

宏观年报

2022 年 12 月 11 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

市场在汇率形成中起决定性作用有望进一步体现

——2023 年人民币汇率展望

前言：

笔者在 2022 年的汇率年度报告《均衡稳定有基础，双向波动更显著——2022 年人民币汇率展望》中指出：“展望 2022 年，人民币汇率的稳定性和坚挺性可能面临挑战，但是，如果从全面和综合的角度进行考察，这些挑战不必过度解读，人民币汇率依旧有望在合理均衡水平上保持相对稳定，并在增强汇率弹性的基础上保持双向波动的基本格局。当然，人民币汇率的市场化和人民币的国际化进程将不会停滞，甚至有望加快，但这一过程必然是一个曲折的过程，不会一帆风顺。”在 2022 年下半年的半年度汇率报告中又指出：“下半年，影响人民币汇率回调的因素依旧存在，人民币兑美元汇率总体存在着易跌难涨的基本格局，情况比去年底我们所作的分析更加明显。但在有管理的浮动体系下，但这一贬值压力总体是可控的。央行可能容忍有序贬值，以发挥汇率的调节作用，为了防范系统性风险，央行最为关注的汇率在短期内急跌。从贬值的极限区间看，我们不认为 7 元是极限位置，7 元只是个心理卡位，极限位置和关注点可能还在 7.2 元。”

而从实际情况看，2022 年因为受到疫情反复对经济造成的冲击影响，以及受到俄罗斯和乌克兰之间发生的军事冲突等导致的国际政治和经济变化，人民币汇率的稳定性受到的挑战远远高于笔者的预期。

正文:

一、2022 年人民币汇率走势的五个阶段说明了什么？

图1、2：年内人民币兑美元走势

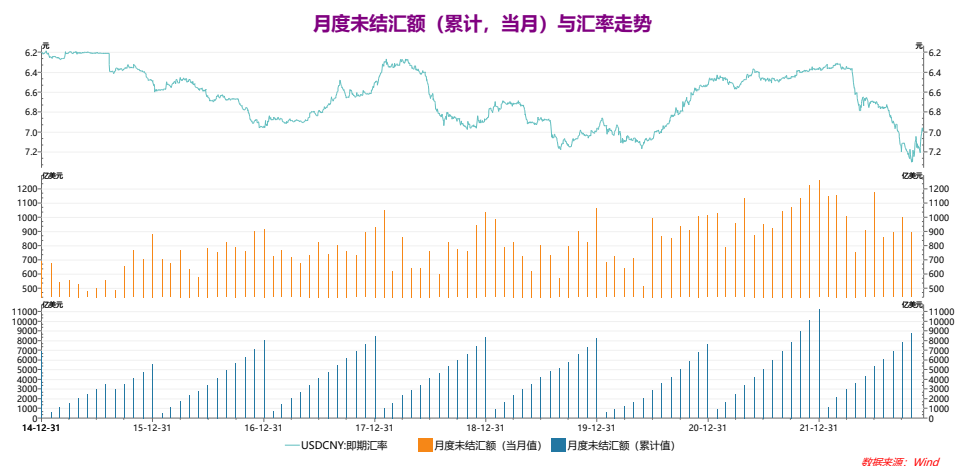


数据来源：Wind、银河期货

纵观 2022 年人民币汇率的走势，我们大致可以细分为五个阶段。

第一个阶段：三月下旬前的上升阶段：在这个阶段，人民币汇率受到 2021 年积累的巨额未结汇额等因素的推动，而构成结汇拥挤效应一路上行。3 月 1 日，人民币在岸价格曾经上摸 6.3048 元。

图3：月度未结汇额与汇率走势



数据来源：央行、Wind、银河期货

第二个阶段：三月下旬后的人民币年内第一波贬值阶段：但是进入三月中下旬后，人民币汇率在高位出现了剧烈的放量震荡，笔者一直认为 6.3 元是央行隐含目标管理区的上限，因此，在 3 月 19 日撰写了《人民币在高位震荡说明了什么？》，准确的预测了人民币汇率的凌厉上升攻势可能已经到头，人民币汇率短期可能见顶部。随着疫情在上海等地的肆虐，市场对经济增长预期的减弱，人民币出现了 2022 年第一波下跌，直到 5 月 13 日探底到 6.8150 的地点。期间，央行采取提升商业银行外汇存款准备金等稳定汇率的措施。

