

专题报告

2022年9月15日星期四

破了7元怎么走？

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:

尽管离岸价一时破 7，但在逆周期因子等因素的影响下，在岸价不会马上破 7。今天公布的 8 月结售汇数据和涉外收付款数据也出乎意料地好，也会减缓人民币贬值的压力。这次是不是能在 7.2 元打住？笔者认为需要进一步观察。一是当前经济下行的压力、国际政治与经济格局明显要高于前几年；二是央行对汇率的态度比以前更开放，要求汇率发挥宏观经济和国际收支自动调节器的意愿比以往更强烈，央行一直要求人民币汇率在合理均衡水平上保持稳定，而这合理均衡水平需要通过市场本身去寻找。

正文

美元兑人民币离岸价终于升破 7 元，7 元只是一个心理关口，无实际意义，因为近年来，美元兑人民币汇率早已升破过 7 元两次。央行多年前表示，美元兑人民币汇率早已升破过 7 元有利于人民币汇率发挥调节宏观经济和国际收支的自动调节作用。

升破 7 元怎么走？还是取决于中国经济大盘的稳定，尽管美元指数也是一个影响汇率的因素，在非经济因素方面，取决于中美关系的稳定和全球政治经济的稳定。

但外部因素只有通过内部因素才能发挥作用。我受到疫情和地缘政治的影响，中国的经济下行压力尽管在宏观政策的刺激下有所减缓，但是经济大盘的稳定的基础并不牢固。从 8 月的进出口数据看，我国外贸受到地缘政治和国际经济下行等影响也是显而易见的，中国出口的高增长阶段估计已经渐渐远去。笔者认为疫情对外汇供求关系的冲击，正从第一波的证券账户、第二波的直接投资账户向第三波的贸易账户发展，其背后的逻辑是占我国出口值较高比率的外商受到疫情的影响较大，外商近月的工业增加值和利润下跌要明显猛于总体水平。因此，汇率稳定的重要条件是经济的稳定。

好在从今天公布的银行结售汇和收付款数据看，出乎意料地好，和低迷的汇率

走势形成了鲜明的反差。

同时，在有管理的浮动体系下，汇率走向取决于央行的态度。央行的总体态度是“以我为主”，所以在中美利差存在的情况下，还是推出了降息措施；央行对汇率的基本态度是增强汇率的弹性，发挥汇率的调节内部均衡和外部均衡的作用。因此，我们不难看到，央行对近期汇率的下调基本上表现出开放的态度，尽管上调了外汇存款准备金，但是其对外汇供求关系的影响是有限的。一是目前汇率下跌的原因不是外汇供求关系的失衡，从对外收付款、结售汇等指标看，依旧是顺差的；二是此举仅仅释放 190 亿美元的外汇流动性，而目前每日的美元即期询价成交量就达到了 400 亿美元左右；央行最近以来也明显地改变了中间价的计算方式，但央行没有如以前那样公开宣布重启的逆周期因子。央行在 2020 年四季度宣布退出逆周期因子。

如下表所示，以今天 0915 为例，前日外汇交易中心的美元收盘价报 6.963 元，但当日在美元指数上升的情况下，当日的中间价却高出昨天的收盘价 529 个基点，仅仅报 6.9101 元。显然是改变了中间价的计算方式，启动了逆周期因子。按照原有的中间价计算方法，当日中间价应至少高于 6.963 元。

表：近日中间价和前日收盘价在美元指数波动下的变动

日期	前日收盘价	当日中间价	前日 1630 美元指数	当日 0730 美元指数	区间美元指数涨跌	中间价和前日收盘价价差
906	6.9366	6.9096	109.99	109.66	-0.33	-0.027
907	6.9485	6.916	109.65	110.39	0.74	-0.0325
908	6.9715	6.9148	110.31	109.74	-0.57	-0.0567
909	6.9639	6.9098	109.8	109.54	-0.26	-0.0541
913	6.9192	6.8928	108.45	108.26	-0.19	-0.0264
914	6.9311	6.9116	108.11	109.9249	1.8149	-0.0195
915	6.963	6.9101	109.4779	109.5841	0.1062	-0.0529

因此，尽管今天的美元离岸价升破 7 元，在逆周期因子的影响下，明天的中间价不会依旧升破 7 元，在岸价是可控和可调的。

美元真正升破 7 元以后，下一个重要观察点是 7.2 元，因为央行在 2019 年 9 月和 2020 年 5 月两次在 7.2 元附近两次果断地启用逆周期因子等措施，逆转了人民币兑美元的下跌，由此笔者判断央行存在着一个隐含的汇率波动区，即围绕着 6.7 元，在 6.3 元和 7.2 元之间进行区间波动，这是有管理浮动的表现形态之一。

这次是不是能在 7.2 元打住？笔者认为需要进一步观察。一是当前经济下行的压力、国际政治与经济格局明显要高于前几年；二是央行对汇率的态度比以前更开放，要求汇率发挥宏观经济和国际收支自动调节器的意愿比以往更强烈，央行一直要求人民币汇率在合理均衡水平上保持稳定，而这合理均衡水平需要通过市场本身去寻找。

近年来，央行对合理均衡水平和波动区间也进行过调整。如在 2018 年以前，央行的目标管理区以 6.6 元为中心，在 6.3 元和 6.9 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，即一个多月后，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。其隐含的汇率目标管理区因此拓宽到 6.3 元和 7.2 元之间。

因此，7.2 元是个观察点，但不是一个铁底。

但通过对央行汇率有管理的波动区间认识，确实有助于我们对汇率走向的判断。如而在3月中旬，人民币汇率在高位6.3元附近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。

（研究所 202209015）

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

邮箱：shenchen_qh@chinastock.com.cn

电话：400-886-7799