

专题报告

2022年9月28日星期三

汇率踏上寻求新的合理均衡水平的道路  
——写在人民币离岸和在岸价格上双双跌破 7.2 元之际

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：**

汇率跌破 7.2 元的重要观察窗口后，出现了急跌模式。意味着汇率踏上了寻求新的合理均衡水平的道路。影响人民币汇率回落的主要因素不是美元指数的上升，而是市场对经济的预期走弱和国内经济的下行压力，因此，新的人民币汇率合理均衡水平也将由此而决定。在新的合理均衡水平上，在进行双向波动，增强人民币汇率弹性，发挥调节内部均衡和外部均衡的新作用。央行也警告市场不要去赌汇率的具体点位，汇率不可预测，对企业而言，只有做到汇率中性才能管理好错综复杂的汇率风险。

对央行来讲，尽管汇率波动可以调节内外部平衡，因此对汇率调整总体采取开放态度，但汇率短期急跌有引发金融市场动荡风险，因此不排除央行在急跌的情况下再度出手，如动用外汇储备直接干预外汇市场。前几天，日本干预外汇市场也是出于这一考虑。

## 正文

今天，人民币兑美元离岸价格跌破了 7.2 元重要观察窗口。在跌破 7.2 元重要观察窗口后，人民币离岸价格出现了加快回落态势，到笔者截稿时，最低到了 7.2575 元，与此同时，人民币在岸价格也紧随离岸价格出现明显下跌。我们注意到，此轮人民币汇率下跌，在岸价格和离岸价格的差价明显小于 4 月那波下跌，两者价差相对较小。

图 1：离岸价和在岸价价差比较



在岸价和离岸价双破 7.2 元后，意味着人民币汇率在新的宏观经济格局下，将寻求新的合理均衡水平，并在此基础上，寻求新的双向波动区间。正如笔者在此前一系列汇率分析文章指出的那样，人民币汇率存在着一个隐含的波动区间，即围绕着 6.7 元的相对合理均衡水平，在 6.3 元和 7.2 元之间进行波动。但这个合理均衡水平和双向波动区间今天被打破了，即蛇出了原来的旧洞，寻找新的洞口。

笔者在此前一系列汇率分析文章指出，在目前内部均衡问题遇到严重挑战的背景下，央行对汇率的波动持有比较开放的态度，希望汇率作为经济杠杆发挥调节内部均衡和外部均衡的自动调节作用。尽管央行此前已经调低了外汇存款准备金和远期售汇风险保证金率，同时秘而不宣地启动了逆周期因子效应，但并没有遏制人民币汇率的跌势。

从影响看，调低外汇存款准备金增加外汇供给有限，而提升远期售汇风险保证金率提升了外汇支出企业的锁汇成本和外汇收入企业的套保成本，而重新启用逆周期因子，汇率受到人为因素干扰，不利于市场的汇率进行预测，并在此基础上利

用外汇市场进行风险管理。但从下图看，9月23日和26日逆周期因素对汇率的影响时此轮最大的，调升了800基点以上。

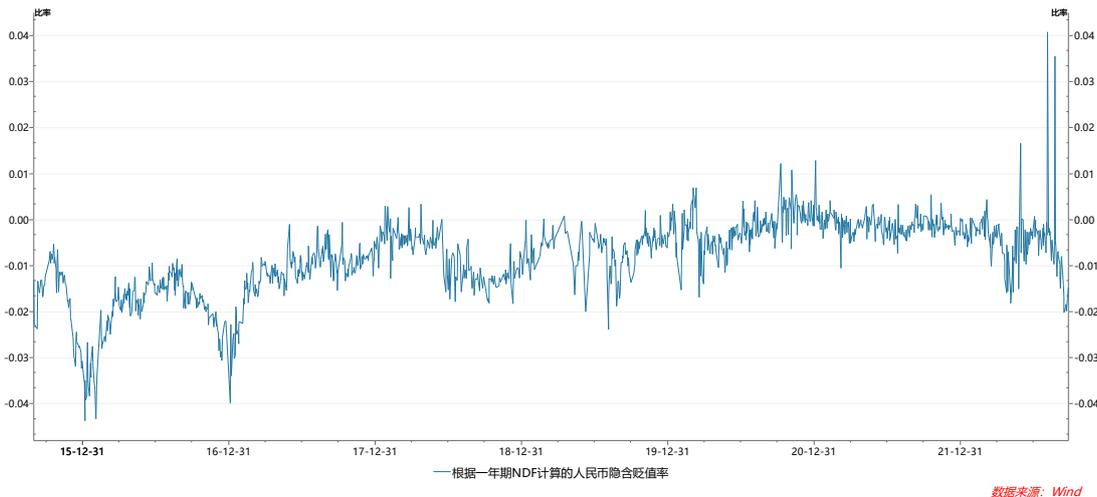
表 2：近日美元汇率波动下的当日中间价和前日收盘价比较

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
923	7.081	6.992	110.9243	111.2368	0.3125	-0.089
926	7.11048	7.0298	112.0128	113.0137	1.0009	-0.08068
927	7.1464	7.0722	113.3049	114.029	0.7241	-0.0742
928	7.158	7.1107	113.62	114.2523	0.6323	-0.0473