第三阶段：五月后人民币汇率相对平稳阶段 受到 429 中央政治局会议精神的鼓舞，同时，中中央果断出台了稳定经济大盘的措施，对经济增长的预期有明显好转，6 月的经济数据也有明显好转，人民币汇率趋于稳定，进入了平盘整理的阶段。在 8 月初，尽管佩罗西窜访台湾，导致中美关系紧张，但是，人民币汇率依旧保持了一定的稳定，并没有受到中美关系恶化的明显影响。

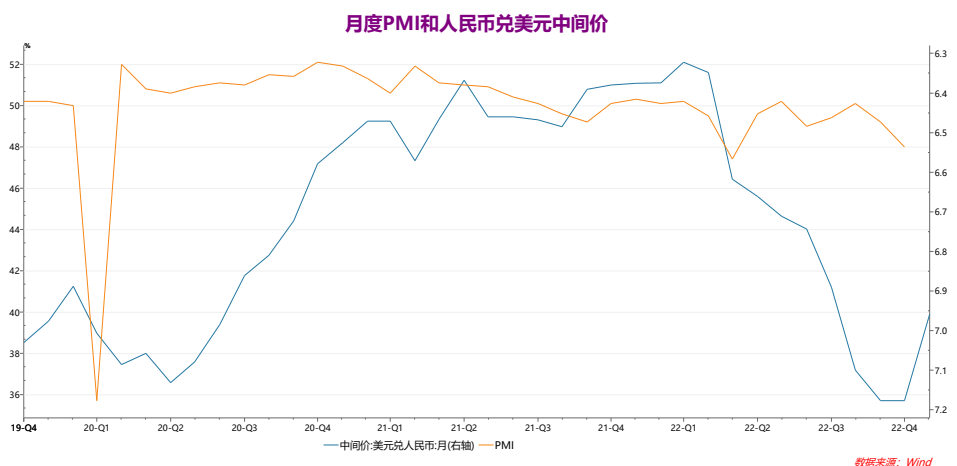
第四阶段：八月下旬后的人民币年内第二波贬值阶段： 8 月中旬后，一方面受到 7 月经济数据反复的影响，说明稳定经济基础的大盘并不牢固，另一方面，疫情在全国再度加剧，导致进入了年内第二波贬值。笔者在 9 月 22 日撰写了《蛇还会出洞不？》一文，明确指出 7 元仅仅是心理关口，7.2 元才是重要观察点位，但不是铁底。果然，汇率直逼 7.2 元的央行隐含汇率目标区的下限，并在国庆节跌破 7.2 元，探低到了 7.328 元，央行在国庆前对人民币空头发出了警告，称将用市场和政府的手段，双管齐下维持人民币汇率的基本稳定，并在 10 月组织了 2 次大反攻，但空方力量依旧强大。期间，值得关注的是在 11 月 1 日，人民币中间价定在了 7.2 元以下，报 7.2081 元，这是空前的，尽管历史上人民币的在岸价和离岸价下探到过 7.2 元。需要指出的，央行在关键点位对空方的打击，没有采取前 2 次的阵地战而在 7.2 元死守，而是诱敌深入，然后进行反击。期间，央行还悄悄地启用了逆周期因子，采取了包括将金融机构和境内企业的跨境融资宏观审慎调节参数从 1 上调至 1.25、提升商业银行外汇存款准备金、将银行远期售汇保证金从 0% 上调到 20% 在内的间接调控措施。

第五阶段：人民币汇率的大幅反弹阶段： 11 月底，受到以前毒性减弱，对政策防控松绑措施的影响，市场预期再度改善，人民币汇率出现了强势反弹，收复了 7 元的心理关口。

温故而知新。回顾和分析人民币在 2022 年的走势特征，有利于我们把握人民币汇率在 2023 年的走势及其特征。通过如上分析，我们不难揭示出以下特点。

首先，人民币汇率和经济增长及其预期紧密相关。2022 年的两次大跌均和经济数据反复、稳固经济大盘的基础不稳和预期转差有着密切的关系。在这方面，我们用 PMI 数据就可以基本刻画这一特征。

