

专题报告

2022年9月22日星期四

蛇还会出洞不？

——再看人民币兑美元的汇率走势

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

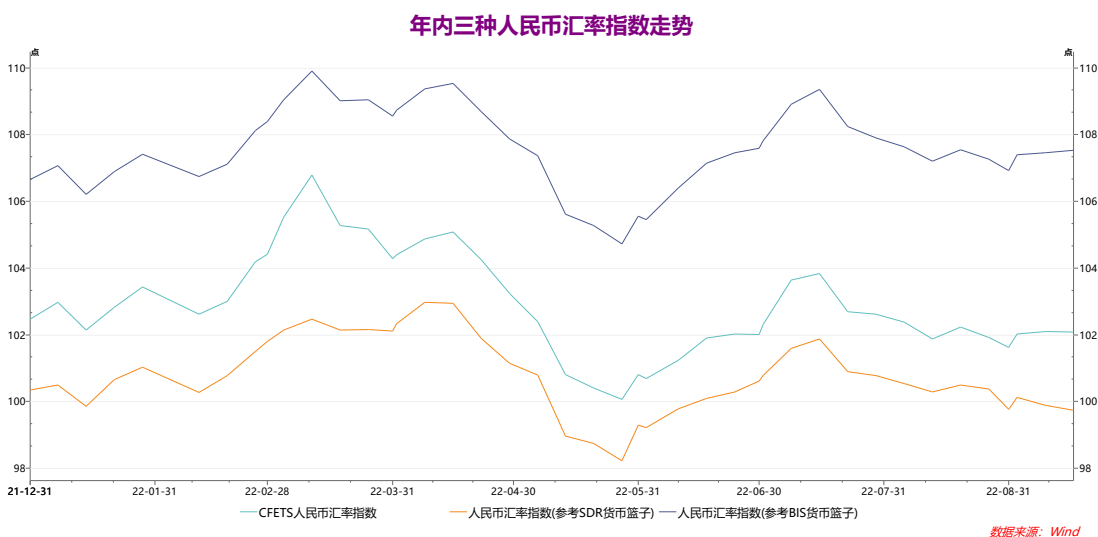
**内容提要：**

本文试图说明人民币汇率的下跌是个不争的事实，用人民币汇率指数相对稳定来说明人民币汇率稳定有点掩耳盗铃；本文也试图说明人民币汇率下跌的主要原因不是美元指数，不是外部因素，而是内部经济存在着明显的下行压力和预期，在这种情况下，央行态度暧昧也是可以理解的，央行的总体方针是推动人民币汇率的市场化，发挥人民币汇率自动调节内部平衡和外部平衡的作用。因此，7.2 元尽管是个观察点，但不是铁底，因为合理均衡水平是个动态的概念，蛇因此可能面临着再次出洞。

## 正文

随着美元兑人民币汇率近期的上涨，汇率问题成为市场讨论和研究大的热点。从一些研究报告和文章看，把人民币汇率的下调归咎于美元指数的上升，或认为人民币尽管对美元出现贬值，但是，汇率还是较强的，因为人民币的汇率指数年内保持平稳，没有出现明显下跌。也有认为 7.2 元是个底部，等等。不一而足。

图 1：年内三种人民币汇率指数走势



对此，笔者不敢苟同。笔者同时认为，探究人民币兑美元汇率下跌的真实原因有助于判断汇率的基本走向。

## 一. 在新形势下，人民币的汇率指数的指向性下降

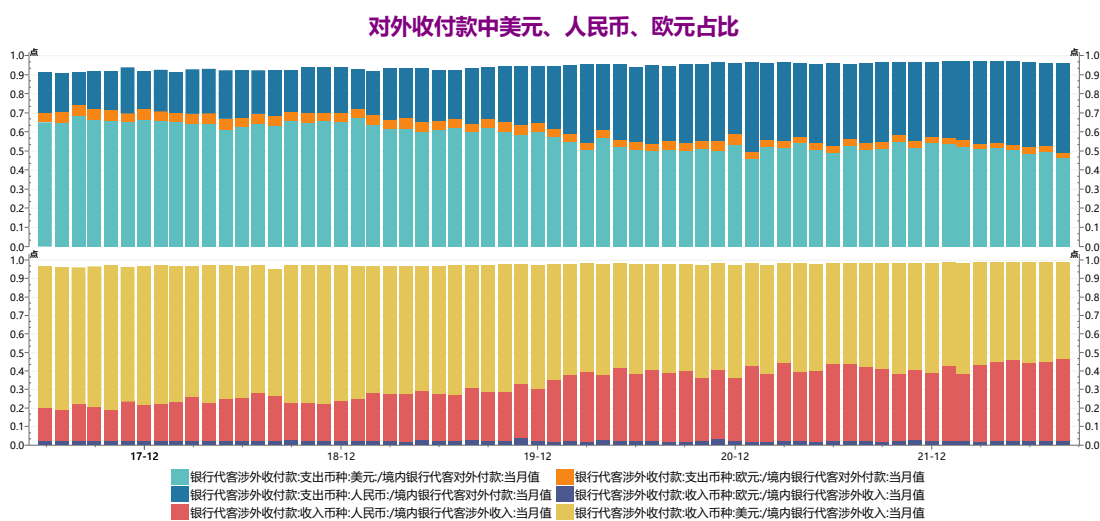
目前，人民币汇率指数主要有三个，一个是参考 SDR 货币篮子的人民币汇率指数，一个是参考国际清算银行（BIS）货币篮子的人民币汇率指数，还有一个是中国外汇交易中心（CFETS）发布的人民币汇率指数。

其中，CFETS 的人民币汇率指数的篮子中包含了 24 种货币，其样本货币权重是根据“考虑转口贸易因素的贸易权重法计算而得”。

笔者认为，在新形势下，包括 CFETS 和参考 BIS 货币篮子的人民币汇率指数的指向性下降。

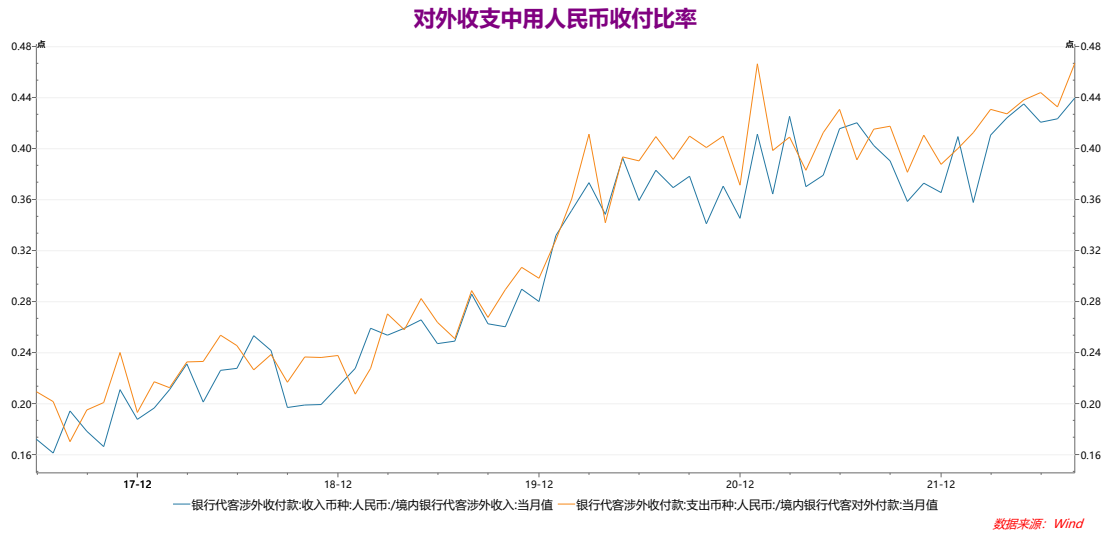
首先，该指数是按照贸易权重法进行计算而得，但是，实际上得贸易结算却主要是按照美元和人民币进行结算，而不是按照贸易国得货币进行结算，目前，在我国对外贸易方面，用美元和人民币进行结算占到 80% 以上的比重，而用其他货币进行结算的比率相当小，最新月度数据显示，在对外收款和对外付款方面，美元分别占到 52% 和 46%，人民币分别占到 44% 和 47%。第三大货币——欧元仅仅分别占 2% 和 3%。

