大致判断：1) 目前美元在货币篮子中的比重仍较大，真正实现参考一篮子货币，就意味着对美元的过份依赖有所降低；2) 由于美元在外汇储备资产的占比仍较大，预计人民币/美元的双边汇率依然影响较大，维持有效汇率在合理均衡水平的相对稳定预计逐步成为央行的政策目标之一；3) 综合考虑，货币篮子尽管覆盖的货币数量较多，但是大致可以归结为美元类货币、日元类货币、欧元类货币，三者的构成只能根据相关经济指标大致模拟测算，预计美元依然可能占据主导地位。
- 关于人民币有效汇率升值的可能时点选择：1) 考虑到目前国际原油、粮食及其它大宗商品价格明显上涨，输入型通胀压力加大，以及 G20 财长会议对外部不平衡修复的强调，特别是抑制输入型通胀的现实要求，人民币有效汇率升值的可能性加大；2) 美元对其它主要货币特别是欧元升值时，人民币有效汇率的升值不仅可以稳定汇率预期，也可以避免今后更大的被动升值压力。
- 从幅度的选择上看，大致可以模拟测算：1) 基于当前抑制总需求、管理输入型通胀的较大压力，升值幅度预计会大于 2010 年。从全年来看，上半年的升值空间可能大于下半年，因此，不能排除总体上呈现上半年以较大幅度升值，下半年稍有回调的可能，整体上使全年的升值趋势依然会保持“主动性、渐进性、可控性原则”，继续呈现“双向波动、小幅升值”态势。
- 从可能的“参考”方式看，人民币参考一篮子货币对美元汇率的响应方式可以有三种备用的选择，具体的选择组合取决于不同的市场环境：1) 日常的美元汇率波动通过篮子货币的“浮动区间”来覆盖。如果基期设定的“浮动区间”为 $\pm 0.3\%$ ，如美元在篮子货币的权重有 50%，美元汇率日常发生 $\pm 0.6\%$ 的波动仍然使篮子价值保持在浮动区间内；2) 如果美元汇率发生大幅度波动，现在浮动区间的两个端点不足覆盖，那么可以通过扩大浮动区间的方式进行调节，虽然浮动区间的扩大意味着汇率的弹性会更强，为了避免波动幅度过大，在有管理的浮动汇率制度下，可以通过外汇市场进行必要的干预；2) 如果美元持续升值或贬值，而且幅度较大，在这种情况下，如果人民币货币篮子的中心平价不调整，那么有效汇率就存在高估或低估，此时，合理的选择是引导变化中心平价。

目 录

一、从参考单一美元到参考一篮子货币：游戏规则的可能转换.....	4
（一）美元占据重要地位的有管理浮动汇率制度.....	4
（二）考虑转向参考“一篮子货币”.....	6
二、以一篮子货币作为汇率调节的参照系：实施条件逐步具备.....	7
（一）经常账户收支回归总量均衡的约束已弱化.....	7
（二）评估中美双边贸易的重要性.....	8
（三）客观把握出口部门的应对能力.....	10
三、人民币汇率参考一篮子货币调节：时点、幅度与方式.....	11
（一）“参考”不等于“盯住”.....	11
（二）篮子货币选择、货币权重设定的模拟分析.....	12
（三）人民币有效汇率升值的可能路径.....	15
（四）对美元波动响应的可能路径.....	16

图表目录

图表 1 GDP 与 CPI 变化趋势.....	4
图表 2 中国人民银行外汇储备与基础货币变化情况（亿人民币）.....	5
图表 3 经常项目顺差（10 亿美元）.....	6
图表 4 NDF 表示的人民币升值预期(%).....	6
图表 5 央行的资产负债表及对冲操作（亿）.....	6
图表 6 人民币盯住美元锚的三个阶段.....	7
图表 7 经常项目均衡值与实际有效汇率（%）.....	8
图表 8 中国对美国出口和进口的贸易权重（%）.....	9
图表 9 中美通胀之差（%）与美元指数趋势.....	9
图表 10 一般贸易与加工贸易占比.....	10
图表 11 第二产业与第三产业的就业比重变化（%）.....	11
图表 12 一个模拟的货币篮子及调节规则.....	12
图表 13 中国主要贸易伙伴的双边贸易量与贸易权重.....	13
图表 14 中国 FDI 的来源结构.....	13
图表 15 美元仍然是全球最主要的储备资产.....	14
图表 16 国际清算银行测算的人民币有效汇率货币篮子.....	14
图表 17 盯住或参考美元、欧元的国家数量（1975-2005）.....	15
图表 18 新元货币篮子.....	15
图表 19 人民币名义有效汇率的波动周期.....	16
图表 20 2011 年人民币升值预期.....	16
图表 21 一篮子货币.....	17

报告正文

从汇率制度的特征看，盯住与参考是两种不同的汇率规则，盯住与固定汇率相联系，而参考与弹性汇率相联系，100%的参考即为盯住。通常一国汇率可选择以黄金、单一或一篮子货币、一篮子商品、通货膨胀率作为汇率规则的“参照系”，而不同的汇率形成规则相应界定了政策目标与政策工具的选择。从这个角度上讲，人民币从主要关注美元汇率，到参考一篮子货币的转变是不同汇率规则之间的转换，均衡汇率的概念被弱化，汇率规则的概念则被强化，作为一种规则的变化，这是值得关注的一个可能转换。

一、从参考单一美元到参考一篮子货币：游戏规则的可能转换

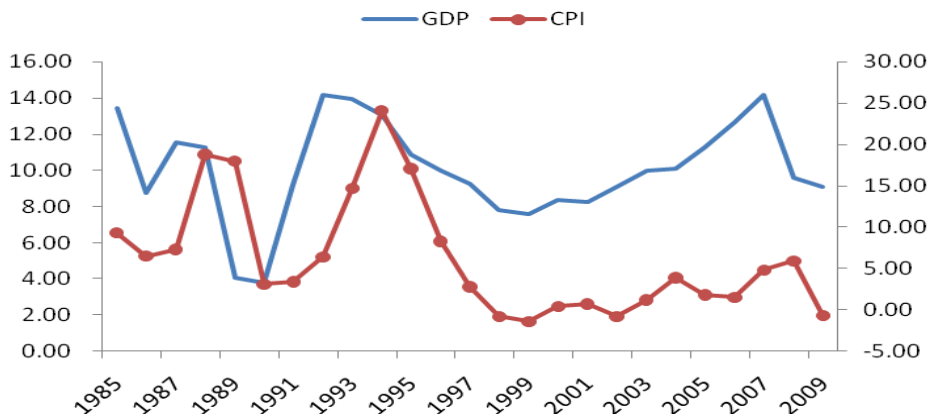
2010年6月人民币汇率形成机制进一步改革的重新启动标志着危机应对期间的特殊汇率政策走向正常化，央行当时的相关公告强调将逐步实现从参考单一美元到参考一篮子货币的转变，这意味着2011年人民币有效汇率可能会逐步转向主要参照经常项目平衡波动，更加关注以一篮子货币为参照系，不片面强调人民币对单一货币的双边汇率。