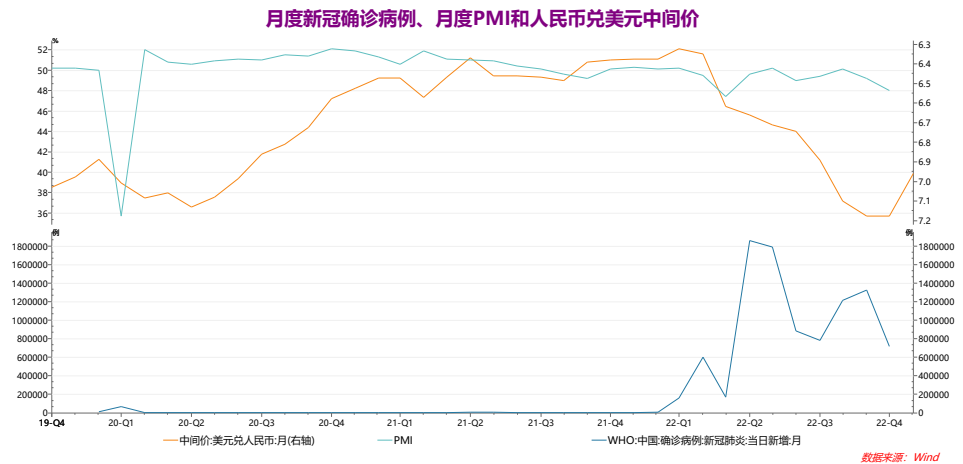
图4：月度PMI和人民币兑美元中间价



数据来源：Wind、银河期货

而在经济预期的背后，2022 年受到最大的影响因素是疫情问题。如下图所示，疫情的演变和经济增长预期存在明显的线性关系，因此，也和汇率存在着明显的线性关系。

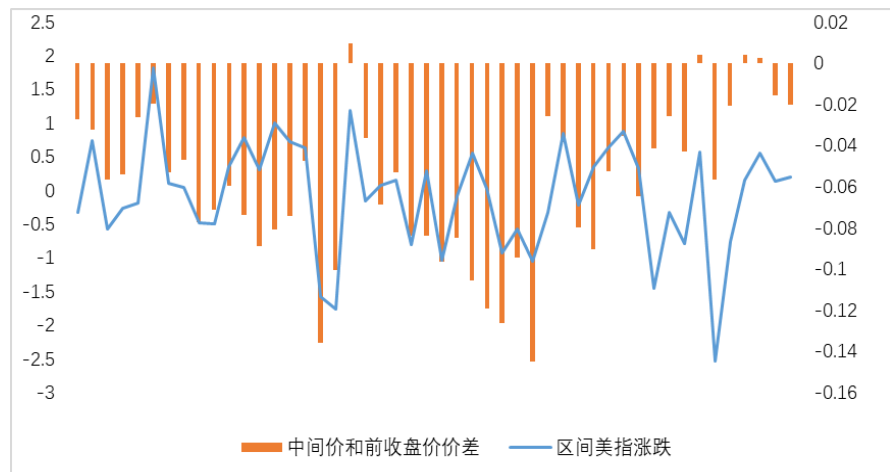
图5：月度新增病例、PMI和人民币兑美元中间价



数据来源：央行、Wind、银河期货

第三，2022年的人民币走势，在有管理的浮动体系下，人民币汇率存在着一个隐含的目标管理区，这个目标管理区在6.3元和7.2元之间。对此，本人在2018年一系列汇率分析文章中反复提到了这一点。同时，在有管理的浮动体系下，央行主要通过间接手段和改变中间价计算方法（即重启逆周期因子）及口头警告对汇率进行管理，无论从外汇储备和外汇占款数据看，均没有出现2015年、2016年对外汇市场的直接干预。

图6：区间美指波动下的中间价和前日下午收盘价价差（9/6-11/18）：央行重启逆周期因子



数据来源：央行、Wind、银河期货

表1：区间美指波动下的中间价和前日下午收盘价价差（9/6-11/18）：央行重启逆周期因子

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

数据来源：央行、Wind、银河期货

第四，美元在人民币汇率中的影响正如笔者在先前一系列文章分析的那样是间接的，而不是直接的。其间接影响是通过中间价的管理实现的，尽管，美元指数的涨跌会对人民币汇率的波动起到推波助澜的顺周期作用。如在 2022 年的第五阶段，美元指数的调整对人民币汇率的反弹起到的一定的推动作用，在第二阶段和第四阶段前期，美元指数上升也对人民币汇率的回落又起到了帮推作用，但是在第一、三阶段美元指数尽管大幅上涨，但人民币汇率相对平稳，而在第四阶段的后期，美元指数的回落并没有阻挡人民币的跌势。总体来看，人民币兑美元汇率和美元指数并不存在线性关系。