图 2：对外收付款中美元、人民币、欧元占比



其原因在于人民币在对外结算的占比近年来取得翻番的增长。

图 3：对外收支中用人民币收付比率



因此，按照贸易权重计算的人民币汇率指数已经不适应我国的对外收支状况。

其次，这一现象也反映在外汇市场上。根据最新一期的央行货币政策执行报告披露，今年一季度，在中国外汇交易中心进行交易的货币主要是美元。

其次是欧元，部分货币实际上无任何交易。二季度的情况基本类似。

图 4：中国外汇交易中心今年一季度外汇交易量

表 8 2022 年第一季度银行间外汇即期市场人民币对各币种交易量

单位：亿元人民币

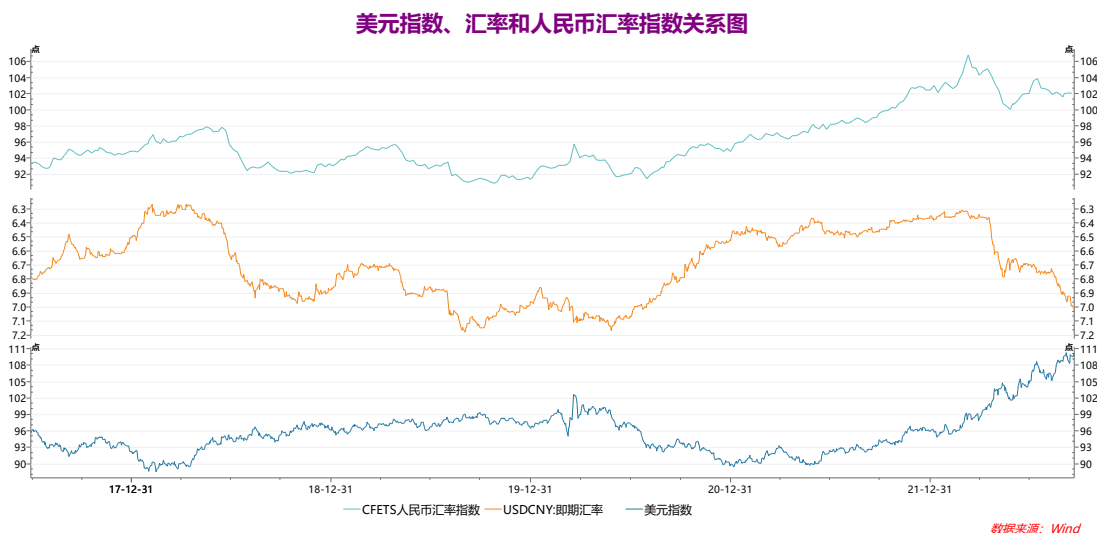
币种	美元	欧元	日元	港元	英镑	澳大利亚元	新西兰元
交易量	117475.72	3759.06	625.06	336.99	144.82	64.70	22.18
币种	新加坡元	瑞士法郎	加拿大元	马来西亚林吉特	俄罗斯卢布	南非兰特	韩元
交易量	24.61	33.39	79.55	0.80	5.82	0.00	15.23
币种	阿联酋迪拉姆	沙特里亚尔	匈牙利福林	波兰兹罗提	丹麦克朗	瑞典克朗	挪威克朗
交易量	0.00	11.00	0.00	0.00	0.31	7.11	0.71
币种	土耳其里拉	墨西哥比索	泰铢	柬埔寨瑞尔	哈萨克斯坦坚戈	蒙古图格里克	印尼卢比
交易量	1.05	0.00	4.90	0	0	0	5.21

数据来源：中国外汇交易中心。

第三，从实际运行情况看，人民币汇率指数的涨跌由美元指数和美元兑人民币汇率这两个因素共同决定，分解来看，从以下的叠加图中不难发现，在人民币兑美元相对稳定的情况下，实际上是美元指数上升推动人民币汇率指数在上行，或者是美元指数下跌推动人民币汇率指数在下行；

而在美元兑人民币上升的情况下，人民币汇率指数下跌；在美元兑人民币下跌的情况下，人民币汇率指数上升。

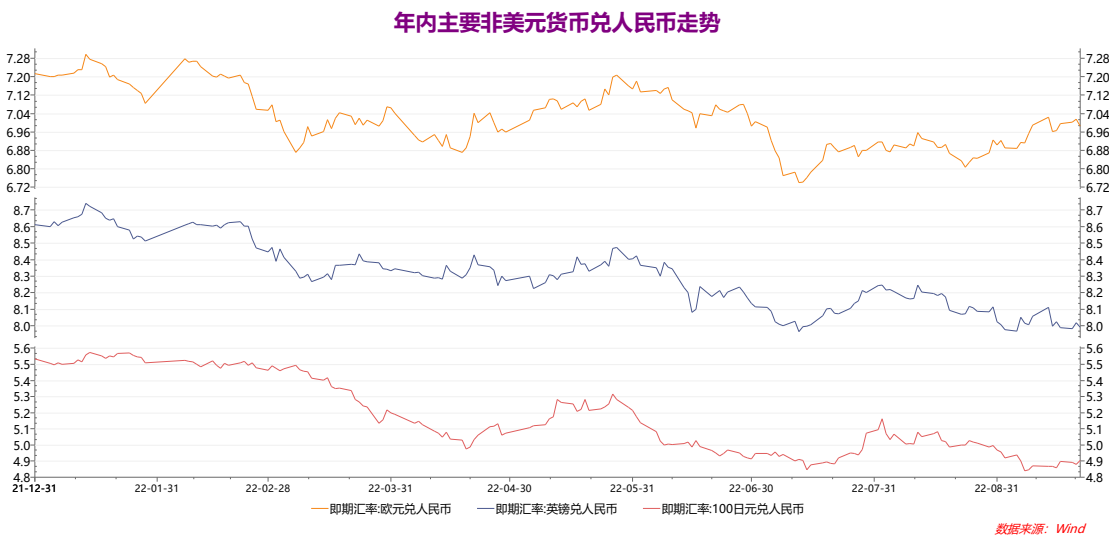
图 5：美元指数、汇率和人民币汇率指数关系图



之所以会出现这样的情况，是因为人民币作为一种不完全可兑换的货币，在有管理的浮动体系下，实际上是在和美元保持了相对稳定关系参与了国际浮动的。即人民币兑美元采取了“爬行盯住制度”。当然，这和香港实行的联系汇率制度是有明显区别的。有关相关性研究也表明，人民币汇率和美元指数的相关性接近了 80%。