从历史的时间跨度考察，人民币汇率的调节规则经历了几个明显的阶段性变化。

（一）美元占据重要影响地位的有管理浮动汇率制度

第一阶段始于1994年汇率改革，可以说一直持续到2010年6月。在这一阶段，还经历了两次人民币汇率波动幅度显著收窄的阶段，其中一次是亚洲金融危机时期，另外一次就是此次金融危机时期（大致上可以说从2008年8月到2010年6月19日）。

图表 1 GDP 与 CPI 变化趋势



数据来源：WIND

应当说，1994年的汇率并轨以及一系列配套的汇率改革，取得了十分明显的成效，有力地稳定了当时的国际国内经济形势，经济增长率的波动幅度得以平滑，并使实际产出增长曲线变得更为平坦。同时，因为内外部平衡掌握相对较好，外汇购买量基本低于基础货币增加量，央行在外汇占款压力下被动进行对冲操作的压力不大。

图表 2 中国人民银行外汇储备与基础货币变化情况（亿人民币）

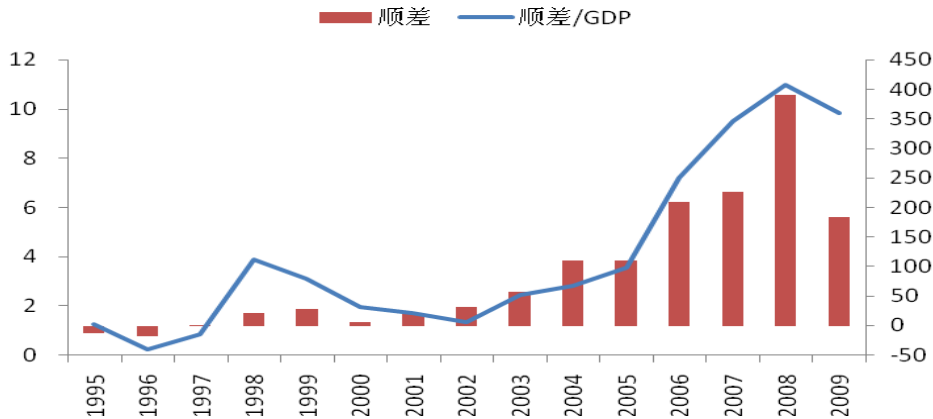
	外汇 储备	基础 货币	外汇储备/基础 货币	外储变化 量（1）	基础货币 变化量（2）	(1)/(2)
1998	13,088	31,335	42%	439	703	62%
1999	14,061	33,620	42%	974	2,285	43%
2000	14,815	36,491	41%	753	2,871	26%
2001	18,850	39,852	47%	4,036	3,360	120%
2002	22,107	45,138	49%	3,257	5,286	62%
2003	29,842	52,841	56%	7,734	7,703	100%
2004	45,940	58,856	78%	16,098	6,015	268%
2005	62,140	64,343	97%	16,200	5,487	295%
2006	84,361	77,758	108%	22,221	13,415	166%
2007	115,169	101,545	113%	30,808	23,788	130%
2008	149,624	129,222	116%	34,456	27,677	124%
2009	175,155	143,985	122%	25,530	14,763	173%
2010: 1-10	200,640	166,138	121%	25,486	22,153	115%

数据来源：中国人民银行，作者计算

在经历了亚洲金融危机的冲击之后，2005 年 7 月再次启动了人民币汇率形成机制改革，人民币重新进入有管理的浮动汇率制度的轨道。2008 年 7 月国际金融危机爆发，人民币兑美元在经过 3 年、累计幅度超过 20% 的升值周期后，为了避免危机的传染，人民币兑美元汇率波动区间再次主动收窄。

在 2005 年启动的人民币汇率形成机制重新回到有管理的浮动汇率制度轨道，基础条件是当时大型金融机构改革大体部署完毕；同时加入 WTO 后，中国出口竞争力大大增强，使经常账户顺差大规模增加。另外，从 2002 年开始，在美国经济需求强劲扩张等带动下，中国的贸易顺差/GDP 迅速上速，由 2002 年的不足 2% 逐步扩大至 2007 年的 10%，尤其表现在中国制造业出口大幅增加的绝大部分被美国市场所吸引，使得中美双边贸易顺差的扩张更为迅猛；在贸易顺差规模扩大和人民币升值压力推动下，央行通过外汇购买而形成的基础货币被动投放规模和对冲压力明显扩大，表现在央行资产负债表的“资产方”就是迅速上升的外汇储备的累积，表现在“负债方”就是央行金融机构准备金存款和央票发行规模的急剧扩张（外汇储备/基础货币逐步大于 1）。

图表 3 经常项目顺差（10 亿美元）



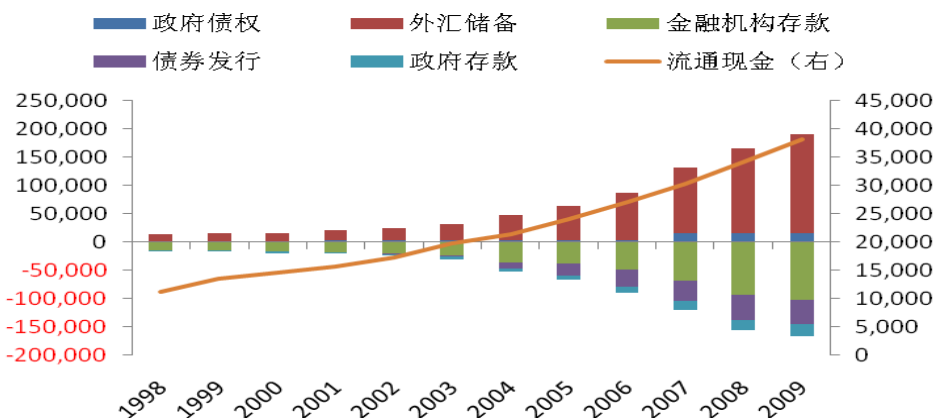
数据来源: WIND

图表 4 NDF 表示的人民币升值预期(%)