图7：美元指数与人民币兑美元在岸价比较

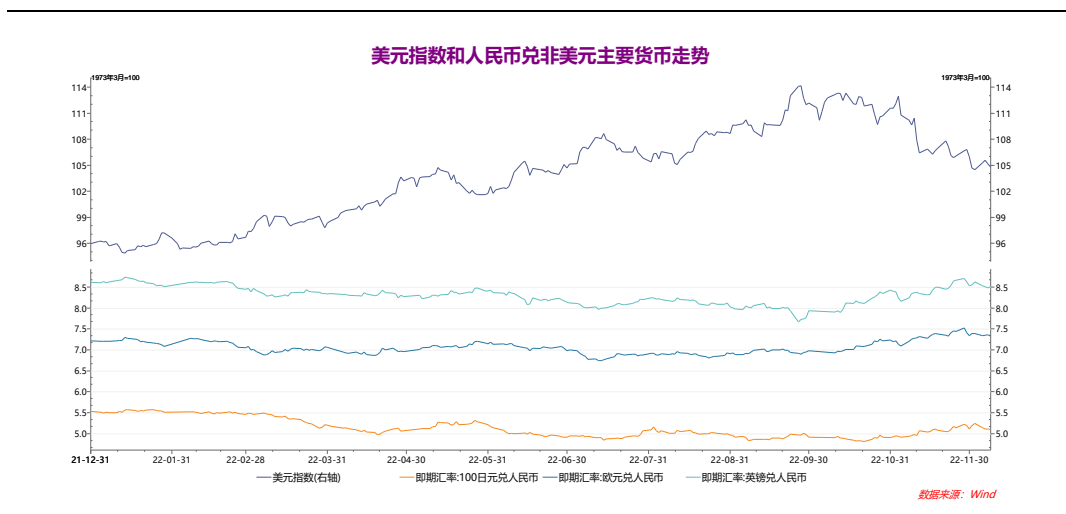


数据来源：Wind、银河期货

第五，人民币兑美元汇率在 2022 年总体回落，但兑欧元、日元、英镑等汇率在 10 月底前总体上升，在 10 月底后随着美元指数汇率而转跌。这进一步说明人民币作为不可兑换货币是盯住美元、即和美元保持相对稳定关系参与国际浮动的，即美元指数上涨，人民币跟着兑非美元货币也出现上涨，反之则反然。对此，笔者在先前有关汇率分析的系列文章中有个多次分析。

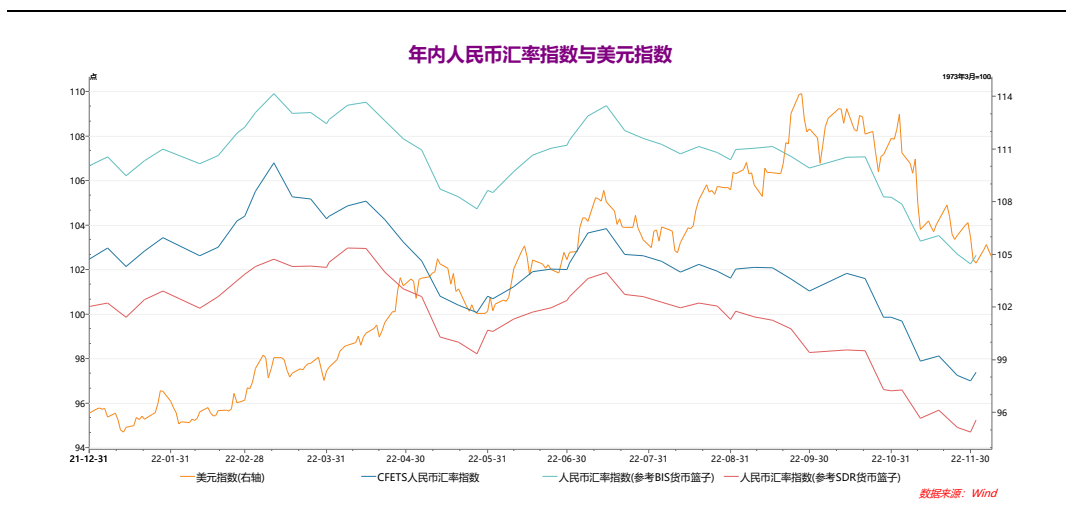
人民币汇率指数也印证了这一点，10 月底后因为美元指数的下跌导致了人民币汇率指数的下跌。