在和美元保持相对稳定的关系上参与国际浮动这样的汇率安排，就可以很好的解释为什么人民币对美元贬值的同时，却在美元指数上升的情况下，人民币对非美元货币，如欧元、日元、英镑、等出现升值。

图 6：年内主要非美元货币兑人民币走势

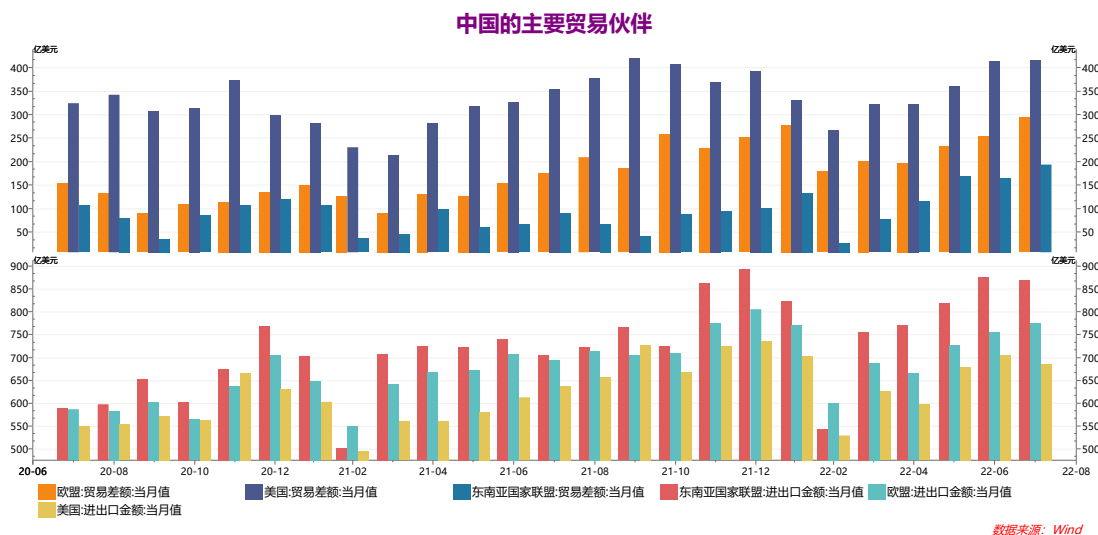


而人民币汇率指数在两种因素中和下保持相对平稳；也能很好地解释为什么前几年人民币对美元升值的同时，却在美元指数下跌的情况下，人民币对非美元货币，如欧元、日元、英镑、澳元等出现贬值，那时，中国对欧盟等也出现贸易顺差，而且，中欧之间的利差在欧元负利率的情况下，利差更阔。

为什么要和在美元保持相对稳定的关系的基础上参与对非美元货币的国际浮动，其原因一在于美元依旧在国际金融和世界经济占有独一无二的重要地位。二在于中美关系是最重要的对外经贸和对外金融关系。

从经贸关系看，美国是中国第三大贸易伙伴，而且是中国最大的顺差来源国，也是除了港澳、日本和欧洲以外，主要的直接投资来源国。

图 7：中国主要的贸易伙伴



正因为美元的地位如此重要，以至于中国外汇交易中心（CFETS）对各种中间价的制定规则是不一样的，根据中国外汇交易中心公告，唯有美元的中间价是通过做市商的报价加权平均产生的，其他货币，包括欧元是仅仅通过做市商报价平均产生的，而对港元的中间价报价是通过人民币兑美元的中间价以及港元与美元的汇率进行套算产生的：

人民币对美元汇率中间价的形成方式为：交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向外汇市场做市商询价。外汇市场做市商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进行报价。交易中心将全部做市商报价作为人民币对美元汇率中间价的计算样本，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商报价**加权平均**，得到当日人民币对美元汇率中间价，**权重由交易中心根据报价方在银行间外汇市场的交易量及报价情况等指标综合确定。**

人民币对港元汇率中间价由交易中心分别根据当日人民币对美元汇率中间价与上午 9 时国际外汇市场港元对美元汇率套算确定。

人民币对欧元、日元、英镑、澳大利亚元、新西兰元、新加坡元、瑞士法郎、加拿大元、林吉特、俄罗斯卢布、兰特、韩元、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉、墨西哥比索和泰铢汇率中间价形成方式为：交易中心于每日银行间外汇市场开盘前向银行间外汇市场相应币种的做市商询价，去掉最高和最低报价后，将剩余做市商**报价平均**，得到当日人民币对欧元、日元、英镑、澳大利



利亚元、新西兰元、新加坡元、瑞士法郎、加拿大元、林吉特、俄罗斯卢布、兰特、韩元、阿联酋迪拉姆、沙特里亚尔、匈牙利福林、波兰兹罗提、丹麦克朗、瑞典克朗、挪威克朗、土耳其里拉、墨西哥比索和泰铢汇率中间价。

而且，在中国外汇交易中心制定的人民币汇率指数中，尽管美元的权重已经下调到 18.79%，但是考虑到部分货币和美元保持盯住等关系，如港元（HKD）、沙特里亚尔（SAR）、阿联酋迪拉姆（AED）等，其实际占比依旧达到 27%，在参考国际清算银行（BIS）的人民币汇率篮子中，这一比率达到 22.3%。再考虑到加拿大元、新加坡元等货币和美元存在着高度相关性，美元在这两种人民币汇率指数的权重占比会更高。

表 1：三种人民币汇率指数美元权重占比

指数	美元占比%	实际美元占比%（考虑到部分权重货币盯住美元）
CFETS	18.79	27
参考 BIS 的人民币 汇率指数	19.68	22.3
参考 SDR 的人民币 汇率指数	46.85	46.85

资料来源：研究所

因此，人民币汇率指数在对外结算货币出现结构性变化的情况下，指数意义变小，又因为人民币在和美元保持相对固定关系参与国际浮动，因此，人民币汇率指数的涨跌不仅受到人民币对美元汇率的影响，也受到美元指数涨跌的影响。今年以来，在人民币兑美元出现明显下跌的情况下，人民币指数相对稳定，是因为美元指数的上涨起到了中和作用。