数据来源: WIND

图表 5 央行的资产负债表及对冲操作（亿）



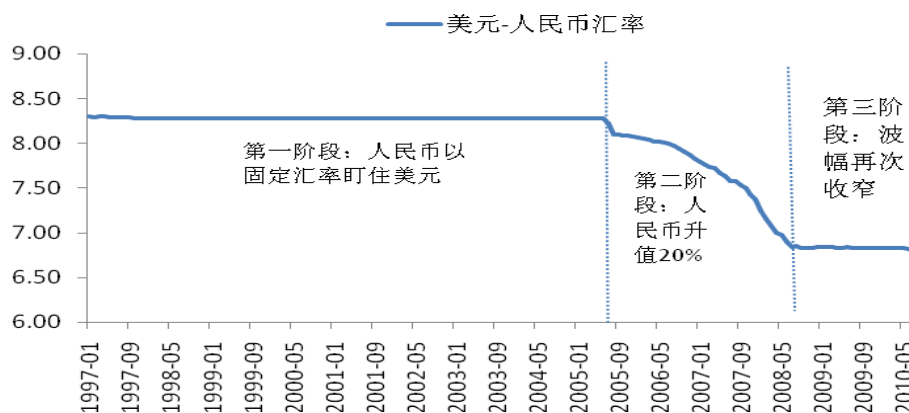
数据来源: WIND

（三）转向参考“一篮子货币”

2010 年 6 月 19 日央行决定进一步推动人民币汇率形成机制改革，增强人民币汇率弹性。其重要经济背景，是 2010 年随着中国经济在危机冲击下强劲复苏，出口呈现恢复性增长，央

行增强人民币汇率弹性，实现汇率正常化、退出阶段性的美元盯住政策的条件已经具备。同时，考虑到美元走弱的态势，以及中国对外经贸往来日益多元化的格局，逐步降低对美元的过度依赖，创造条件逐步转向参考一篮子货币，成为一个现实的考虑和选择。

图表 6 人民币盯住美元锚的三个阶段



数据来源：WIND

二、以一篮子货币作为汇率调节的参照系：实施条件逐步具备

一篮子货币的参照系有三层含义：其一，从参考一篮子货币的角度看汇率调节，与主要关注单一货币相比，不再片面强调人民币对某一货币的双边汇率，人民币对单一货币有升有贬，体现有管理浮动汇率制度的特点，整体上则在合理均衡的基础上保持稳定；其二，汇率调节目标更为关注国际收支特别是总体贸易状况的总量平衡，不再片面强调中国对单一国家的双边贸易状况，汇率趋向于贸易平衡的方向调节；其三，篮子货币的选择更加多元化，以体现国际贸易和投资结构的多元化，而篮子货币的具体权重则以中国主要贸易伙伴的加权比重和外汇储备、跨境支付的币种结构为主要参考依据。

事实上，2005 年人民币汇率形成机制改革以来，一篮子货币的参照系作为既定的汇率参考方向和汇率的调节规则一直是 2005 年和 2010 年两次汇改时货币当局重点强调的内容。

基于以下几个方面原因，可以预计，随着 2010 年 6 月汇率改革的重新启动和汇率形成机制的正常化，真正实施并以更快的步伐推进以一篮子货币为参照系进行汇率调节的基本条件正逐步具备。

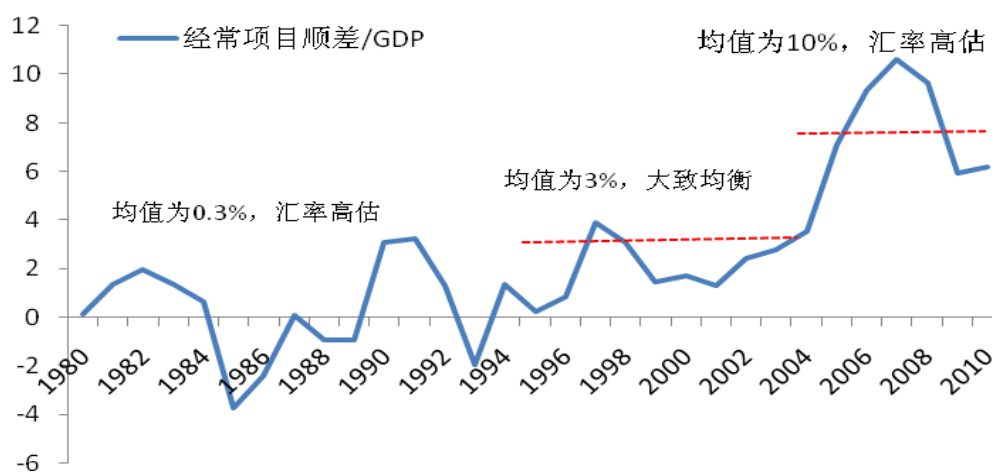
（一）经常账户收支回归总量均衡的约束已弱化

从经常项目收支平衡的角度考察，参考一篮子货币的最终目标是实现国际贸易收支的大体平衡。国际上通用的衡量标准是经常项目收支差额与 GDP 的均衡值，如果中国经常项目差额持续超过在均衡值以内（例如，假定历史均值为 4%），则可大致认为中国对一篮子货币的实际有效汇率存在低估，反之则高估。

那么，从均衡值的角度衡量，中国的经常项目差额经过了四个阶段：1）中国在 1980~1995 年的 15 年间，中国经常项目差额的平均水平不足 0.3%，这一阶段人民币参考一篮子货币的有效汇率可能存在高估；2）从 1995~1998 年的平稳小幅升值时期以及随后到 2005 年之间为了应对亚洲金融危机主动缩小人民币汇率波动幅度的时期，中国经常项目差额的平均水平为 3%，这说明这个阶段人民币兑美元的汇率水平与人民币参考一篮子货币的有效汇率水平

基本一致；3）从 2005 年 7 月～2008 年 7 月人民币重启汇率改革的 3 年时间里，虽然人民币兑美元升值 20%，实际有效汇率升值 11%，但是中国经常项目差额平均值却高达 10%，这一方面意味着在全球化的时代仅仅依靠一个国家内部的紧缩或者调整是难以实现国际收支平衡的，外部需求的扩张是带动中国出口增长的主导力量之一，同时，如果仅仅从汇率角度考察，这也可能意味着这期间人民币参考一篮子货币的有效汇率可能有一定的升值压力，而且人民币兑美元的较大幅度的升值也未能完全纠正人民币实际有效汇率对均衡值的偏离；4）从 2008 年 7 月～2010 年 6 月人民币兑美元波幅收窄，再到实现汇率正常化的近 3 年时间里，人民币兑美元汇率相对稳定，实际有效汇率升值 8%，经常项目差额平均值同步回落到 6%左右，这意味着在全球经济寻求再平衡的过程中，人民币参考一篮子货币的汇率低估已得到部分纠正，并趋于经常项目总量平衡的调节方向。