图8：人民币兑非美元主要国际货币走势



数据来源：Wind、银河期货

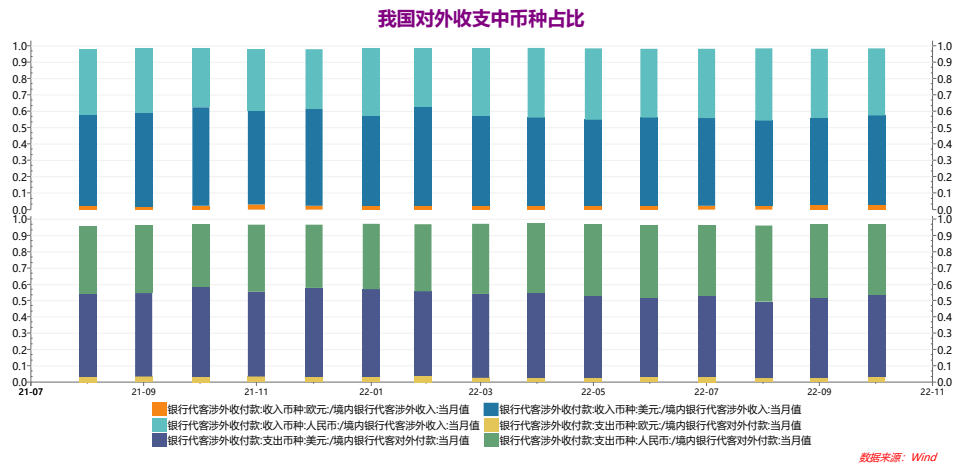
图9：年内人民币汇率指数与美元指数



数据来源：Wind、银河期货

同时，还必须指出的是由于中国外汇交易中心（CFETS）的人民币汇率指数尽管有 24 中货币组成，这 24 种是根据贸易权重而确定的，而实际上，目前，中国的对外贸易主要以美元和人民币进行结算，第三大货币——欧元占比在对外收和支中仅仅分别占到 2%-3%。

图10：我国对外收支中币种占比



数据来源：央行、Wind、银河期货

而且，在外汇交易中心（CFETS）中，主要交易品种是美元，其他货币交易量相当小，有的货币甚至半年无交易量，因此，用人民币汇率指数来衡量汇率稳定的意义并不大。

表2：三季度外汇交易中心外币交易情况

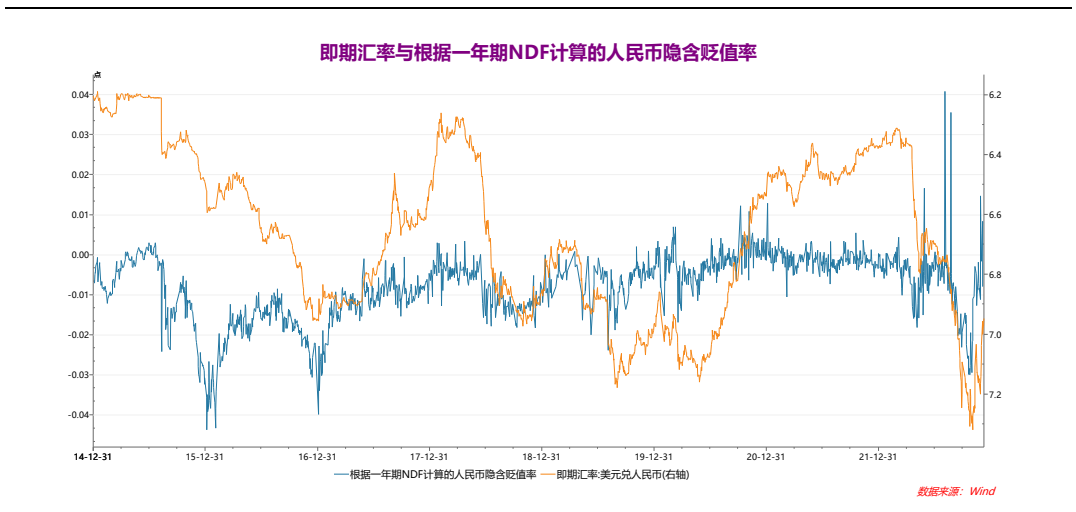
币种	美元	欧元	日元	港元	英镑	澳大利亚元	新西兰元
交易量	178970.06	4346.42	1032.99	782.26	107.89	88.08	35.00
币种	新加坡元	瑞士法郎	加拿大元	马来西亚林吉特	俄罗斯卢布	南非兰特	韩元
交易量	40.08	59.65	97.46	1.77	17.68	0.05	11.09
币种	阿联酋迪拉姆	沙特里亚尔	匈牙利福林	波兰兹罗提	丹麦克朗	瑞典克朗	挪威克朗
交易量	0.81	14.82	0.00	0.28	2.71	4.75	1.34
币种	土耳其里拉	墨西哥比索	泰铢	柬埔寨瑞尔	哈萨克斯坦坚戈	蒙古图格里克	印尼卢比
交易量	0.02	0.00	4.68	0	0.04	0.01	7.39

