

专题报告

2022年8月24日星期三

观察央行的举措是研判近阶段汇率走向的一个重要窗口

研究员：沈忱

期货从业证号：F3053225

投资咨询从业证号：Z0015885

☎：021-65789350

✉：

shenchen\_qh@chinastock.com.cn

#### 内容提要：

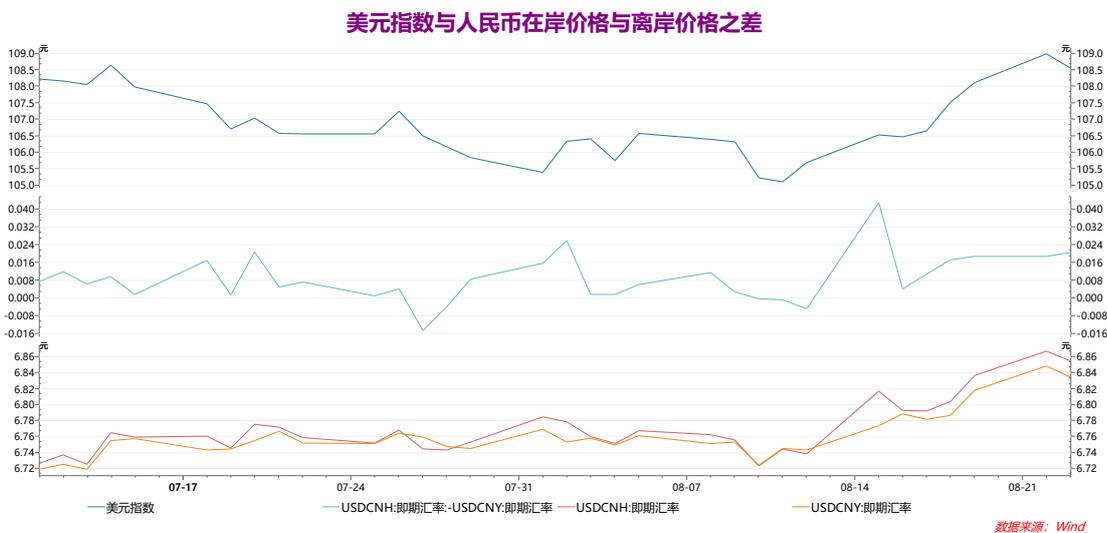
经济下行压力是人民币兑美元汇率近期出现调整的最主要原因，其兑外汇供求关系将构成三重冲击，其中，对证券投资的冲击早已发生，对直接投资的冲击正在发生，对外贸的冲击也难以避免，除此以外，不稳定的中美关系等非经济因素的影响也不可轻视，而美元指数的回升对人民币汇率将产生间接影响。在汇率总体趋弱的背景下，在有管理的浮动体系下，观察央行的举动是研判汇率走向的一个重要方面，央行近期对汇率调整采取了开放的态度，一方面是人民币汇率调整基本可控，央行有比较多的工具调节汇率，同时也乐意看到汇率发挥内部平衡和外部平衡的调节作用，根据以往的历史，7元应该只是一个心理关口，而7.2元的观察价值远高于7元。对企业而言，做到汇率中性十分必要。

## 正文

我们在人民币兑美元的半年度报告和近半年多来的汇率研究报告中明确指出，人民币兑美元汇率将呈现易跌难涨的基本格局，近期人民币兑美元的走势无疑印证了这一点。我们认为，人民币兑美元的弱势走势并没有结束。

究其走弱和调整的根本原因，我们认为并不是美元指数的走强，尽管美元指数的走强会对人民币兑美元汇率产生影响，但这一影响是间接的，其原因是美元指数中并不包含人民币的成分。但是美元指数会影响到离岸价格，也会通过我国的中间价管理机制影响到在岸价格。我们注意到近期的人民币在岸价格明显受到了离岸价格的指引。

图 1：美元指数与人民币在岸价格与离岸价格之差



资料来源：研究所 WIND

而且，我们认为考虑到欧洲经济与政治的不稳定，不要轻言美元指数到顶，尽管美元指数已经达到了 20 年的高点，但并非历史高点，而目前的美欧经济与政治势力对比要比历史上的任何时期均要明显。