图表 7 经常项目均衡值与实际有效汇率（%）



数据来源：WIND

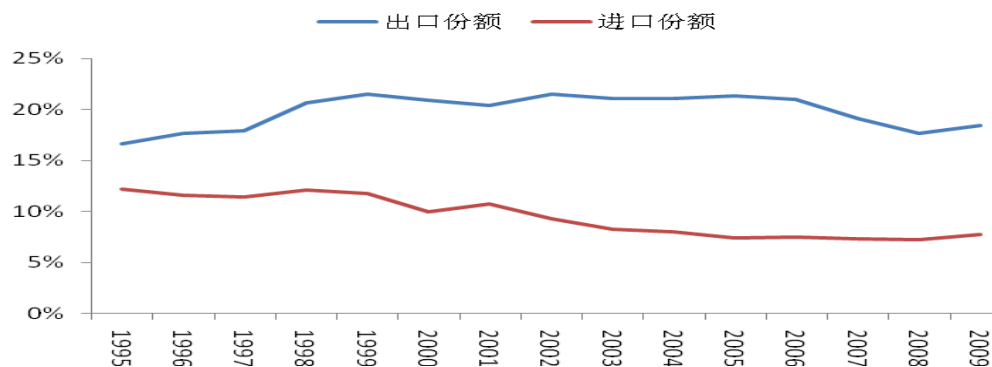
理论上，虽然汇率变量与经常项目差额之间的关系可能更为复杂，也并非简单的线性组合，经常项目顺差在根本上是要素价格、资源禀赋、产业分工、储蓄—投资结构的综合和内在反应，但这并不意味着汇率变量在调节经常项目平衡中不起作用。通常，汇率变量直接调节贸易商品的比价，并对国内非贸易商品产生间接影响，并反过来促进国内投资结构、产业结构的优化调整。因此，汇率调节作为一个初始变量通过国内相关变量的双向调整，最终趋向于经济内外平衡的实现。

因此，基于经常项目总量平衡的视角进一步考虑，当前人民币更多转向以一篮子货币为参照系的内外条件正逐步具备：其一是，目前以经常项目差额衡量的国际收支失衡程度已明显下降，即使 2011 年美国实现超预期复苏，中国的经常项目失衡也难以回归到危机前的超常规水平，因此，2011 年中国面临的失衡纠正压力小于 2007～08 年，如果人民币参考一篮子货币以 2005～07 年同样的幅度和节奏适度升值，那么同样的升值水平对于调节失衡的效果将好于以往。其二是，目前中国内部的要素和资源价格体系的市场化形成机制改革进程正在加快探索与推进，从而为汇率改革提供相应的微观基础。原则上，假定中国贸易商品的内外比价失衡程度为 20%，那么要素价格改革和汇率改革可配合分担相应的调节幅度，避免单独使用汇率变量所产生的超调风险。第三，在输入型通胀压力较大时，灵活运用汇率工具变得更为重要。

（二）评估中美双边贸易的重要性

理论上，一国汇率更多关注另外一个单一货币的一个前提条件是：该国“大部分贸易”发生在被关注货币的贸易伙伴之间，因此两国双边汇率的稳定是保证有效汇率稳定和贸易稳定的必要手段，同时这种较小波动的汇率制度也为本国货币政策提供了一个稳定的“名义锚”，并有助于实现宏观经济的稳定。理论上的研究表明，“大部分贸易”的具体含义是 50% 左右。此外，通过名义汇率稳定来实现实际有效汇率稳定还需要一个附加条件，即是两国通货膨胀水平不能出现明显偏离，否则即使名义汇率稳定，实际汇率水平也可能发生大的波动。

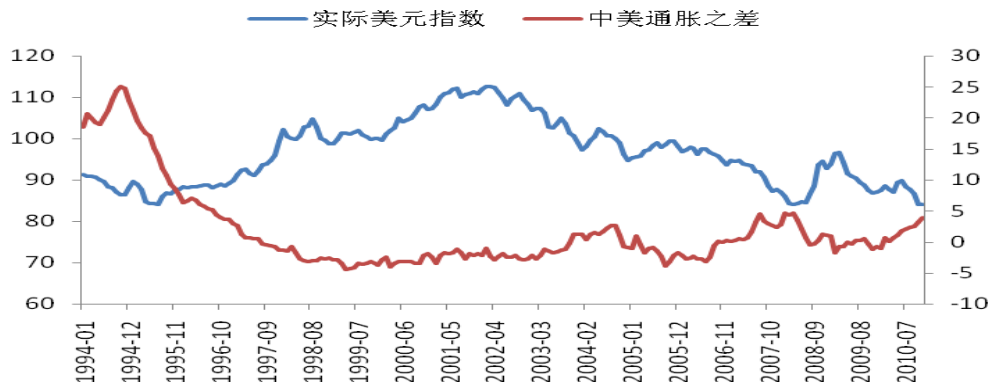
图表 8 中国对美国出口和进口的贸易权重（%）



数据来源：WIND

从前提条件出发，目前人民币过份关注单一美元的可持续性越来越差，而参考一篮子货币的现实需求则越来越强，原因是：中美双边贸易在中国贸易总量中的占比依然较大，但是并不具备支配性的单一主导地位，具体而言，中国向美国出口的商品仅占中国出口的 20% 左右，而中国对美国的进口商品也仅占中国进口的 8%。考虑到中国香港特别行政区是一个典型的美元贸易区，那么加上中国对香港特别行政区出口的这一部分，中国对美元区的出口比重被提高到 32%，更进一步考虑到北美等主要美元区国家，中国对绝大部分美元区的出口比重也没有超过 40%，只有全部加上东亚间接盯住美元国家的出口，中美双边贸易才算达到“大部分贸易”即超过 50% 的标准，然而，稳定中国对东亚国家的贸易并不是人民币过度关注美元的必要条件。因此，从中美双边贸易的现状看，基于稳定“大部分贸易”而单一关注美元的必要性不大，而且从未来的趋势来看，中美双边贸易权重 2005 年以来就处于持续下降的趋势，未来随着中国对东亚经济体贸易量的上升，这一权重将有更为明显的压缩，因此，通过稳定人民币兑美元汇率并以此稳定贸易的可行性和必要性下降。