## 二. 美元指数上涨不是人民币对美元走低的基本原因

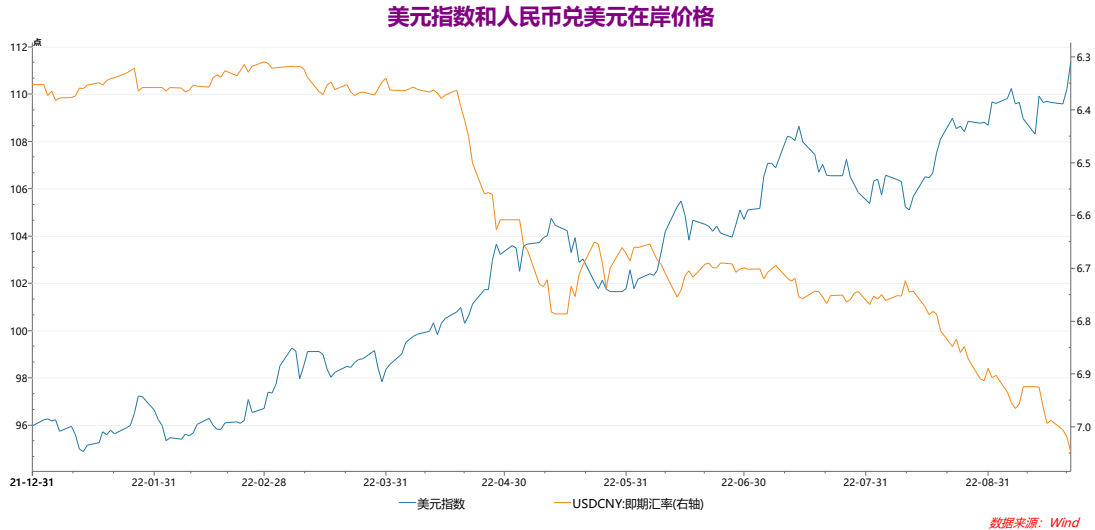
笔者承认，美元指数的上涨对人民币兑美元汇率确实会产生影响，但这一影响是间接的，也是有限的。其原因在于人民币不是狭义美元指数的篮子货币。

美元指数对人民币兑美元在岸价格的影响是通过中间价实现的。按照人民币中间价的制定规则，人民币当日中间价由前日 16:30 外汇交易中心所决定，同时，“参考”一篮子货币进行调整，以保持人民币兑一篮子货币的稳定，实际上是参考了昨天 16:30 到当日 07:30 的美元指数波动。即当美元指数在规定时间内上升的话，人民币当日中间价相对于昨日的收盘价向下调整，反之，即当美元指数在规定时间内上升的话，人民币当日中间价相对于昨日的收盘价向上调整，以保持人民币汇率兑一篮子货币的基本稳定。而中间价在有管理的浮动下至关重要，它是有管理浮动体系的核心，当日中间价决定了人民币在岸价格在当日的波动范围，即上下 2% 的波动区间。

从实际运行情况看，美元指数涨跌和人民币兑美元的走势也不是完全同步的。

如下图所示，仅以今年为例，今年一季度，今年 7 月，美元指数尽管上涨，但人民币兑美元的在岸价格基本保持稳定，并无出现明显的下跌。

图 8：美元指数和人民币兑美元在岸价格



因此，美元指数的上涨会对人民币兑美元的波动产生推波助澜的作用，但不是决定性的因素。

但这一推波助澜不可忽视。笔者一直强调，不要轻言美元指数见顶，美元指数的上涨不仅受到美国本国的经济因素影响，也受到全球政治因素的影响，受到美国和欧洲等非美元经济体的经济状况和经济政策对比的影响。而俄罗斯和乌克兰之间的武装冲突对欧洲来讲是灾难，而美国确实可以隔岸观火，渔翁得利，正如二战前期一样。

### 三. 经济下行压力及其预期是人民币汇率走低的根本原因

外因是通过内因起作用的。我国经济下行压力是人民币汇率走低的根本性原因。

受到地缘政治和疫情反复等因素的影响，我国今年出现了空前的经济下行压力。在 429 政治局会议，中央采取了种种稳定经济的措施而导致 6 月的经济数据好转，这也是 7 月尽管美元指数上升，人民币兑美元汇率在 7 月保持相对稳定的重要的原因，但 8 月的经济数据显示，经济大盘的基础并不牢固，经济下行的风险并没有完全消除，导致人民币兑美元汇率再次走低。

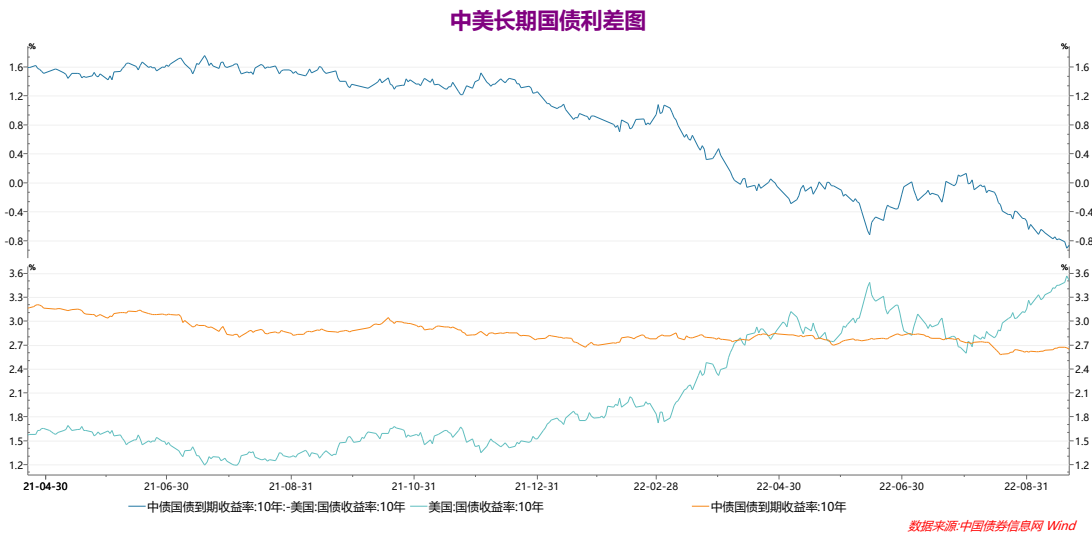
今年以来，经济下行压力对我国外汇供求关系构成三重冲击波。

第一重冲击是对证券投资的冲击。尽管中国的资本项目并没有完全对外开放，但这一冲击依旧不可忽视。

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，已经出现了历史上最大的倒挂幅度，达到-0.9%左右。

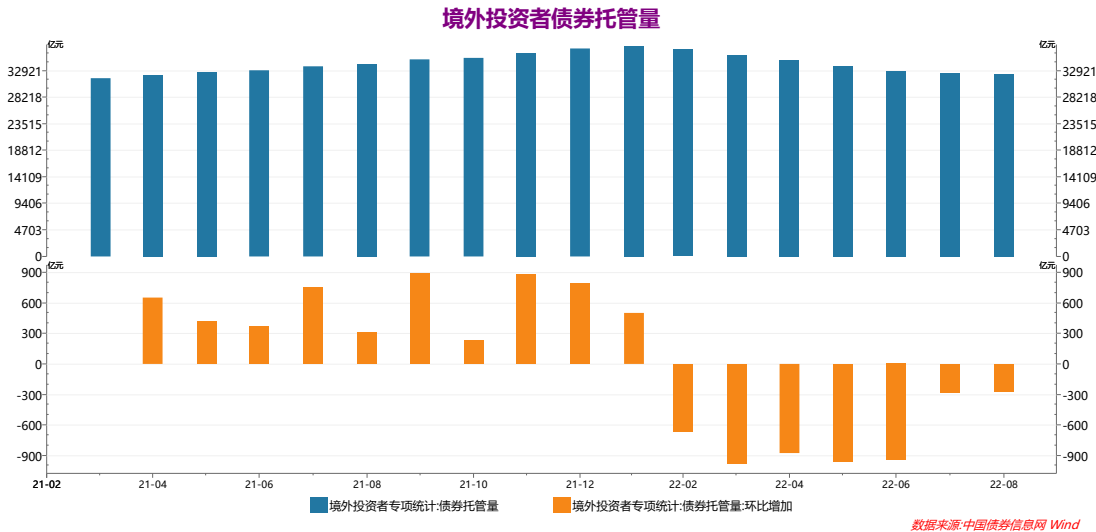
图 9：中美长期国债利差图



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 8 月出现减持，尽管 7 月和 8 月的减持额从近 1000 亿分别减少的 281 亿元和 277.6 亿元。