我们认为中国经济面临着向下的压力以及对这一压力的不乐观预期是人民币兑美元出现明显调整的根本原因。尽管，经过强刺激后，5 月和 6 月的数据表面，

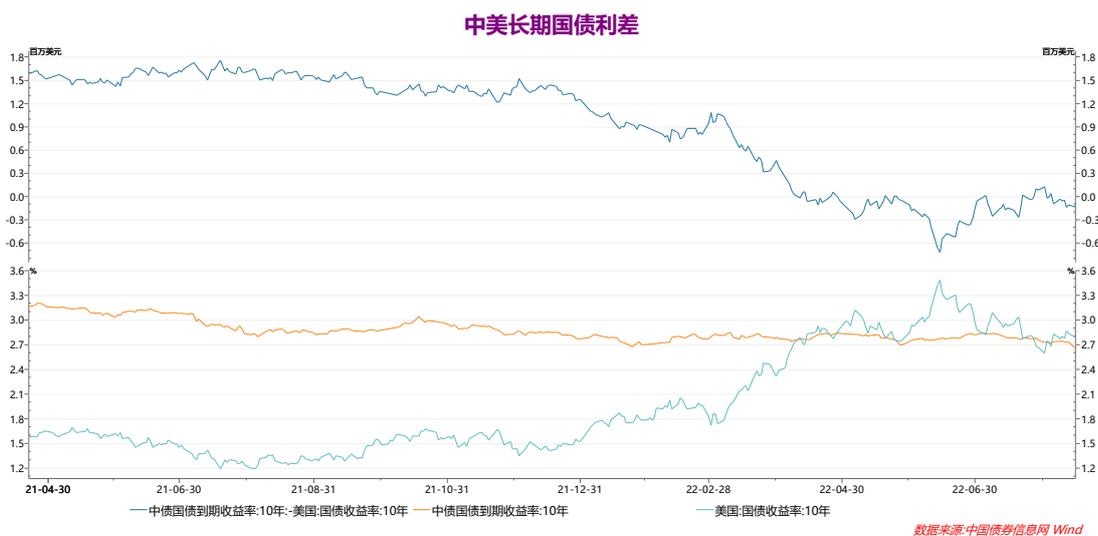
经济出现企稳的初步迹象，但 7 月和近期的数据又表明，经济稳定的基础并不牢固，向下压力犹存，这也是因为央行近期下调 MLF 和 LPR 的原因。

我们认为，今年以来，经济下行压力对我国外汇供求关系构成三重冲击波。

第一重冲击是对证券投资的冲击。这一冲击最为直接，其原因除了经济下行压力外，中美之间的利率倒挂等也是一个重要原因，主要表现在外资减持中国债券，陆港通的净流出等方面。

