

宏观专题

2022年11月18日

研究员：沈忱

期货从业证号：

F3053225

投资咨询资格编号：

Z0015885

✉：shenchen\_qh@chinastock.com.cn

## 坚持市场在汇率形成中起决定性作用

### ——央行三季度货币执行报告有关汇率论述的几个看点

#### 正文：

近日，央行公布了三季度货币执行报告，由于人民币汇率在三季度出现了较大的波动，因此，该报告用了比较多的笔墨论述了汇率问题，并开设了《人民币汇率保持基本稳定有坚实的基础》这一专栏。仔细研究这些论述，笔者认为有以下几个看点。

一是该报告明确提出了“坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强汇率的弹性”，以发挥汇率对宏观经济和国际收支的自发调节作用。

今年以来，受到疫情反复和国际政治与经济动荡，我国经济面临着下行压力，国际收支状况也和去年出现了很大的不同。人民币汇率的下行，实际上就是汇率在宏观经济中扮演自发调节宏观经济和国际收支的自我调节角色，市场在其中发挥了决定性作用。

从央行的举措看，也是乐见其成的。一是央行坚持独立的货币政策，坚持以我为主的货币政策，在全球普遍升息的背景下，调低了MLF和LPR等利率水平；

二是尽管央行对汇率下浮采取了一系列间接调控措施，但是，相比较于2020年四季度采取的减缓货币升值的间接措施来讲，央行显得比较暧昧，表现在出台措施的时间上相对从容不迫，在调控的力度上相对较弱，如提升商业银行外汇存款准备金力度只有3个点，而没有达到4个点。从9%到6%在采取的措施方面也不及2020年四季度以来那样全面，如没有调整境内企业境外放款的宏观审慎调节系数。

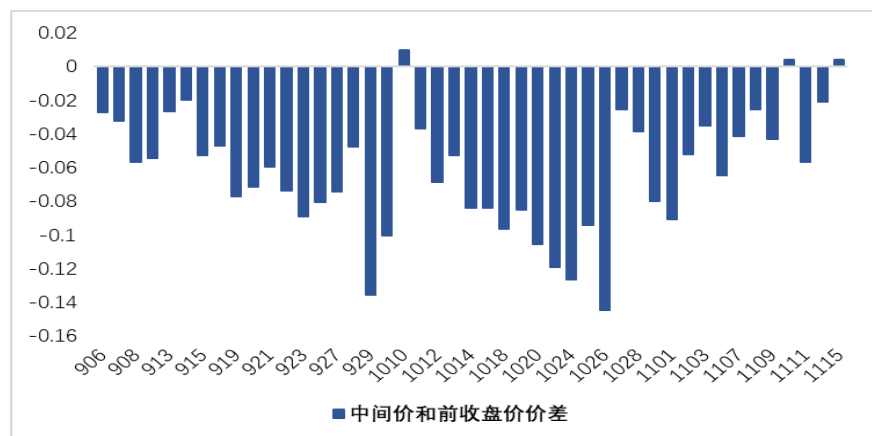
三是尽管央行明显重新启用了逆周期因子，至少是改变了中间价的计算方式，但是，央行却秘而不宣。

表1: 央行对汇率间接调控手段的比较

| 2020年以来减缓升值的间接措施 <sup>1</sup>             | 今年以来稳定汇率的部分间接措施 <sup>2</sup>             |
|---|--|
| 将银行远期售汇保证金从20%下调到0% <sup>1</sup>          | 将银行远期售汇保证金从0%上调到20% <sup>2</sup>         |
| 逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响 <sup>1</sup>           | 事实上改变了中间价的制定规则 <sup>2</sup>              |
| 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 <sup>1</sup>  | 将金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25 <sup>2</sup> |
| 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 <sup>1</sup> | 维持不变 <sup>2</sup>                        |
| 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 <sup>1</sup>  | 将境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从1上调至1.25 <sup>2</sup> |
| 提升商业银行外汇存款准备金从5%到9% (分2次完成) <sup>1</sup>  | 调降商业银行外汇存款准备金从9%到6% (分2次完成) <sup>2</sup> |