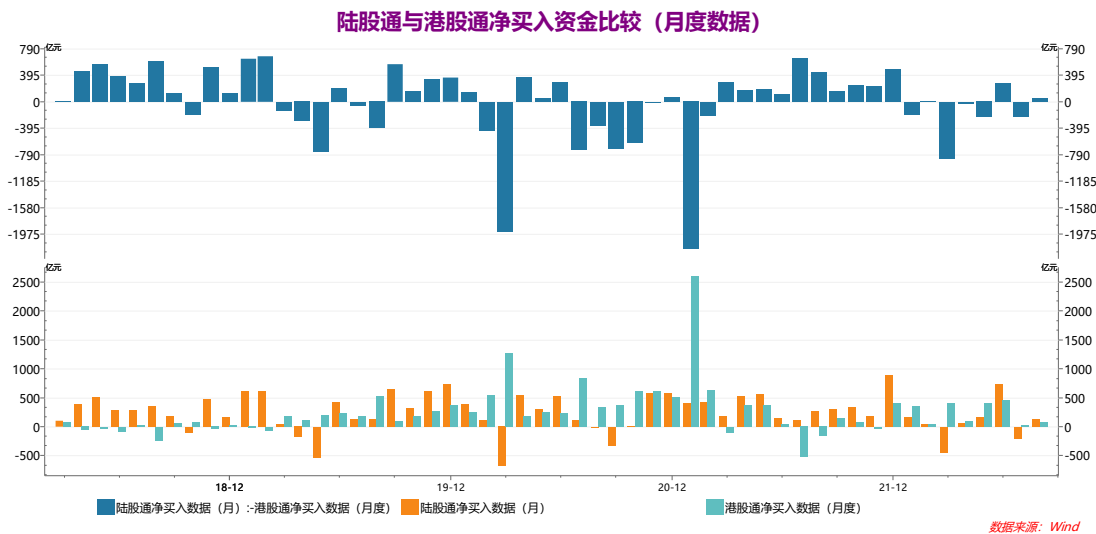
图 10：外资连续大幅减持中国债券



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 11： 陆股通与港股通净买入比较（月）

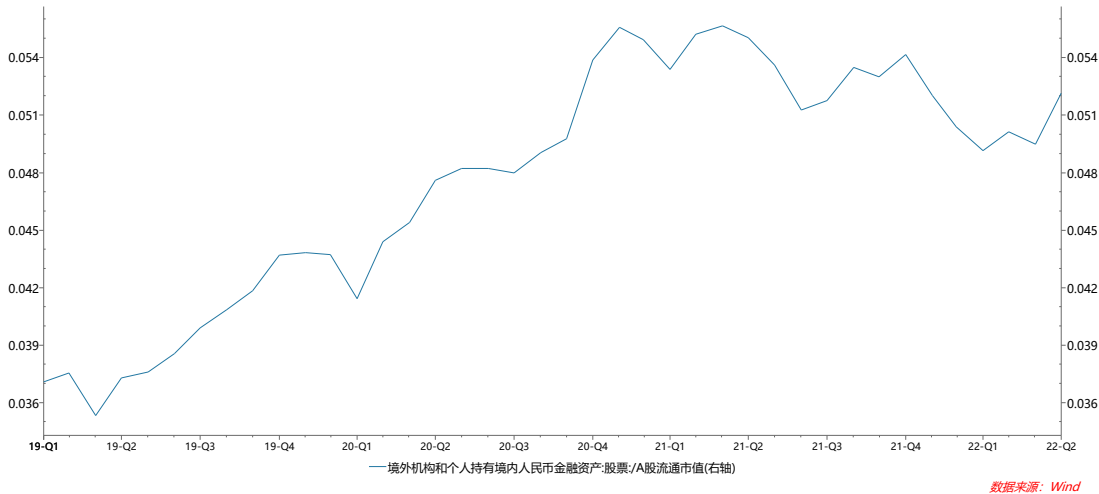


资料来源：研究所 WIND

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升，二季度报 5.04 %，三月底报 4.92%，但去年同期为 5.5%。