图表 9 中美通胀之差（%）与美元指数趋势



数据来源：WIND

从附加条件考虑，同样的结论也是成立的。从历史以验观察，中美通胀率之差与实际美元指数趋势几乎呈现完全一致反向变化关系，直到目前为止，这种反向关系并未改变的事实即说明目前人民币参考的一篮子货币中，美元的比重仍过大。这个原因是容易理解的：从正向的解释看，美元指数走强，则美元为强币，人民币以较大关注度跟踪美元，则人民币也表现为强币；如果美元指数走弱，美元为弱币，在人民币以较大比重跟踪美元的情况下，人民币被动表现为弱币，在这种情况下，国内通货膨胀水平的提高就成为纠正人民币实际汇率贬值的被动结果。换言之，当美元作为锚货币面临贬值时，在名义汇率不变的情况下，为了维持实际汇率稳定，国内通胀成为必然的调节工具。事实上，这也正是目前人民币所面临的困境所在。因此，如果人民币参考的一篮子货币中，美元的“参考比重”不减少，这意味着人民币将随同美元被动走弱，这可能会使中国面临更大的通胀压力。

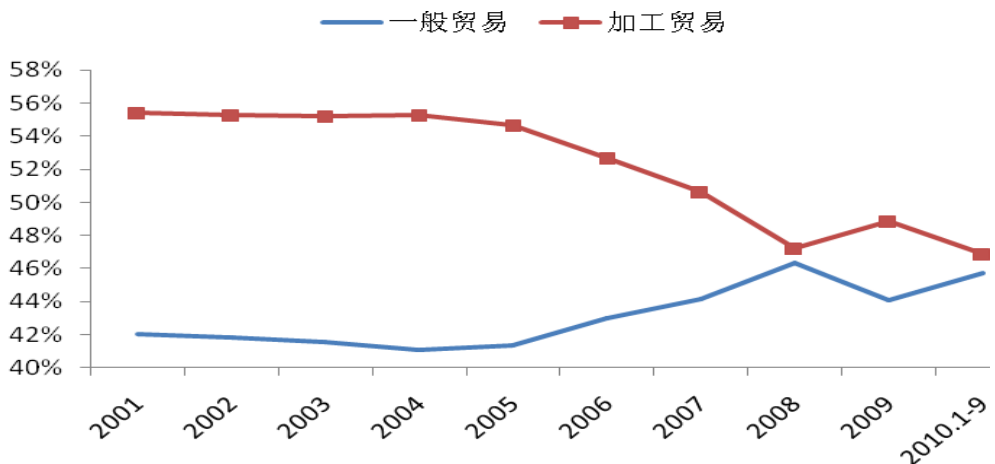
综合而言，在中美双边贸易权重趋于下降，美元趋于走弱的条件下，美元被参考的比重应该下降，这就为逐步转向参考一篮子货币创造了更好的外部条件。

（三）客观评估出口部门承受能力

原则上，汇率是一个经济变量，但是考虑到出口部门的利润和就业承受能力具有相当的决策影响权重，通常人民币升值被强调为一个利益平衡问题，认为人民币升值会影响出口和就业，甚至影响社会稳定。然而，基于以下几个原因，从目前趋势看这种担忧不应成为实施人民币参考一篮子货币改革的障碍。

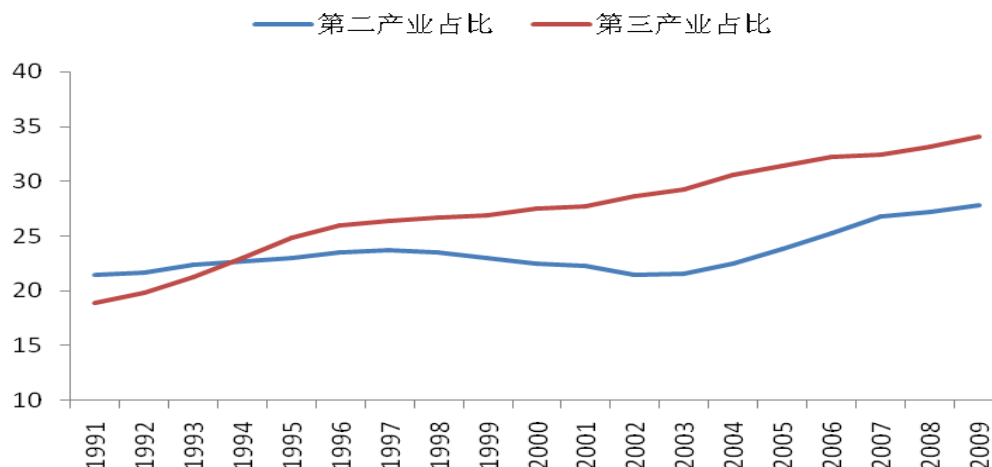
首先，汇率升值对出口部门的影响并非简单的一元线性关系，这一传导渠道通常涉及几个关键变量：其一是汇率对出口价格的传递效应。多数实证研究表明，人民币升值的传递效应约在 50%，即如果人民币升值 10%，那么出口商承担和国外消费者各自承担 5% 的升值成本；其二是出口价格的贸易弹性系数，综合目前的经验研究结论，该系数约在 -0.6 左右。结合这样两个系数，如果人民币参考一篮子货币的实际有效汇率升值 5~6%，那么，假定企业不主动进行任何应对和提高效率的举措，那么，充其量最终会使出口利润下降 1.5~1.8%，影响相当有限。

图表 10 一般贸易与加工贸易占比



数据来源：WIND

图表 11 第二产业与第三产业的就业比重变化 (%)



数据来源: WIND

其次,从中国的出口结构看,加工贸易占比 50%左右,因为货币升值在提高出口价格的同时,也降低了进口原材料的成本,所以这一部分贸易对汇率升值的敏感度较低。

再者,2005 年 7 月~2008 年 7 月人民币汇率升值期间,事后看也是中国出口增速最快的一段时间,年均增速超过 23%,是公认的出口增长的黄金期,期间出口部门从简单加工不断转向深加工,出口附加值有所提高、产业链条也所拉升,这本身即说明出口部门对弹性汇率的承受能力在增强,同时在影响中国出口的众多因素中,外部需求的影响最为显著,汇率只是其中一个因素之一。此外,人民币升值期间,就业从贸易部门向以服务业为主的非贸易部门转移,使得就业结构有所调整,整体上出口部门对就业的影响已有所弱化。