数据来源: 公开资料整理、银河期货

图1: 中间价和前日收盘价之差



数据来源: Wind、银河期货

表2: 美元波动下的中间价和前日收盘价之差

| 日期   | 前日收盘价   | 当日中间价前 | 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    |
| 929  | 7.2458  | 7.1102 | 114.5047 | 112.9386 | -1.5661 | -0.1356    |
| 930  | 7.2     | 7.0998 | 113.6701 | 111.9045 | -1.7656 | -0.1002    |
| 1010 | 7.0896  | 7.0992 | 111.6726 | 112.8683 | 1.1957  | 0.0096     |
| 1011 | 7.144   | 7.1075 | 113.2326 | 113.0792 | -0.1534 | -0.0365    |
| 1012 | 7.1788  | 7.1103 | 113.2287 | 113.3092 | 0.0805  | -0.0685    |
| 1013 | 7.1629  | 7.1101 | 113.0835 | 113.239  | 0.1555  | -0.0528    |
| 1014 | 7.1928  | 7.1088 | 113.2943 | 112.5    | -0.7943 | -0.084     |
| 1017 | 7.1931  | 7.1095 | 112.7541 | 113.0515 | 0.2974  | -0.0836    |
| 1018 | 7.205   | 7.1086 | 113.1166 | 112.0825 | -1.0341 | -0.0964    |
| 1019 | 7.1952  | 7.1105 | 112.008  | 111.924  | -0.084  | -0.0847    |
| 1020 | 7.2242  | 7.1188 | 112.4252 | 112.9889 | 0.5637  | -0.1054    |
| 1021 | 7.2377  | 7.1186 | 112.9287 | 112.9545 | 0.0258  | -0.1191    |
| 1024 | 7.2494  | 7.123  | 113.1879 | 112.2617 | -0.9262 | -0.1264    |
| 1025 | 7.261   | 7.1668 | 112.4223 | 111.8496 | -0.5727 | -0.0942    |
| 1026 | 7.3085  | 7.1638 | 111.9932 | 110.9451 | -1.0481 | -0.1447    |
| 1027 | 7.1825  | 7.157  | 110.0027 | 109.672  | -0.3307 | -0.0255    |
| 1028 | 7.2081  | 7.1698 | 109.752  | 110.5951 | 0.8431  | -0.0383    |
| 1031 | 7.2565  | 7.1768 | 110.976  | 110.7648 | -0.2112 | -0.0797    |
| 1101 | 7.2985  | 7.2081 | 111.1825 | 111.5326 | 0.3501  | -0.0904    |
| 1102 | 7.2719  | 7.2197 | 110.9062 | 111.5349 | 0.6287  | -0.0522    |
| 1103 | 7.2825  | 7.2472 | 111.2921 | 112.1682 | 0.8761  | -0.0353    |
| 1104 | 7.32    | 7.2555 | 112.6525 | 112.9719 | 0.3194  | -0.0645    |
| 1107 | 7.2703  | 7.2292 | 112.5928 | 111.1445 | -1.4483 | -0.0411    |
| 1108 | 7.2405  | 7.215  | 110.4654 | 110.1425 | -0.3229 | -0.0255    |
| 1109 | 7.262   | 7.2189 | 110.4427 | 109.6507 | -0.792  | -0.0431    |
| 1110 | 7.238   | 7.2422 | 109.7328 | 110.3105 | 0.5777  | 0.0042     |
| 1111 | 7.2474  | 7.1907 | 110.6362 | 108.1093 | -2.5269 | -0.0567    |

数据来源: Wind、银河期货

在观察中间价和收盘价的关系中, 笔者注意到了1个节点。即11月1日, 央行首次把

中间价定在了 7.2 元以下。7.2 元是个重要的观察窗口，以前，只有离岸价击破过 7.2 元，但是，中间价个定在 7.2 元是首次。

从目前的情况看，经济在宏观政策的刺激下，有回升态势，但是，从 10 月的金融、投资、消费等数据看，稳定经济大盘的基础并不牢固，经济下行的危险尚没有消除；从国际收支情况看，经济下行对国际收支账户的冲击正如笔者在一系列文章论述的那样，从证券账户蔓延到直接投资账户，近期数据又显示，贸易收支也受到了影响。

尽管央行要求人民币汇率在均衡合理水平上保持相对稳定，但这一均衡合理水平是随着宏观经济和国际收支状况的变动而变动的，不是一成不变的。因此，在这种情况下，要坚持坚持市场在汇率形成中起决定性作用，汇率的下调近阶段的主要节奏。

看点之二是央行在提出坚持市场在汇率形成中起决定性作用的同时，又要求“坚决平抑汇率的大起大落”，央行强调底线思维和预期管理。

我们注意到在汇率跌破 7.2 元后，央行召开了电话会议，对人民币空头发出了警告，称将用市场和政府的手段稳定人民币空头。在 10 月份，人民币空头曾经经历了 2 轮打击，在近期，人民币空头再次受到痛击。尽管从 10 月的外汇储备和央行的外汇占款数据看，央行没有直接干预外汇市场，也就是央行所谓的退出的对外汇市场进行常态化的干预。央行在三季度货币政策执行报告中称，央行在这方面已经积累了丰富的历史经验，以应对外部冲击和汇率超调。