图 12： 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

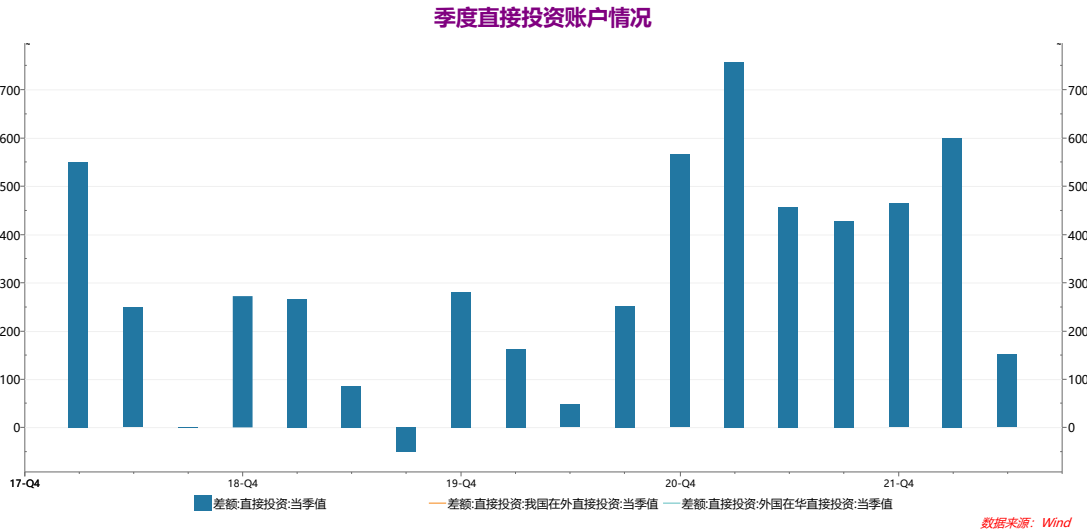


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

数据来源：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 13：季度直接投资账户情况

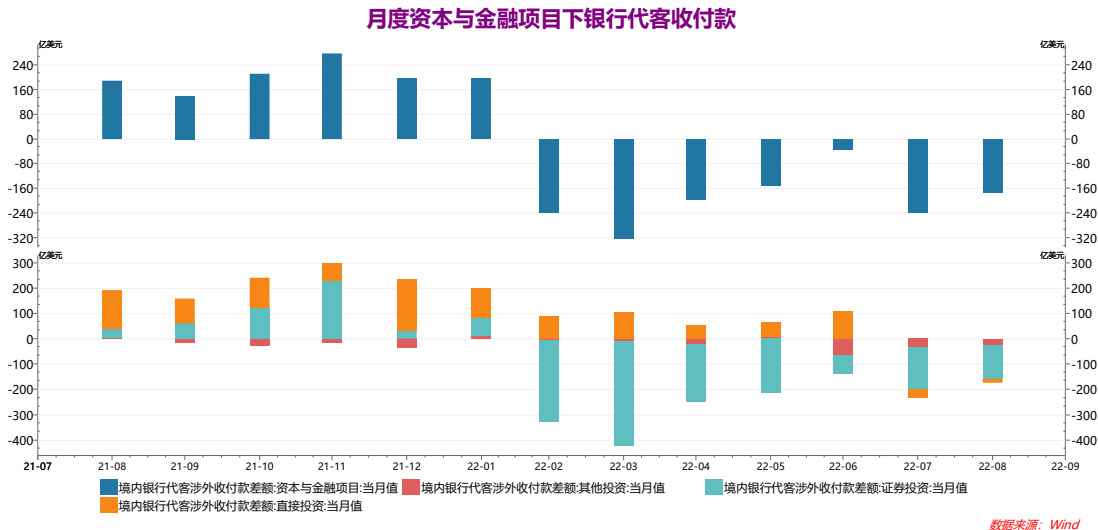


资料来源：研究所 外汇管理局 WIND

数据来源：Wind

7 月的对外收付款情况看，出现了罕见的逆差，逆差 34.42 亿美元，8 月直接投资延续了逆差，但缩小到 15.84 亿美元

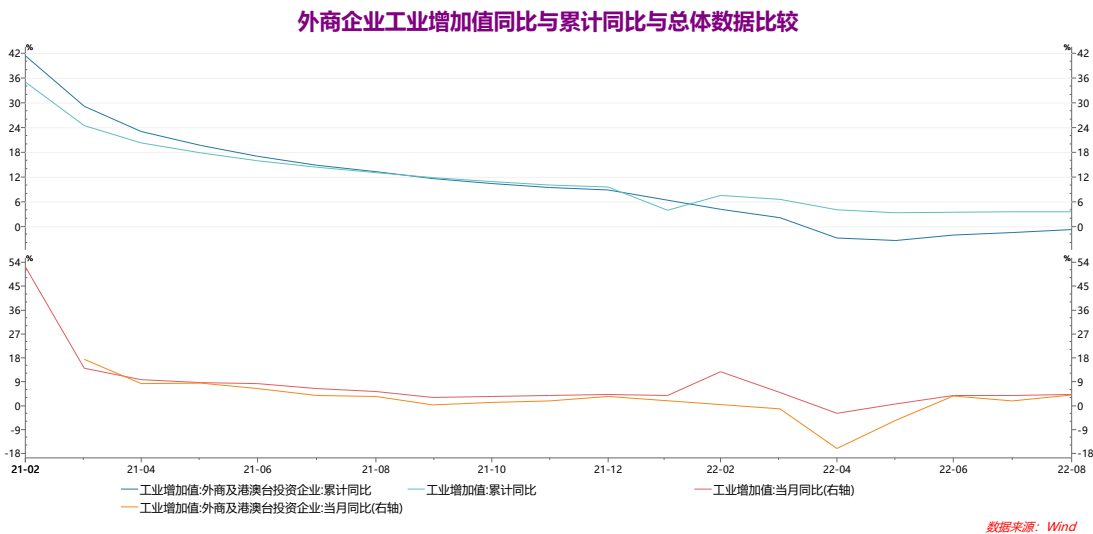
图 14：月度资本与金融项目下银行代客收付款



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。

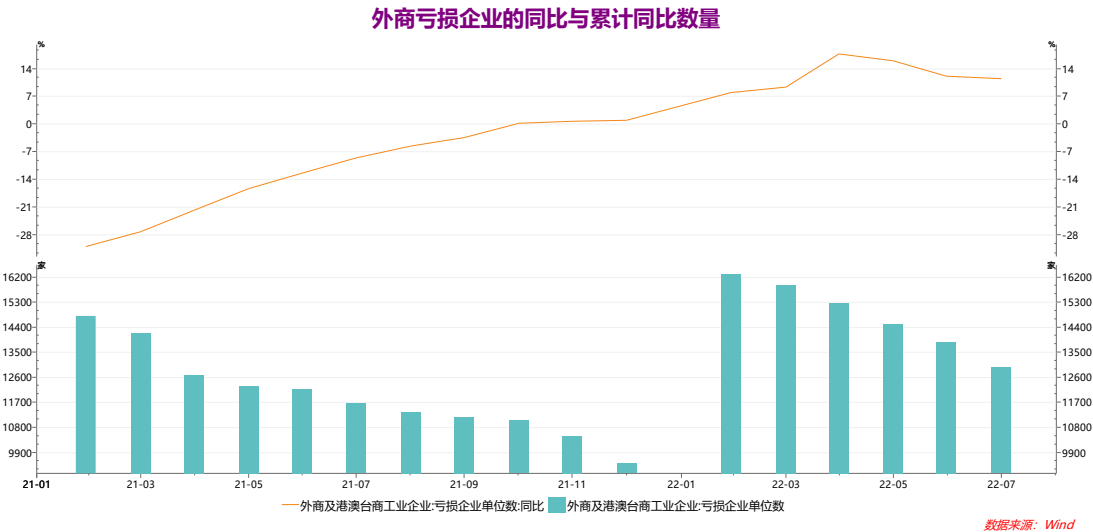
图 15: 外商企业工业增加值同比与累计同比与总体数据比较



资料来源: 研究所 WIND

同时, 还表现在外商亏损企业明显增加。

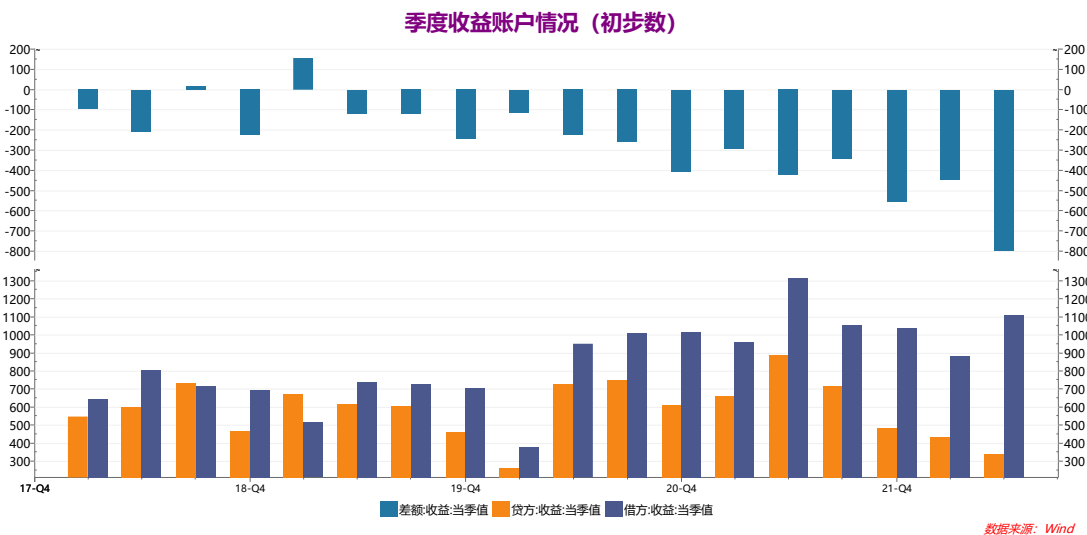
图 16: 外商亏损企业的同比与累计同比数量



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 17: 季度国际收支收益账户情况 (初步数)