从中美利差看，最大的倒挂幅度出现在今年的 4 月份，尽管近月缩小，依旧处于倒挂态势。

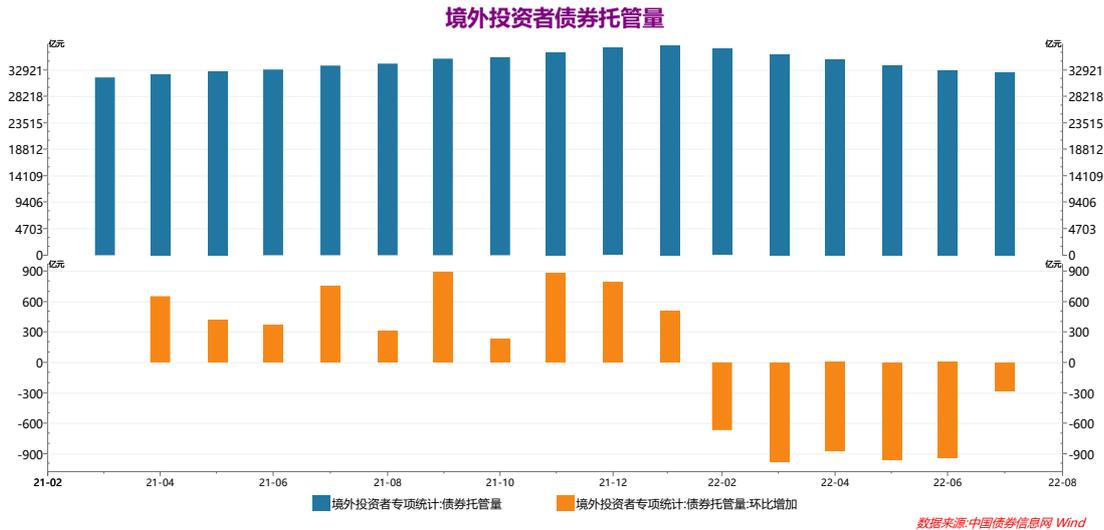
图 2：中美长期国债利差图



资料来源：研究所 WIND

从境外投资者减持中国债券看，已经连续 6 月出现减持，尽管 7 月的减持额从近 1000 亿减少的 281 亿元。

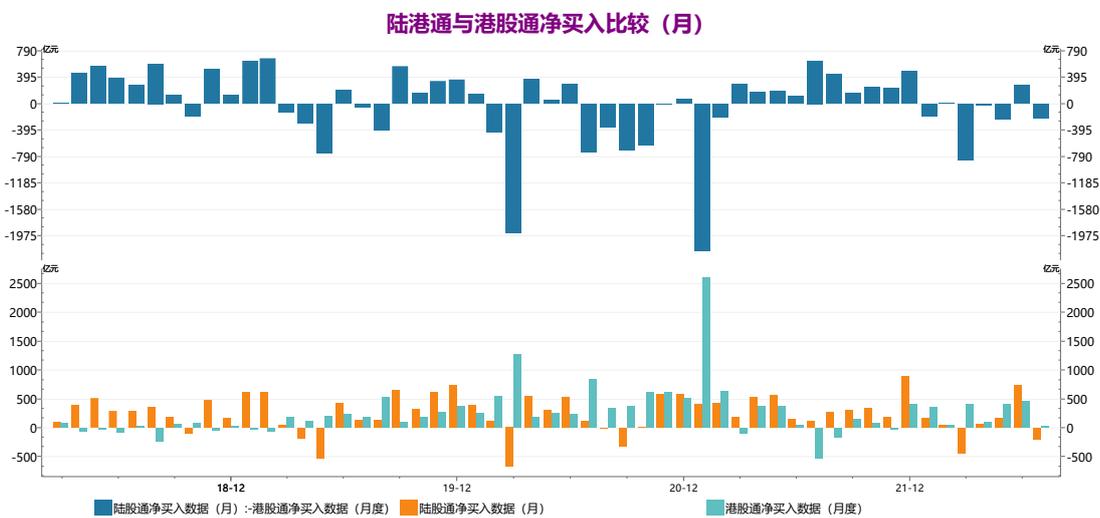
图 3：外资连续大幅减持中国债券



资料来源: 研究所 WIND

从陆股通的数据看, 和去年的数据形成鲜明对比的是多数月份出现了明显的买入资金净流出。

图 4: 陆港通与港股通净买入比较 (月)

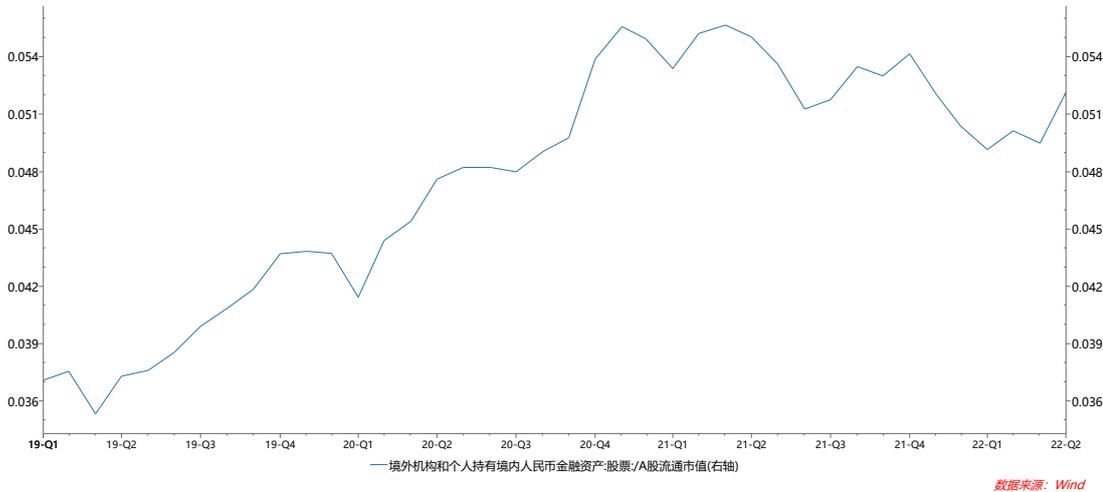


资料来源: 研究所 WIND

境外投资者持有 A 股流通市值占比也总体下降, 二季度较一季度有所回落, 二季度报 5.21%, 三月底报 4.92%, 但去年同期为 5.5%。

图 5: 境外投资者持有 A 股流通市值占比

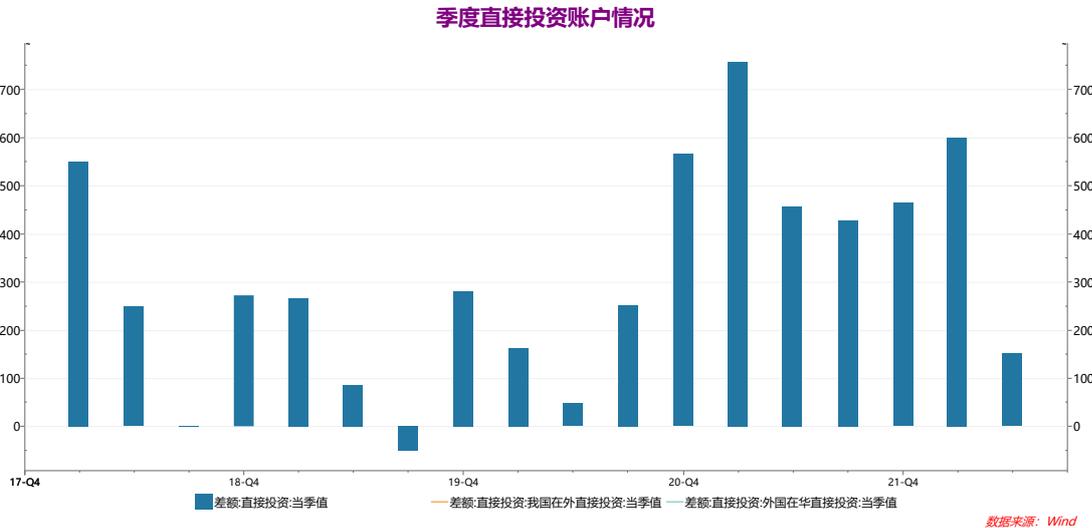
境外投资者持有A股流通市值占比



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

第二重冲击是对外商直接投资的冲击。这一冲击已经从第二季度的国际收支初步数字得到一定的体现。第二季度的国际收支初步数显示，直接投资顺差大幅减少，二季度顺差大幅萎缩到 150 亿美元，前值为 599 亿美元。