因此,参考一篮子货币,实现人民币有效汇率的弹性波动,应当逐步成为汇率波动的观察方向,因此,这一方向将侧重于考虑贸易的整体与结构平衡,服务于出口部门竞争力的良性强化。反之,如果一些出口企业仅通过低估汇率而获得竞争优势,那么这类企业的持续存在本身也与结构调整的方向不一致,因此,这些对汇率弹性化承受能力弱的部门可通过加强社会保障、就业培训等方式给予财政支持。

三、人民币汇率参考一篮子货币调节:时点、幅度与方式

(一)“参考”不等于“盯住”

参考与盯住是两种不同的以一篮子货币为参照系的调节规则,最大的区别则在于:盯住规则是将以一篮子货币确定的名义有效汇率完全稳定,当货币篮子中的单一货币发生波动时,则通过人民币对篮子货币的浮动来实现名义有效汇率的相对稳定。参考规则是以一篮子货币所确立的名义有效汇率为中心平价,允许一定的上下波动区间,因此,汇率调节存在相应的灵活性或者弹性,同时也赋予央行在外汇市场进行干预的自由度和主动权。

通过一个假想的货币篮子可以更加清楚的理解这两种不同货币规则的调节过程:假如人民币参考的一篮子货币包括美元、欧元和日元三种货币,篮子权重分别为 50%、25%和 25%,即货币篮子分别有 0.5 美元、0.25 欧元、25 日元,篮子货币总价值为 1 美元,或者为 1 欧元,

或者为 100 日元（这里暗含的交叉汇率分别为 1 欧元/美元、100 日元/美元）。现在考虑美元兑欧元、日元同时贬值 10% 的一个外生冲击下，盯住和参考两种规则之下的调节方式。

图表 12 一个模拟的货币篮子及调节规则估算

货币篮子	货币权重	交叉汇率	篮子价值
美元	50%	1 美元/美元	1 美元
欧元	25%	1 欧元/美元	1 欧元
日本	25%	100 日元/美元	100 日元
美元兑欧元、日元贬值 10%			
美元	50%	1 美元/美元	1.05 美元
欧元	25%	0.9 欧元/美元	0.95 欧元
日本	25%	90 日元/美元	95 日元
盯住一篮子货币的操作规则	人民币兑美元升值 5%、兑欧元和日元贬值 5%		
参考一篮子货币的操作规则	提高中心平价、扩大浮动区间、干预单一货币波幅		

数据来源：作者计算

在盯住规则下，美元对欧元和日元 10% 的贬值意味着以美元计价的篮子货币总价值上升 5%，达到 1.05 美元，因此，为了实现一篮子货币的名义有效汇率稳定，人民币对美元自动升值 5%、对欧元和日元则贬值 5%。这里的含义是人民币虽然对篮子货币依据权重发生波动，但以人民币衡量的加权平均汇率实现相对稳定，然而人民币汇率的变动也完全取决于篮子货币的波动，央行此时无需进行外汇干预。

在参考规则下，货币当局存在两种弹性调节的空间和一个外汇市场干预的自由度。从灵活调节的空间看，央行可能采取的两种方式：其一是重新确立中心平价，即把篮子货币的总价值上移 5%，并以此作为新的参考标准，但上下波动区间可保持不变；其二是直接扩大篮子货币的波动区间，以更大的汇率弹性涵盖单一美元波动引起的篮子货币价值波动。

与参考单一美元相比，在参考一篮子货币的情况下，央行需要干预的幅度则会相应下降，如果是参考单一美元，则意味着 100% 的干预度，但在参考一篮子货币时，因为美元在篮子货币的权重明显降低。

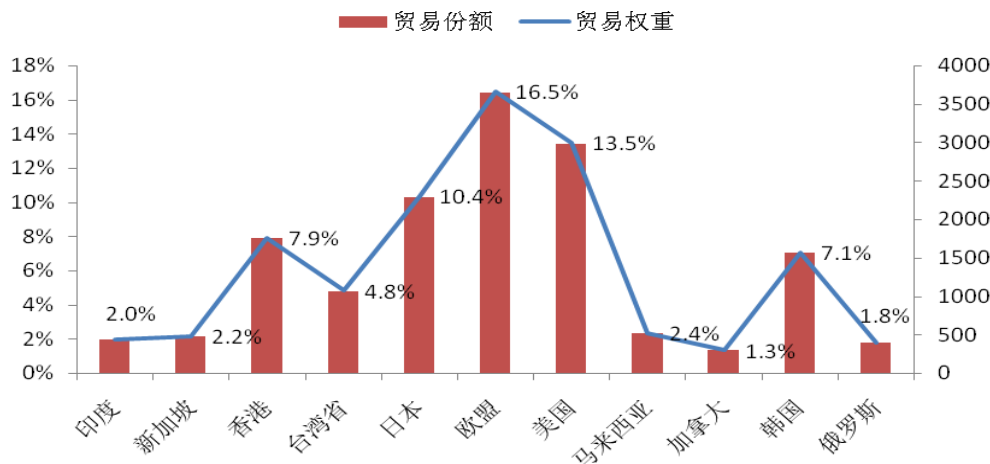
（二）篮子货币选择、货币权重设定的模拟分析

基于经常项目平衡、贸易和投资多元化的出发点，从国际经验观察，篮子货币的选择和权重的设定可以假定主要参照以下几个指标：1）贸易项目的份额与权重；2）外商直接投资的来源；3）外汇储备和外债的币种结构。

首先，从贸易项看，中国的经常账户收支占整个国际收支的比重超过 75%，因此，与资本项目相比，贸易项目的贸易份额与权重更为重要，也更符合参照一篮子货币，调节人民币有效汇率实现经常项目平衡的基本出发点。从数据上看，美国、欧元区、日本、中国香港、韩国在中国的经常项目中所占的双边贸易量和权重最大，进出口贸易量无在 400 亿美元以上，权重均在 7% 以上，因此，这些货币将会是货币篮子的主要构成。此外，包括英国、加拿大、马来西亚、俄罗斯、中国台湾、印度等国家也占有一定的份额，预计这些国家的货币，特别是未来与中国贸易更为密切的新兴市场货币也应进入货币篮子。更为重要的是，篮子货币和权重的选择不是完全静态的概念，它会随着中国贸易结构的调整会动态变化，随着未来资本