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。

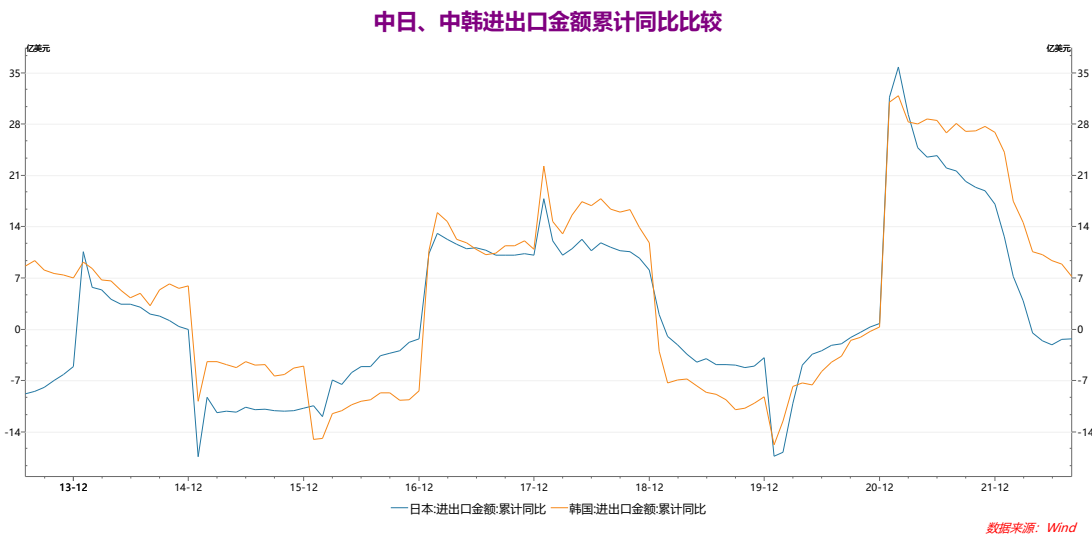
从 8 月的外贸数据看已经出现了明显的变化, 出口累计同比下降, 对美元出口



出现负增长，这是 2020 年以来的首次负增长。

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 18：中日、中韩进出口金额累计同比比较

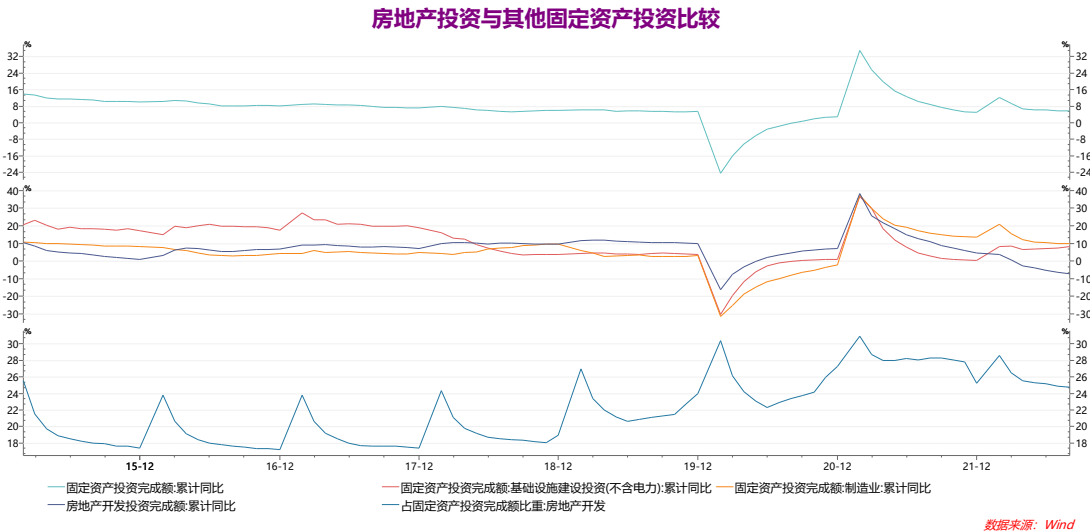


资料来源：研究所 WIND

因此，在这个意义上来看，只有经济稳，特别对经济增长预期的稳定才能促使汇率稳定，没有经济的稳定，就没有汇率的稳定。

从最新公布的投资数据看，占固定资产投资比重达到近 25%的房地产投资依旧在下跌，并没有止住跌势。

图 19：房地产投资与其他固定资产投资比较



当然，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出现波折有关系。

#### 四. 央行的态度与工具箱中正在使用和可能使用的工具

笔者一直认为观察央行的举措是研判汇率走向的一个重要窗口，在本轮汇率回落的过程中，央行的态度是暧昧的。

一是央行在汇率受到压力的情况下，调低了MLF和LPR，显示出内部均衡的重要性要高于外部均衡的重要性，显示出经济下行压力之大，显示出“我为主”的货币政策。

二是央行尽管在稳定汇率方面不缺政策工具，但是，到目前为止，只是用了降低外汇存款准备金，近期，降低了外汇存款准备金2个百分点后，也仅增加外汇供给190亿美元，而目前每天的美元即期询价成交量就在400亿美元左右。

而在2020年4季度开始，央行采取了多种措施以减缓人民币兑美元升

值的速率。

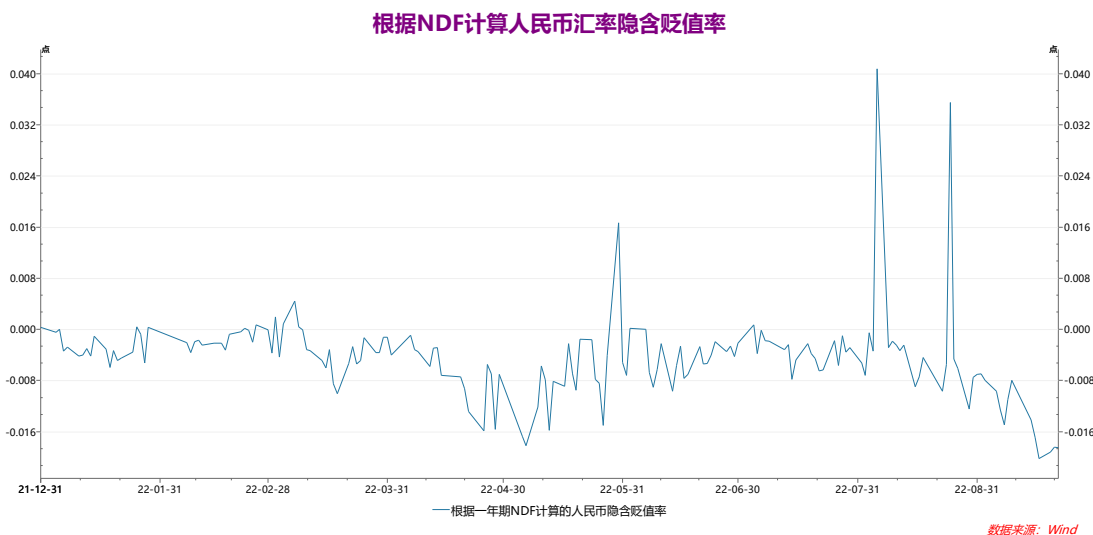
三是央行近期明显启动了逆周期因子，但却秘而不宣。和公开宣布 2018 年 4 月年重启逆周期因子形成了鲜明的对比。如 9 月 22 日的中间价格在美元指数在区间内明显上升的情况下，却低于前日收盘价 737 个基点。