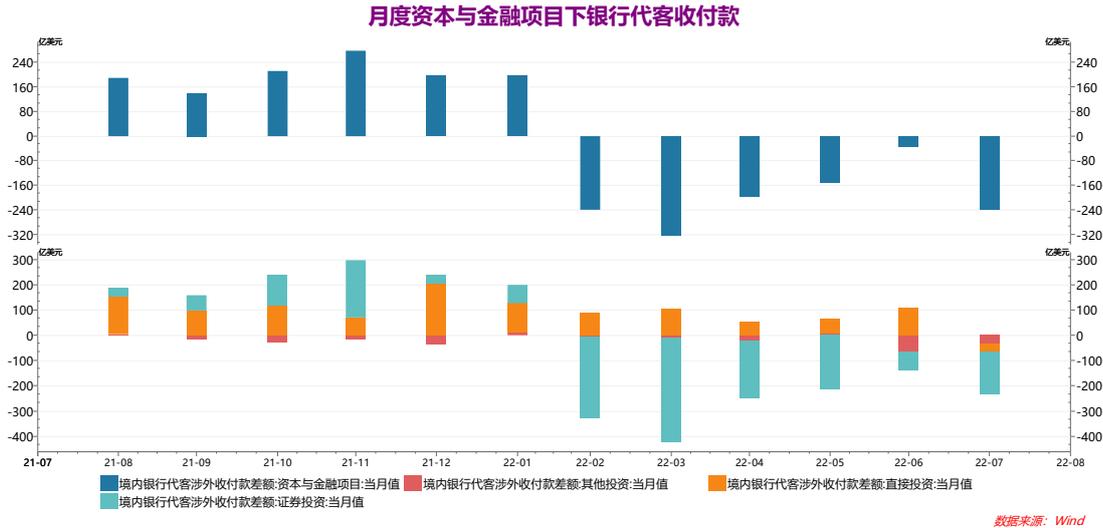
图 6：季度直接投资账户情况



资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

从 7 月份的对外收付款情况看，出现了罕见的逆差，逆差 34.42 亿美元，前值顺差 107.47 亿美元。

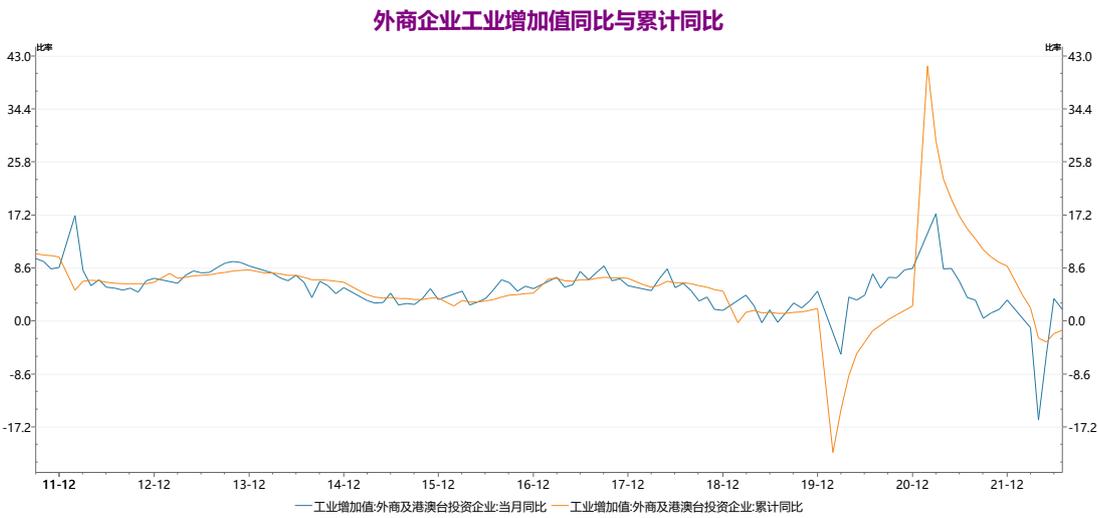
图 7：月度资本与金融项目下银行代客收付款



资料来源: 研究所 WIND

而其背后, 更高频的数据显示, 外商企业受到大环境的影响, 工业增加值同比和累计同比大幅下降, 下降幅度明显高于非外商企业。

图 8: 外商企业工业增加值同比与累计同比



WIND

同时, 还表现在外商亏损企业明显增加。

图 9: 外商亏损企业的同比与累计同比数量

外商亏损企业的同比与累计同比数量

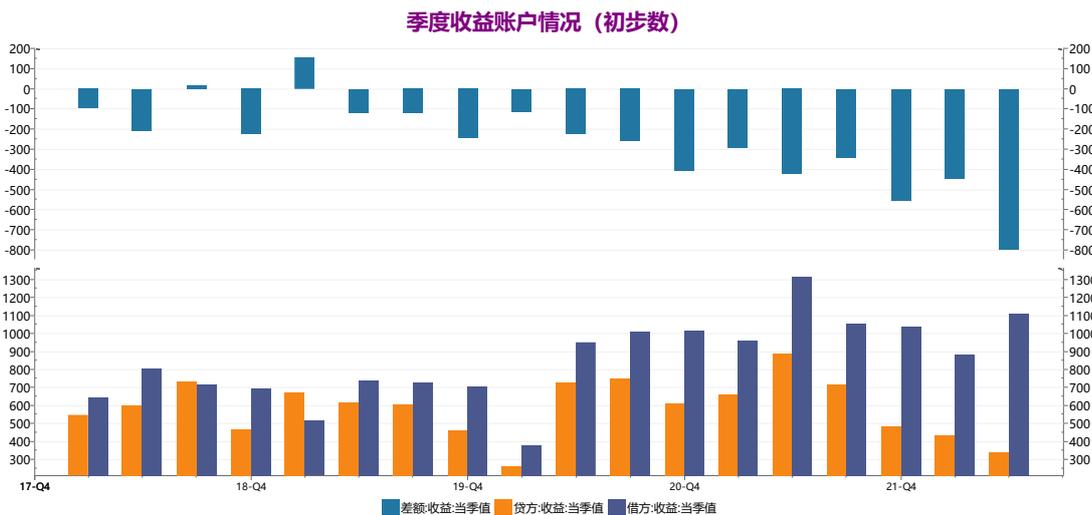


数据来源: Wind

资料来源: 研究所 WIND

从二季度国际收支的初步数据看, 还表现在投资收益的逆差上。