项目的重要性越来越强，这一部分也会得到更多的考虑。

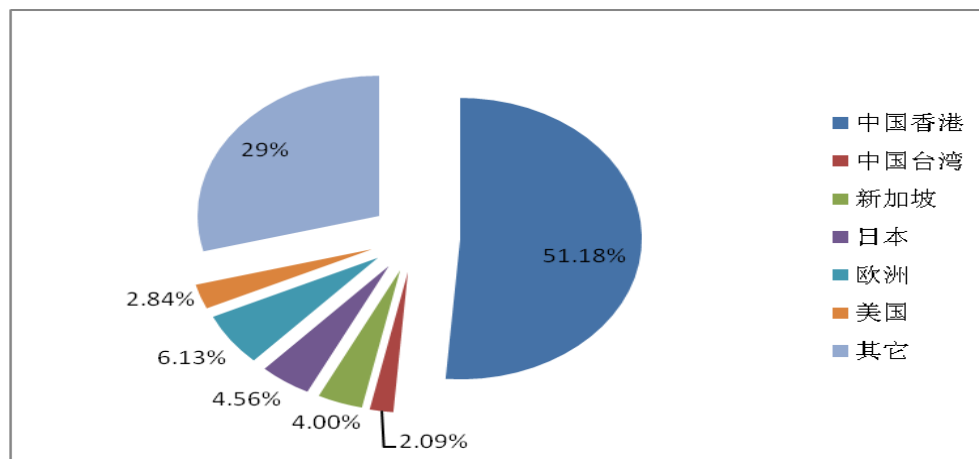
图表 13 中国主要贸易伙伴的双边贸易量与贸易权重



数据来源: WIND, 华创证券

其次, 适当考虑外商直接投资的因素, 目前来看, 亚洲国家特别是中国香港、新加坡、韩国和中国台湾是中国外商直接投资的主体, 比重接近 70%, 仅中国香港就超过 50%, 美国和欧元区国家的直接投资较少。通常这些投资会以本币进行, 而且最终的投资收益也将主要以本身流出。因此, 外商直接投资的因素应部分参考。

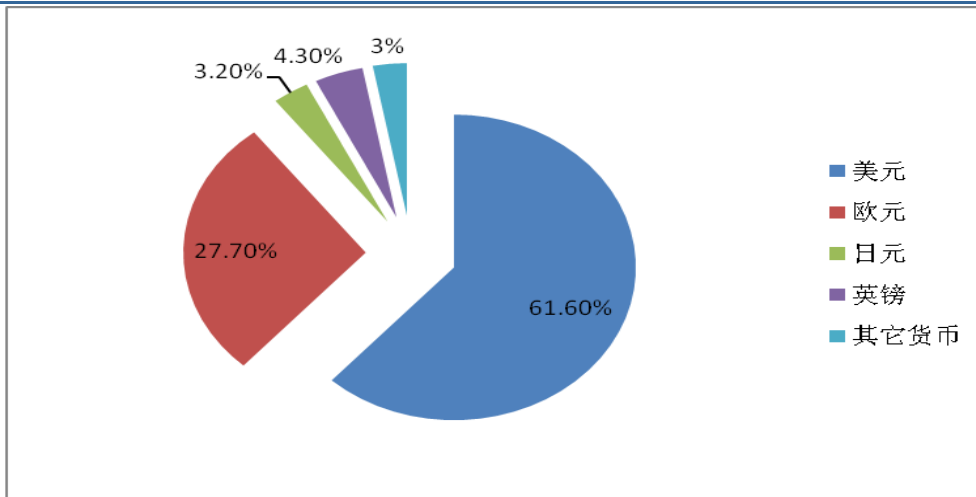
图表 14 中国 FDI 的来源结构



数据来源: WIND, 华创证券

再者是外汇储备币种结构, 这会是一个十分重要的参考因素, 原因是: 其一, 人民币汇率参考一篮子货币进行弹性调节本身就意味着央行将预留相当大的外汇市场干预空间, 而中国外汇储备的资产结构则为这种干预提供了空间和方式。各方面的预测表明, 中国外汇储备资产中, 美元占有绝对比重, 因此, 央行在外汇市场通过买卖美元, 通过干预人民币/美元汇率, 从而实现有效汇率的稳定会是最为重要干预操作方式, 这意味着虽然参考一篮子货币本身需要部分“去美元化”, 但预计这种去化过程将是一个部分减少的增量调节过程; 其二, 美元资产不仅在中国央行的资产中占据较大比重, 在新兴市场甚至全球储备资产中仍然保持着 60% 以上的份额, 这意味着在外汇市场上, 美元也是其它国家的主要干预对象。

图表 15 美元仍然是全球最主要的储备资产



数据来源: IMF, COFFER 数据库

综合而言,关于篮子货币和权重的选择,从模拟分析的角度观察:1)目前美元在货币篮子中的比重仍较大,真正实现参考一篮子货币,就意味着对美元比重逐步减少;2)考虑到经常项目,美元、欧元、日元、韩元、新台币、港币六个币种将会构成货币篮子的绝大部分比例;IMF 根据贸易加权比重测算人民币有效汇率的货币篮子权重,其中上述五大货币的权重各自为 21%、18.4、16.8%、8.2%、6.6%、0.8%,合计比重为 71%;3)由于美元在外汇储备资产的占比仍较大,在货币篮子中的比重下降也将是一个增量变化的过程,从国际趋势看,即使美元走弱,但是在绝大部分时间里,以美元作为最主要的“货币锚”是一种重要选择。正是从这个角度讲,东亚新兴市场国家的货币与人民币在一同部分参考美元的情况下,这些国家的货币汇率往往表现出较强的同步性,人民币对美元升值也往往会引发东亚国家的跟随升值。

图表 16 国际清算银行测算的人民币有效汇率货币篮子

币种	1995	1998	2001	2004	2007
美元	19.00	21.27	22.30	18.50	21.00
日元	24.30	21.56	20.80	17.40	16.80
欧元	18.50	17.69	17.60	16.20	18.40
韩元	5.80	6.70	6.80	7.10	8.20
新台币	8.10	7.75	7.00	11.00	6.60
港元	4.80	3.57	2.80	3.30	0.80
马来西亚林吉特	1.20	1.28	1.60	3.10	2.00
英镑	3.10	3.51	3.20	2.60	3.10
新加坡元	2.10	2.59	2.40	2.30	3.00
加元	1.80	2.04	2.40	2.10	2.70
俄罗斯卢布	2.20	1.47	1.10	2.00	1.30
泰铢	0.80	1.12	1.40	1.90	1.80
澳元	0.90	0.93	1.00	1.40	1.20
墨西哥比索	0.50	0.87	1.30	1.30	1.80
印度卢比	0.50	0.57	0.80	1.20	1.30