数据来源：央行、Wind、银河期货

第七，2022年，尽管人民币兑美元出现了比较明显的回落，但是，市场心态总体相比较于2015年和2016年那波贬值相对平稳，以一年期NDF计算的人民币隐含贬值率相对较为有限，尽管本轮即期汇率的波动明显较大。

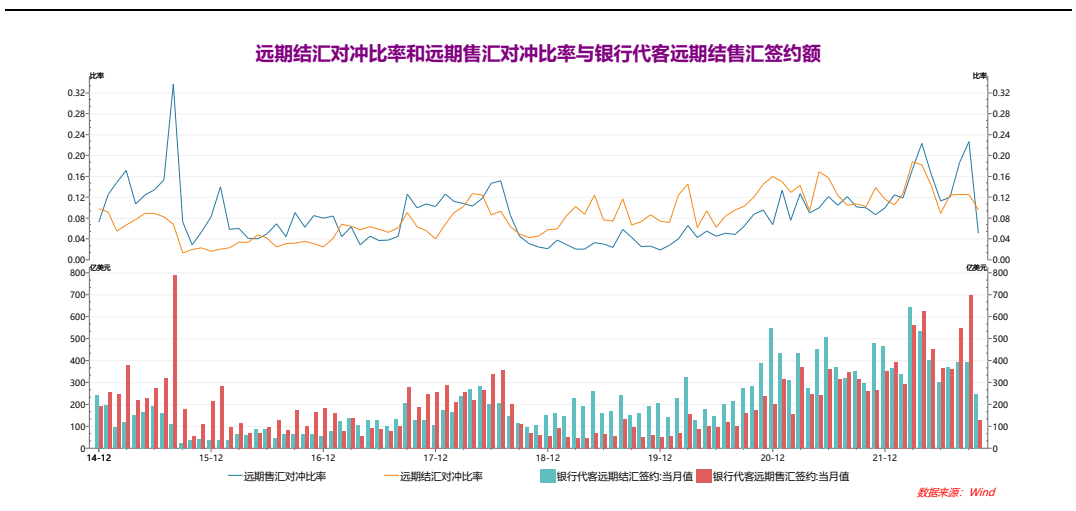
其背后的原因在于风险管理市场的发展。从数据看，近年，远期售汇对冲比率和远期结汇对冲比率总体有所提升。央行也一再要求“汇率中性”。外汇管理局年内公布了《企业汇率风险管理指引》，对企业实现汇率风险管理具有重要的指导意义。

图11：即期汇率与根据一年期NDF计算的人民币隐含贬值率



数据来源：Wind、银河期货

图12：远期结汇对冲比率和远期售汇对冲比率与银行代客远期结售汇签约额



数据来源：央行、Wind、银河期货

第八，和往年不同，美元兑人民币和美元兑港币形成了明显的共震局面，在人民币贬值期间，联系汇率之下的港币基本被顶在 7.85 左右的弱方兑换保证口，导致香港银行系统结余和香港外汇储备明显减少，而进入 12 月后的人民币汇率波动第五阶段，港币的压力也出现明显的减少。央行一再呼吁，在稳定汇率方面要有底线思维。

二、决定明年人民币汇率走向的主要因素是什么？

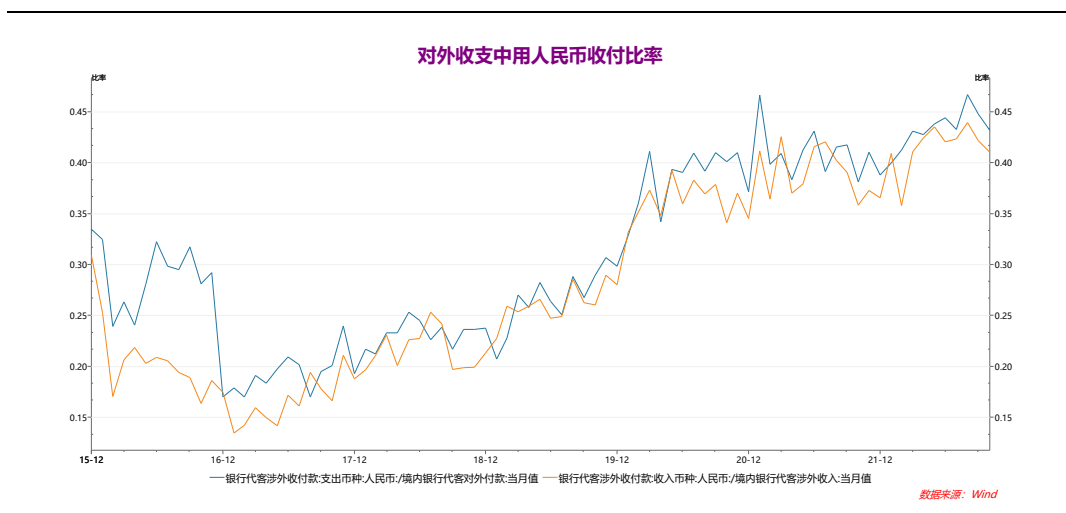
央行在三季度货币执行报告中用了比较多的笔墨论述了汇率问题，并开设了《人民币汇率保持基本稳定有坚实的基础》这一专栏。说明人民币依赖其巨额的外汇储备，稳定的国际收支和经济大盘有稳定的基础。央行要求人民币汇率在均衡合理水平上保持相对稳定，“坚决平抑汇率的大起大落”，同时，央行又空前强调了市场的作用，明确提出了“坚持市场在汇率形成中起决定性作用，增强汇率的弹性”，由此可见，央行将发挥汇率对宏观经济和