图 10: 季度国际收支收益账户情况 (初步数)



数据来源: Wind

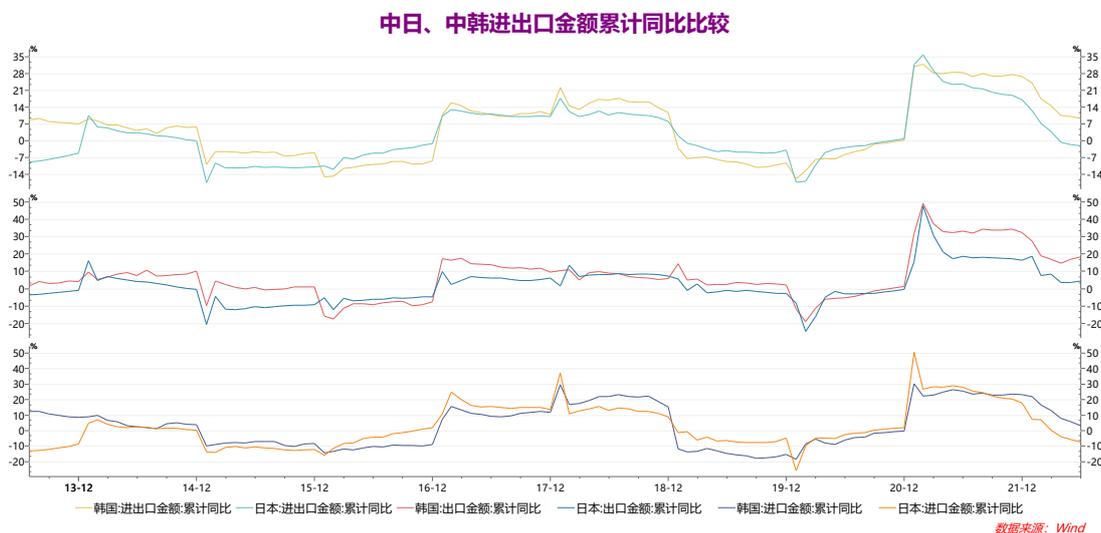
资料来源: 研究所 WIND

第三重冲击是对外贸的冲击。尽管这一波的冲击从数据看还没有显现, 外贸数据依旧表现出很好的韧性, 但是, 这一冲击可能还是会迟早到来。其一个原因在于中国的对外出口实际上很大一部分是外商承担的, 按照 2016 年的数据, 外商企业的出口交货值占比为 35%。当外商面临着亏损、撤资的背景下, 外贸的影响也将不可避免。

另一个笔者关注的的数据是, 今年, 区域全面经济伙伴关系协定 (RECP) 成立,

这是中国和日本，中国和韩国之间因此首次建立了自由贸易联系，但是，中日，中韩之间的贸易今年以来却不涨反跌，不及往年。

图 11：中日、中韩进出口金额累计同比比较



资料来源：研究所 WIND

另外，人民币兑美元汇率的不稳定还受到中美关系等非经济因素影响，由于美国顽固地挑战在台湾问题上对中国的底线，中美关系存在着不稳定的预期。从近年看，2019年9月和2020年5月人民币兑美元的大幅下行均和中美关系出现严重波折有关系。