数据来源: 国际清算银行

图表 17 盯住或参考美元、欧元的国家数量（1975-2005）

	1975	1980	1985	1990	1995	2000	2005
美元	35	52	76	60	52	54	65
法郎	19	24	15	16	20	na	na
英镑	22	4	0	0	0	0	0
马克	21	10	14	12	13	na	na
欧元	na	na	na	na	na	41	40
总计	97	90	105	88	85	95	105

数据来源：作者测算

图表 18 新元货币篮子

美元及相关货币	52.8%	日元及相关货币	28.3%	欧元及相关货币	18.9%
美元	20.5%	日元	12.2%	欧元	11.9%
马来西亚林吉特	18.4%	印度卢比	4.9%	英镑	3.3%
港币	6.1%	新台币	3.6%	澳元	2.3%
人民币	4.5%	韩元	2.8%	瑞士法郎	1.1%
印尼卢比	1.5%	菲律宾比索	2.5%	新西兰元	0.3%
越南盾	1.0%	泰铢	2.3%		

数据来源：引自新加坡发展银行早期的测算结果

（三）人民币有效汇率调节的可能路径

原则上，人民币参考一篮子货币调节以实际有效汇率作为操作目标是较为合理的，然而在实际操作中，通常未经通胀率调整的名义有效汇率更为常用和方便。原因在于：一方面，不同国家衡量物价水平的指标不具备可比性，CPI 指标包含非贸易品，PPI、GDP 平减指数等指标的接受程度有限，这使得实际有效汇率的操作性变差；另一方面，CPI 和 PPI 指标通常会滞后一个月左右，GDP 平减指数则滞后一个季度，因此，物价指标的滞后性及名义汇率的即时性难以匹配。因此，通常名义有效汇率会成为现实的操作目标。

进一步考虑，由于当前中国经常项目差额的 GDP 占比仍处 6% 并呈现回落趋势下，人民币有效汇率参考一篮子货币调节意味着以渐进方式的小幅温和升值，并且不再强调人民币对单一货币的升值。

从时点选择上看，分析的判断依据是：1）考虑到 2011 年一季度出口将持续呈现恢复性增长态势、地方政府换届所产生的投资冲动加大了抑制总需求、控制通胀的难度、国际原油和粮食价格明显大涨强化了输入型通胀风险。在这样一个宏观环境下，选择人民币有效汇率的升值是较为合理的；2）从操作的灵活上讲，时点的选择应当考虑美元对其它主要货币特别是欧元的短期走势，如果在某一时间段，美元对欧元明显升值，此时选择人民币有效汇率的主动升值不仅可以稳定汇率预期，也可以避免今后更大的被动升值压力。

从幅度的选择上看，1）基于当前抑制总需求、管理通胀的较大压力，那么升值幅度应当会高于 2010 年，而且从全年来看，上半年的升值压力大于下半年，因此，不能排除上半年以较大幅度升值，下半年回调的可能，整体上使全年的升值幅度保持在合适水平；2）从具体的升值幅度上讲，参照历史平均值，预计 5% 的幅度可能较为合适；3）从升值的方式上讲，即可以参照货币权重同步升值，也可有升有贬，前一种方式的优点是人民币对单一货币的波

动幅度可以维持在较低水平，但在后一种模式下，为避免人民币对单一货币的波动幅度过大，则可能外汇市场的适当干预进行调节，但其优点是，由于不存在对单一货币的单边升值预期，可以有效减少热钱流入的冲击。

图表 19 人民币名义有效汇率的波动周期

起止时间	波动幅度	持续时间	年均波幅	备注
1994Q1~1995Q1	0.30%	2Q	0.60%	盘整
1995Q2~1998Q3	33%	13Q	11%	升值
1998Q4~1999Q3	1%	3Q	1.30%	盘整
1999Q4~2002Q1	13%	9Q	5.80%	升值
2002Q2~2005Q1	-15%	11Q	-5.50%	贬值
2005Q2~2007Q3	3%	9Q	1.30%	盘整
2007Q4~2009Q1	33%	5Q	26.40%	升值
2009Q2~2010Q4	-5%	6Q	-3.30%	贬值

数据来源：WIND，作者测算

图表 20 2011 年人民币升值预期的市场评估

	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11	2011 全年
中值	3.50%	1.20%	1.10%	-0.20%	5.60%
平均值	3.90%	1.40%	0.50%	0.60%	6.30%
最低值	0.60%	0.50%	1.80%	-1.40%	1.50%
最高值	14.30%	3.00%	-8.90%	4.10%	12.50%
远期	1.80%	0.60%	0.50%	2.30%	5.10%

数据来源：Bloomberg

（四）对美元波动的可能响应路径

人民币参考一篮子货币如何响应美元汇率波动？理论上说，可能有三种方式：1）日常（相对于上一起）的美元汇率波动通过篮子货币的“浮动区间”来覆盖。如果基期设定的“浮动区间”为 $\pm 0.3\%$ ，因为美元在篮子货币的权重有 50%，美元汇率日常发生 $\pm 0.6\%$ 的波动仍然使篮子价值保持在浮动区间内；2）如果美元汇率发生大幅度波动，现在浮动区间的两个端点不足覆盖，那么可以通过扩大浮动区间的方式进行调节，虽然浮动区间的扩大意味着汇率的弹性会更强，为了避免波动幅度过大，货币当局仍然可以通过外汇市场进行必要的干预；2）如果美元持续升值或贬值，而且幅度较大，在这种情况下，如果人民币货币篮子的中心平价不调整，那么有效汇率就存在高估或低估，此时，合理的选择是适度调节中心平价。

图表 21 模拟的一篮子货币测算，并不代表真实的货币篮子构成

货币篮子	美元类货币	欧元类货币	日本类货币
货币权重	50%	20%	30%
基期篮子价值→1 美元	0.5 美元	0.2 美元	0.3 美元
	0.5 美元	0.154 欧元	24.5 日元
基期交叉汇率	1 美元/美元	1.3 美元/欧元	美元/82 日元
浮动区间：±0.3%	±0.6%	±1.5%	±0.9%
美元贬值 6%，篮子价值→1.03 美元	0.5 美元	0.212 美元	0.318 美元
人民币对篮子货币的可能调节方式			
第一种方式：中心平价上升 3%	升值 3%	升值 3%	升值 3%
第二种方式：扩大浮动区间	浮动区间扩大后，汇率弹性增加，外汇市场自动调节		
第三种方式：外汇干预	购入储备资产		

数据来源：华创证券

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址：北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编：100036

传真：010-59370801