国际收支的自发调节作用放到一个比较高的战略新高度。那么，分析 2023 年我国的宏观经济和国际收支的基本特征和趋势对预测人民币汇率走势显得尤为重要。

从利多的因素看，最大的利多是随着病毒的毒性下降，在精准防控的政策下，疫情防控措施回归正常将对经济形成良好的预期。正如前文分析的那样，2022 年疫情导致了悲观预期在 2023 年将彻底得到改变。

其次，人民币的国际化进程得到空前的加强。在央行三季度货币执行报告中，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”。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，近年来取得了跨越式的显著成绩。当然，相对于货币的五大功能“价值尺度、支付手段、贮藏手段、流通手段和世界货币”而言，人民币国际化的进程尚不平衡，而且离开可兑换的世界货币还有很长的路要走。

图13：对外收支中用人民币收付比率

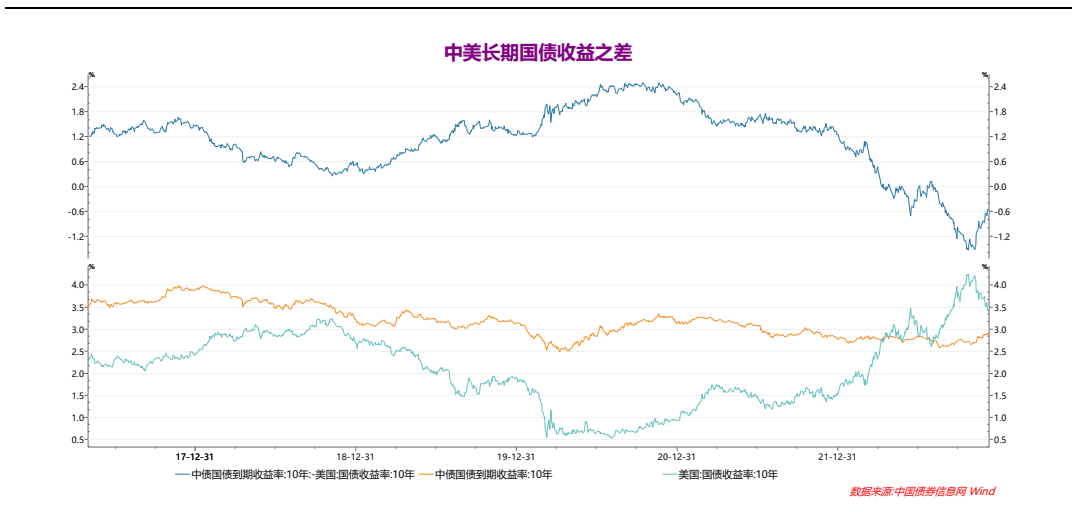


数据来源：央行、Wind、银河期货

第三，从近期召开为中央经济工作会议定调的中央政治局会议明确提出了明年的经济工作是“突出稳增长、稳就业、稳物价”，要求“积极的财政政策要加力提效，稳健的货币政策要精准发力”，在宏观政策的表述上明显强于前几年，预期宏观政策的力度明年将又较大幅度的加强，再加上今年5月后出台的宏观刺激政策，由于时滞效应，将在明年起到积极效果，稳定经济大盘的基础有望夯实。同时还提出了“要着力扩大国内需求，充分发挥消费的基础作用和投资的关键作用”，以对冲因世界经济的衰退导致的外需的下降。总体看，在政策面上十分有利于经济回稳和经济增长预期改善的，这显然是有利于人民币汇率稳定的。