在这样的背景下，如何判断人民币汇率兑美元的走向，观察央行的举动是一个重要的观察窗口。

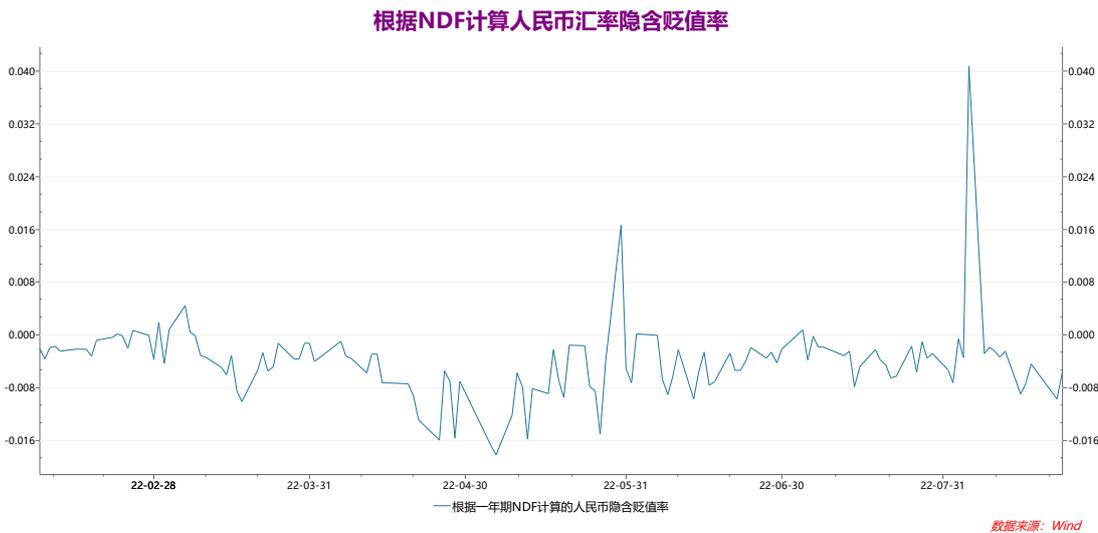
从近期央行的举动看，央行并没有过度地关注汇率的波动，相反，央行在周一依旧向下调整了LPR利率，显示出“以我为主”的政策趋向，但对一年期和五年期的LPR进行了非对称调整，5年期的超调是为了刺激地产，当然，一年期的微调除了考虑到市场流动性比较充沛和银行的负债成本外，可能也考虑到了人民币汇率的因素。

央行没有过度关注汇率的波动，也和近期人民币尽管兑美元汇率出现了回落，但

均没有出现短期过度下跌和恐慌性下跌，从高频数据看，这和 4 月份的情形有着明显的差别。

从一年期 NDF 计算人民币汇率隐含贬值率来看，人民币汇率隐含贬值率明显小于 4 月份。最高也仅为-0.09%，而 4 月份曾达到过-2%。

图 12：根据一年期 NDF 计算人民币汇率隐含贬值率



资料来源：研究所 WIND

从即期询价成交量来看，相对也比较平稳，显示汇率调整基本可控。

央行的信心还来自于央行的政策工具箱中不缺稳定人民币汇率的工具，央行 2020 年四季度开始退出了利用逆周期因子对中间价的管理，而是利用调节宏观审慎调节参数等间接手段对汇率的波动进行管理。至少其可将这些宏观审慎调节系数重新归正。而到目前为止，央行只是在 4 月调回了外汇存款准备金一个百分点。在极端的情况下，也不排除央行重新启用逆周期因子。

表 1：央行 2020 年四季度以来对汇率进行的间接调节

日期	措施
20201010	将银行远期售汇保证金从 20% 下跌到 0:
20211030	逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响

20201211	将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20201231	按照贸易格局调整 CFETS 人民币指数的外币权重
20210104	颁布《关于进一步优化人民币跨境人民币政策支持稳外贸稳外资的通知》
20210105	将境内企业境外放款的宏观审慎调节系数由 0.3 上调至 0.5
20210107	将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从 1.25 下调至 1
20210531	提升商业银行外汇存款准备金从 5% 到 7%
20210602	发放新一轮 QDII 额度 103 亿美元
20211209	提升商业银行外汇存款准备金从 7% 到 9%