央行对汇率总体持开放态度的另外的理由在于市场相对平静，没有出现2015和2016年的恐慌情绪，这可以从根据一年期NDF计算的人民币汇率隐含贬值率可以看出。此轮最大的水平也仅仅-2%，而2015年曾经超过-4%。

图 2：根据一年期 NDF 计算的人民币汇率隐含贬值率

根据一年期NDF计算的人民币汇率隐含贬值率



从即期询价成交量来看，也没有明显的放大，相对比较稳定。

笔者在此前一系列文章指出，影响人民币汇率回落的主要因素不是美元指数的上升，而是市场对经济的预期走弱和国内经济的下行压力，因此，新的人民币汇率合理均衡水平也将由此而决定。在新的合理均衡水平上，在进行双向波动，增强人民币汇率弹性，发挥调节内部均衡和外部均衡的新作用。

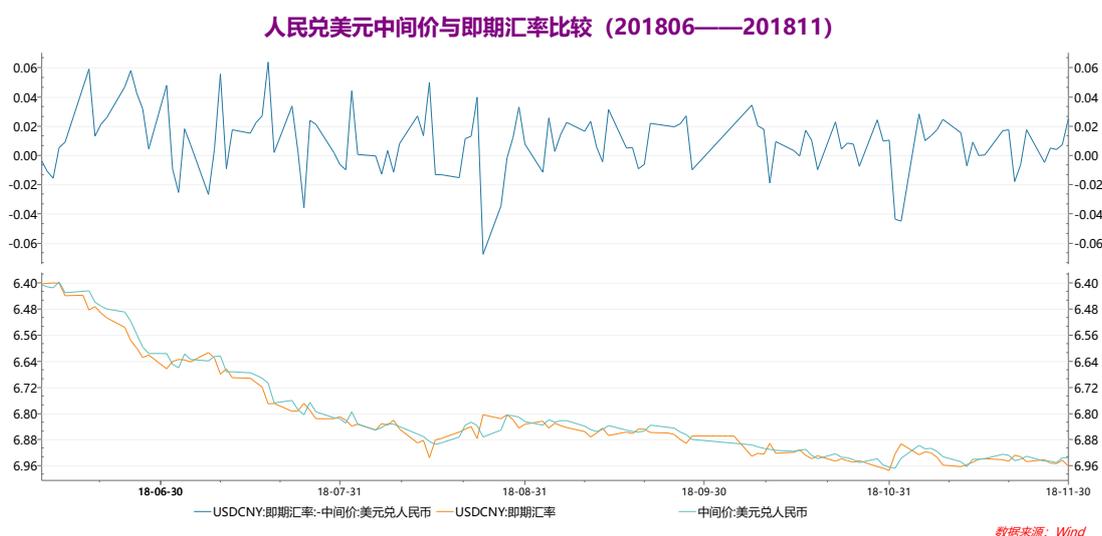
事实上，2015 年汇改以来，央行对均衡合理水平的管理也是动态的。即是根据宏观经济情况进行动态调整的。