这 2 种表述应证了笔者先前的判断，即央行旨在发挥汇率对宏观经济和国际收支的自我调节作用，不断增强汇率的弹性，但是，央行不希望汇率在短期内出现大幅波动，因为，汇率的大幅波动容易引发系统性金融风险。在这样的背景下，理想状态是人民币汇率的有序调整。

看点之三，央行强调了人民币汇率对美元汇率中间价形成机制的不断完善，规则性、透明度和市场化水平的不断提高。这一表述，笔者认为告诉我们以下几点：一是这也许就是央行近期采取了逆周期因子而秘而不宣的原因，因为逆周期因子一直以市场化和透明度不高而得到诟病；二是这也告诉了我们人民币兑美元的重要性，印证了笔者提出的在有管理浮动体系下，人民币实际上是盯住美元参与国际浮动的，印证了以贸易权重计算的人民币汇率指数其指向性下降的事实。尽管央行还是称人民币指数是稳定的，人民币兑多数非美元主要货币是升值的。在央行三季度货币政策执行报告中，也披露了三季度中国外汇交易中心的外币交易情况，其中，最主要的美元。多数货币成交量很小，甚至是无交易。

表3：三季度外汇交易中心外币交易情况

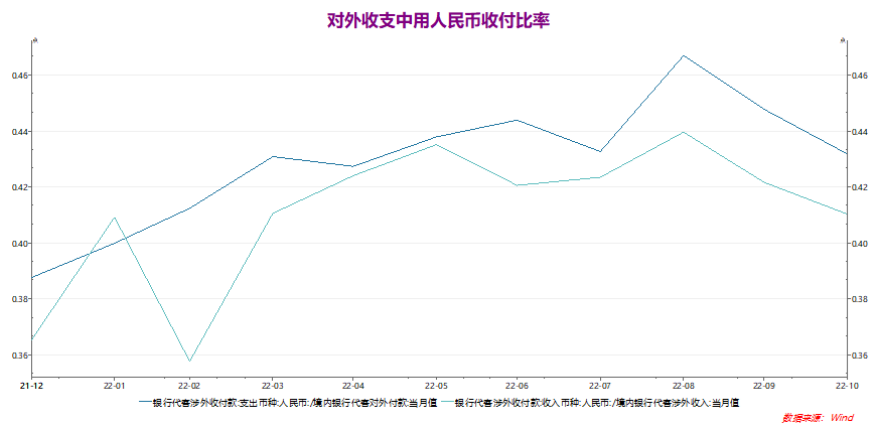
|     |           |         |         |         |        |       |       |
|-----|-----------|---------|---------|---------|--------|-------|-------|
| 币种  | 美元        | 欧元      | 日元      | 港元      | 英镑     | 澳大利亚元 | 新西兰元  |
| 交易量 | 178970.06 | 4346.42 | 1032.99 | 782.26  | 107.89 | 88.08 | 35.00 |
| 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 | 40.08     | 59.65   | 97.46   | 1.77    | 17.68  | 0.05  | 11.09 |

|     |        |       |       |       |         |        |      |
|-----|--------|-------|-------|-------|---------|--------|------|
| 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 | 0.81   | 14.82 | 0.00  | 0.28  | 2.71    | 4.75   | 1.34 |
| 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 | 0.02   | 0.00  | 4.68  | 0     | 0.04    | 0.01   | 7.39 |

数据来源：央行官网、银河期货

看点之四是在发展人民币离岸市场的表述上要比以前的表述更加积极。三季度报告指出：“发展离岸人民币市场。开展跨境贸易投资高水平开放试点”。而二季度的报告仅仅提出：“支持离岸人民币市场健康有序发展”。在表述上出现了明显的不同。发展离岸人民币市场，有利于增强人民币资产的吸引力，是稳定人民币汇率的战略举措。在人民币跨境支付方面，近年来取得了显著的成绩，但近2月有所回落。

图2：对外收支中用人民币收付比率



数据来源：Wind、银河期货

综上分析，在经济大盘稳固基础并不牢固、国际收支状况转弱的背景下，汇率的自我调节作用要求汇率向下浮动，尽管央行要求人民币汇率在均衡合理水平上保持相对稳定，但这一均衡合理水平是随着宏观经济和国际收支状况的变动而变动的，不是一成不变的。尽管近期汇率出现深度反弹，但其持续性依旧值得怀疑。同时，人民币即使出现下浮，也是有序下浮，央行不愿意看到汇率短期出现大幅波动。

## 作者承诺

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 金融衍生品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 楼

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

电话：400-886-7799