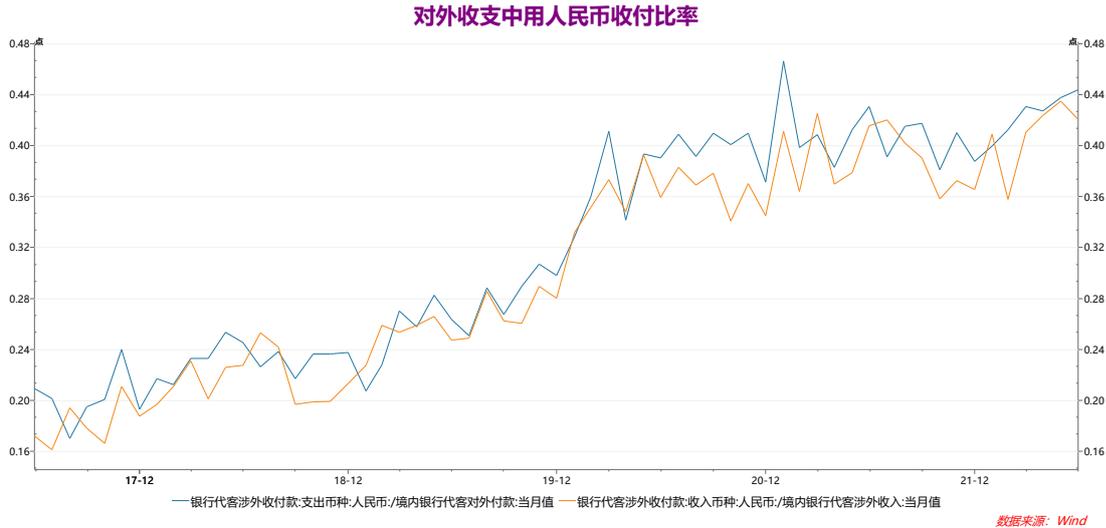
资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

央行的信心还来自增强人民币资产的吸引力。央行在近期召开的下半年工作会议上，用了比较长的篇幅谈到了人民币的国际化问题：**加强本外币政策协同。夯实贸易投资人民币结算的市场基础。支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流动性。支持离岸人民币市场健康有序发展。这些举措均有利于保持人民币汇率在均衡水平上的基本稳定。**

确实，人民币的资产吸引力和国际化程度得到了比较大的提升。央行的《2021年人民币国际化报告》显示，2021年6月，人民币在国际支付货币占比中排名第五，在国际储备货币中占比为 2.5%。

在我国对外收支方面，人民币成为除美元之外最主要的收付款货币，人民币收款比率从 2019 年的 26% 提升到目前的 44%，而人民币付款比率从 2019 年的 29% 提升到目前的 42%。

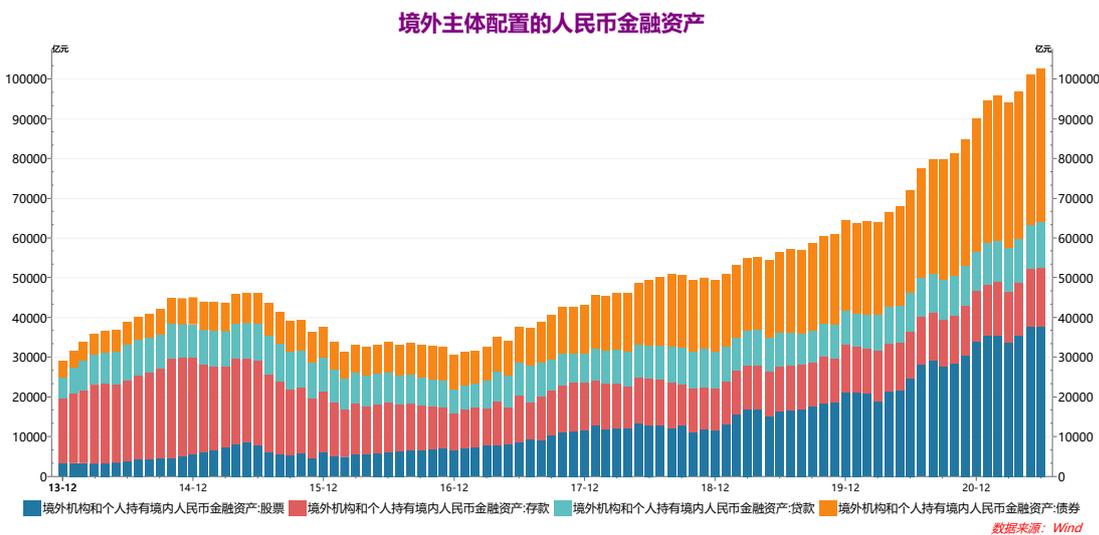
图 14：对外收支中用人民币收付比率



资料来源：研究所 WIND

去年年底境外主体持有的境内人民币资产同比增长了 42.8%，达到 10.26 万亿元，今年尽管债券等有所减持，但 6 月底依旧达到 10 万亿。而 2020 年 5 月和 2019 年 9 月仅分别为 6.7 万亿和 5.9 万亿。人民币国际化进程无疑在加快中。

图 15：境外主体配置的人民币金融资产



资料来源：研究所 WIND

央行的信心也来自面临经济下行压力下，以我为主，发挥汇率调节内部平衡和外部平衡的作用。

根据央行过去的操作思路 and 情况，7 元作为心理关口，央行不会进行干预，央行曾经称，跌破 7 元更有利于汇率发挥经济杠杆的作用，但在 7.2 元左右，央行历史上进行了 2 次果断启用逆周期进行果断干预，因此 7.2 元是我们观察央行举措的重要窗口。

经过长期观察，我们发现人民币兑美元汇率具有一个隐含的双重波动区间。在 2018 年以前，其目标管理区以 6.6 元为中心，在 6.3 元和 6.9 之间。而在 2018 年 4 季度以后，其目标管理区以 6.95 元为中心，在 6.7 元和 7.2 元之间。而 2020 年四季度后，这个区间可能在 6.3 元和 7.2 元之间。