如在 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。

图 3：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（201806——201811）

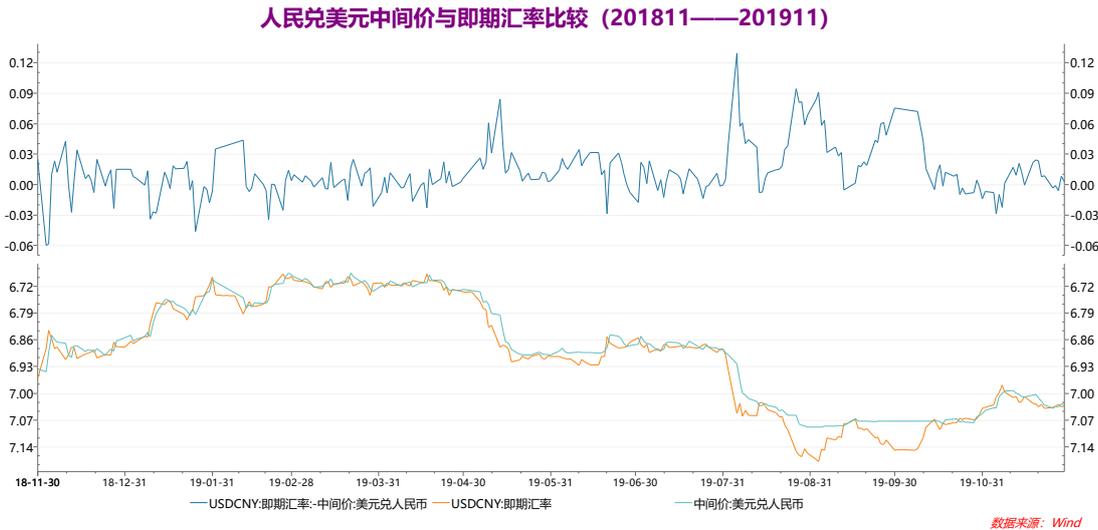


在当年的汇率年度研究报告中，笔者把 2018 年人民币汇率波动的情形称之为“从洞中之蛇到蛇出洞”。

“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。

图 4：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（201811——201911）



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。

图 5：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（201911——202206）

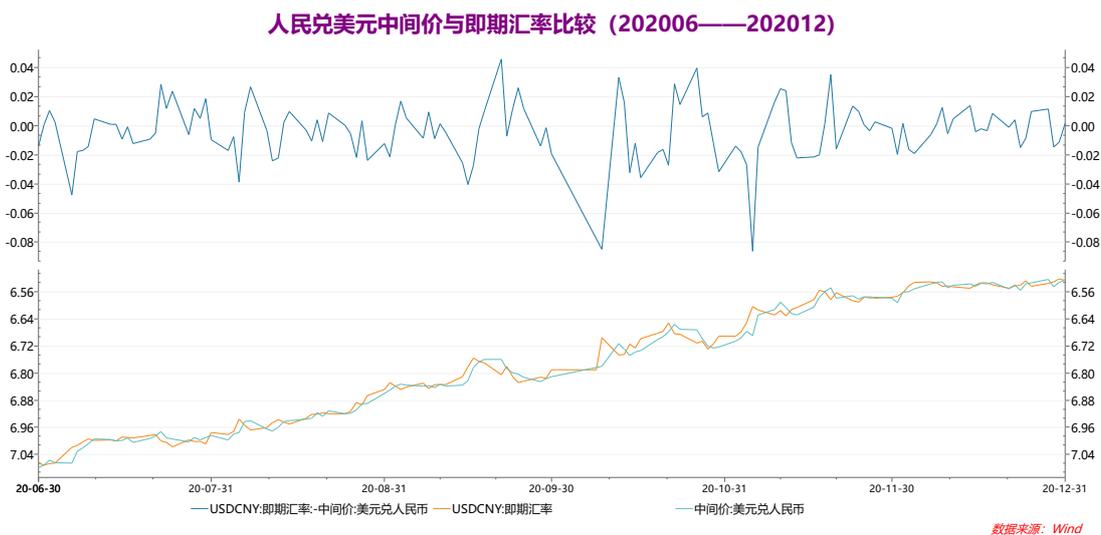


在2020年10月，人民币汇率出现了明显的升值，逼近了6.7元，在关键位置，

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。

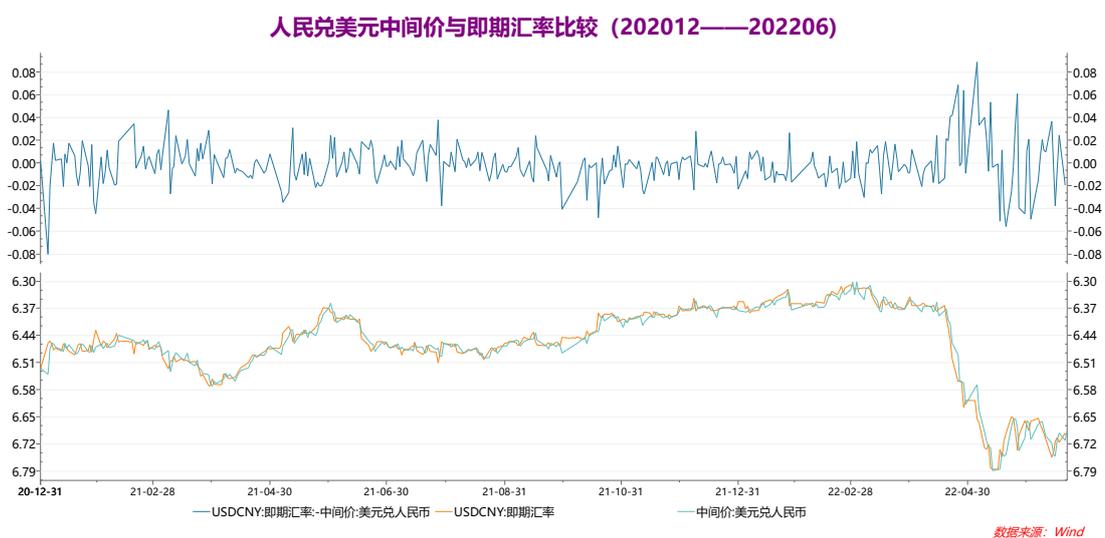
图6：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（202006——202012）



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。

图 7：人民币兑美元中间价与即期汇率比较（202012——202206）



同时，央行也警告市场不要去赌汇率的具体点位，汇率不可预测，对企业而言，只有做到汇率中性才能管理好错综复杂的汇率风险。

对央行来讲，尽管汇率波动可以调节内外部平衡，因此对汇率调整总体采取开放态度，但汇率短期急跌有引发金融市场动荡风险，因此不排除央行在急跌的情况下再度出手，如动用外汇储备直接干预外汇市场。前几天，日本干预外汇市场也是出于这一考虑。

（研究所 20220928）

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