表 3：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	前美指	当日美指	区间美指涨跌	中间价和前收盘价价差
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
916	6.9775	6.9305	109.7293	109.7781	0.0488	-0.047
919	7.0166	6.9396	110.0614	109.5837	-0.4777	-0.077
920	7.0179	6.9468	110.0469	109.5586	-0.4883	-0.0711
921	7.0131	6.9536	109.8042	110.1643	0.3601	-0.0595
922	7.0535	6.9798	110.7355	111.5249	0.7894	-0.0737

我们注意到近期人民币汇率走弱有所加快，离开重要观察点已经近在咫尺，压力明显增大。根据 NDF 计算人民币汇率隐含贬值率近期明显加大。

图 20：根据 NDF 计算人民币汇率隐含贬值率



汇率短期急速下跌，有可能引发系统性金融风险，因此不排除央行近期出台稳定汇率的举措。这些措施最有可能将 2020 年 4 季度减缓汇率上升的措施归正。如将银行远期售汇保证金从 0% 上升道到 20%，上调金融机构的跨境融资宏观审慎系数，上调境内企业境外放款的宏观审慎调节系数，上调境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数等等，也有可能在香港离岸市场发行人民币票据等等等

表 3：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

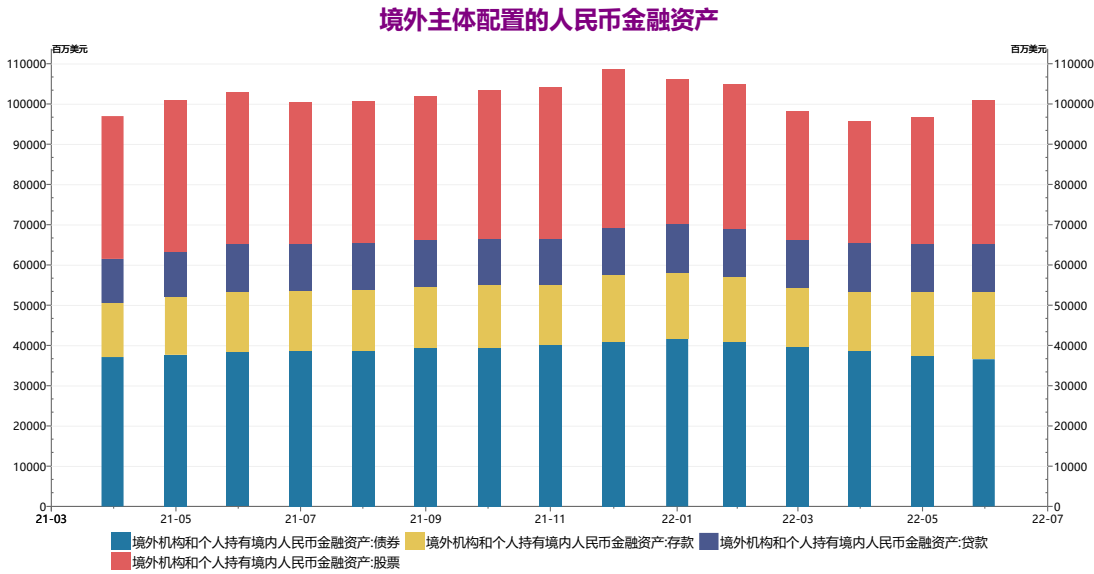
当然，央行也存在着长期稳定人民币汇率的战略举措，即增强人民币资产的吸引力。央行在近期召开的下半年工作会议上，用了比较长的篇幅谈到了人民币的国际化问题：**加强本外币政策协同。夯实贸易投资人民币结算的市场基础。支持境外主体发行“熊猫债”，稳步推动“互换通”启动工作，提高人民币金融资产的流动性。支持离岸人民币市场健康有序发展。这些举措均有利于保持人民币汇率在均衡水平上的基本稳定。**

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%。

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 10.83 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 21：境外主体配置的人民币金融资产



资料来源: 研究所 WIND

## 五. 7.2 是个观察点，但不是铁底

在近期人民币大幅下行的情况下，特别是在人民币跌破 7 元后，市场将观察点移动到了 7.2 元，因为在 2018 年和 2020 年，人民币汇率均在 7.2 元进行止跌，笔者早在今年年度报告中也认为 7.2 元是个重要的观察点，其实际意义将超过 7 元，7 元实际上只是一个心理关口。

但 7.2 元不是一个铁底。其原因一是正如前文所述，央行对汇率下跌态度暧昧，其实质是希望汇率发挥自我调节作用，实现内部均衡和外部均衡，在目前的情况下，内部均衡的重要性的外部性要远高于外部均衡，即汇率在发挥宏观调节上的重要性要高于调节国际收支平衡。

原因之二央行一直称人民币汇率将保持合理均衡上的基本稳定，并保持双向波动。但这个合理均衡水平在哪里？实际上这个合理均衡水平是动态的，即它是个根据宏观经济状况进行调节的。双向波动的区间也因此会发生变化。

根据笔者长期观察，到目前为止，这个合理均衡水平在 6.7 元，波动区间是 6.3 和 7.2 元之间。但这个合理均衡水平在经济下行压力下估计会出现调整。



从历史上看，有过这样的先例。如在 2018 年以前，其目标管理区以 6.6 元为中心，在 6.3 元和 6.9 元之间。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：

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。

但在 2018 年四季度，当美元再次升破 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。此举意味着央行调整所谓的合理均衡水平，汇率进入了一个新的波动区间，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 6.3 元和 7.2 元之间。

这次央行有可能在 7.2 元附近进行强有力干预，让蛇不出洞，也有可能让蛇再次出洞。或者先干预，在干预收效不大的情况下，再次出洞，从可能性看，出洞的可能性不低。因为央行的总体方针是推动汇率市场化，发挥汇率的调价作用。

本文试图说明人民币汇率的下跌是个不争的事实，用人民币汇率指数相对稳定来说明人民币汇率稳定有点掩耳盗铃；本文也试图说明人民币汇率下跌的主要原因不是美元指数，不是外部因素，而是内部经济存在着明显的下行压力和预期，在这种情况下，央行态度暧昧也是可以理解的，央行的总体方针是推动人民币汇率

的市场化，发挥人民币汇率自动调节内部平衡和外部平衡的作用。因此，7.2 元尽管是个观察点，但不是铁底，因为合理均衡水平是个动态的概念，蛇因此可能面临着再次出洞。

（研究所 20220922）

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