在 2018 年 8 月，美元兑人民币曾经一度上升到 6.9 元以上，央行对此采取了包括恢复远期售汇风险准备金、重新启用逆周期因子、通过发行离岸央行票据等手段收紧离岸市场人民币流动性、并提高离岸人民币交易成本等果断措施，美元兑人民币汇率因此重新回落到 6.9 元以下的区间。

而在 2018 年四季度，在美元再次升破 6.9 元的时候，央行却没有如同 8 月份对汇率采取果断措施，而是容忍美元升破 6.9 元，并逼近 7 元心理大关。此举一般被解读为在面对国内经济下行压力加大的情况下，央行希望发挥汇率在调节功能，突破不可能三角，实现内部平衡和外部平衡的相对统一。这种情况在当年九月底召开的央行三季度工作会议上有所改变，在这次会议上，提出了保持利率和汇率与国际收支之间的平衡。

在当年的汇率年度研究报告中，笔者把 2018 年人民币汇率波动的情形称之为“从洞中之蛇到蛇出洞”。

“蛇出洞”后，在有管理的浮动体系下，“蛇”需要一个新的洞。2018年四季度后，这个新的“蛇洞”就是在6.7元和7.2元之间。

2019年9月2日，当时，美元指数逼近100点大关，人民币离岸汇率逼近7.2元，当天16点30分的在岸汇率紧跟离岸汇率下贬到7.1716元，而央行公布的中间价格报7.0084，只下贬了1个基点，显然，央行启用了逆周期因子，对汇率进行了强有力的干预。

又，2020年5月27日，受美国粗暴干预香港事务而导致中美关系紧张的影响，人民币汇率再度受到可能空方冲击，离岸价格再度逼近7.2元。当日16点30分的在岸价为7.1547元，前一日在岸价位7.1354元，而5月28日中间价只从7.1092下调到7.1277元。我们因此有理由相信央行可能再度启动了逆周期因子干预了汇率，尽管这次力度和明显程度不及2019年的9月，因为当日的美元指数的是回落的。

在2020年10月，人民币汇率出现了明显的升值，逼近了6.7元，在关键位置，10月10日，央行取消银行远期售汇风险准备金率，但仅此而已，10月12日，央行公布人民币汇率中间价，报6.7126元，考虑到前周五16:30分的在岸美元兑人民币收盘汇率是6.7135元，再考虑到美元指数前周五从93.6912跌倒93.0109元，为了维持一篮子货币的稳定，人民币中间价将根据上前周五16点30分的收盘价向上调整，因此当天的6.7126元中间价报价属于正常报价，即没有反向启动逆周期因子。因此，力度明显不及2018年8月对汇率的干预。人民币汇率回落后，再度上摸6.7元，10月27日，国外汇交易中心随之宣布，将逐步退出逆周期因子对中间价定价的影响，人民币汇率再度小幅回落。

当年，10月以来，央行对人民币汇率进行了有限的干预，但是，受到基本面和市场情绪的影响，美元兑人民币汇率依据跌破了6.7元，人民币汇率再次“蛇出洞”，将寻找出一个新的“洞”，而这个洞的区间的上限可能又回到了6.3元。

今年一季度，尽管人民币兑美元走势强劲，但基本上止步于6.3元的关键位置。考虑到这一情况，而在3月中旬，人民币汇率在高位出现大幅巨量震荡的情况下，笔者撰写了《人民币近期在高位大幅震荡预示了什么？》一文，对人民币汇率的调整进行了准确的预判。

就目前的经济和政治形势看，明显比往年要严峻，因此，7.2元是不是这一区间的底部还有待于观察。

央行一再强调，汇率不可预测，告诫大家要做到汇率中性，目前形势下，对购汇企业而言，进行必要的锁汇操作还是需要的。

综上分析，经济下行压力是人民币兑美元汇率近期出现调整的最主要原因，其兑外汇供求关系将构成三重冲击，其中，对证券投资的冲击早已发生，对直接投资的冲击正在发生，对外贸的冲击也难以避免，除此以外，不稳定的中美关系等非经济因素的影响也不可轻视，而美元指数的回升对人民币汇率将产生间接影响。在汇率总体趋弱的背景下，在有管理的浮动体系下，观察央行的举动是研判汇率走向的一个重要方面，央行近期对汇率调整采取了开放的态度，一方面是人民币汇率调整基本可控，央行有比较多的工具调节汇率，同时也乐意看到汇率发挥内部平衡和外部平衡的调节作用，根据以往的历史，7元应该只是一个心理关口，而7.2元的观察价值远高于7元。对企业而言，做到汇率中性十分必要。

（研究所 20220824）

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

### 联系方式

---

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区朝外大街 16 号中国人寿大厦 11 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 楼

网址：[www.yhqh.com.cn](http://www.yhqh.com.cn)

邮箱：[shenchen\\_qh@chinastock.com.cn](mailto:shenchen_qh@chinastock.com.cn)

电话：400-886-7799