但是，同时，我们清醒地看到一些不利因素，特别是看到宏观调控政策面临的一些羁绊因素。首先，积极的宏观调控政策是“以我为主”的宏观调控政策。从全球看，美元加息周期并没有结束，全球因此普遍进入了加息周期，中美之间的利差会因为中国更积极的财政和货币政策而难以缩小。这可能对中国的国际收支，特别是证券账户继续产生一定的影响。

图14：中美长期国债收益之差



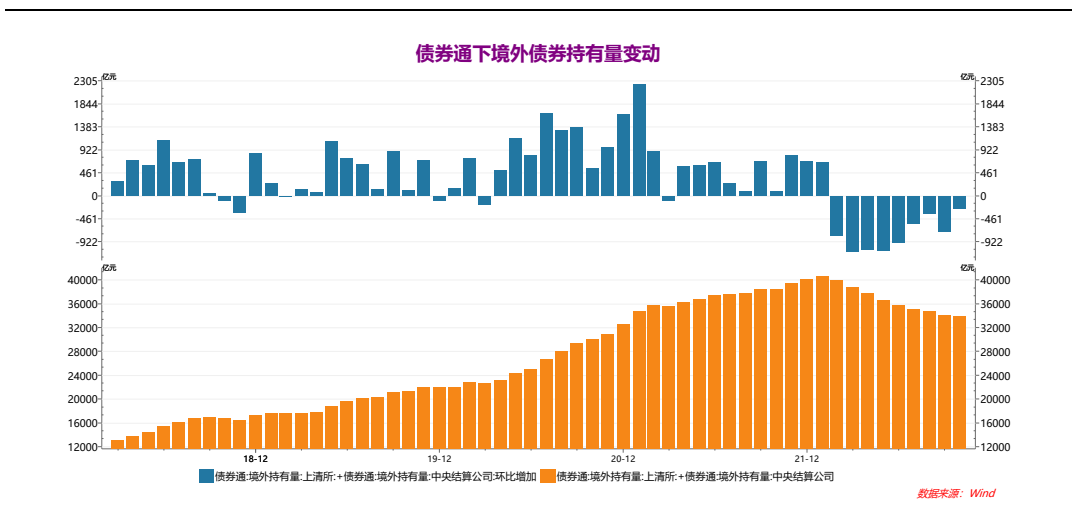
数据来源：Wind、银河期货

第二，2022 年疫情对我国经济和国际收支的影响已经构成了实质性的影响，要消除其影响，走出低谷，有一个过程。

总体来看，疫情导致的经济下行压力对我国外汇供求关系和国际收支构成三重冲击波。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。

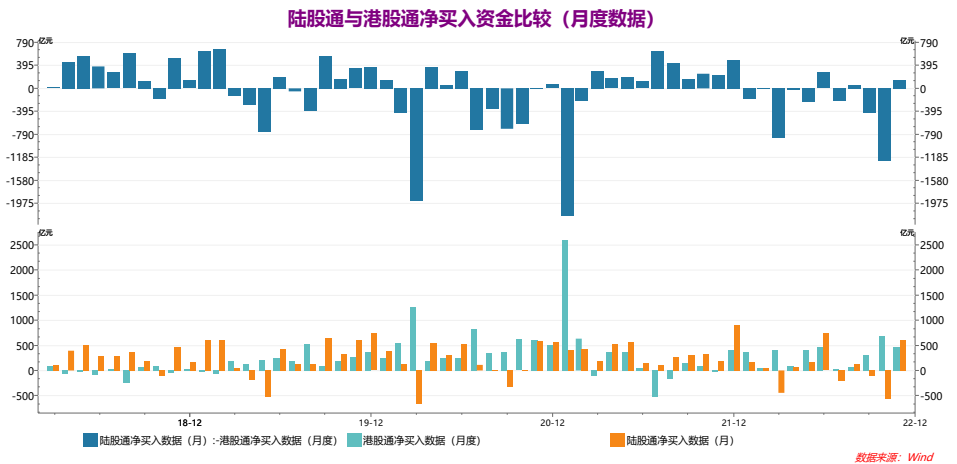
从境外投资者减持中国债券看，已经连续 9 月出现减持，尽管 10 月的减持额有明显的减少，而 3-6 月的减持额均在 1000 亿元左右。从陆股通的数据看，和去年的数据形成鲜明对比的是多数月份出现了明显的买入资金净流出。境外投资者持有 A 股流通市值占比也总体下降，二季度较一季度有所回升，二季度报 5.04%，三季度报 4.95%，但去年同期为 5.18%。

图15：外资连续大幅减持中国债券



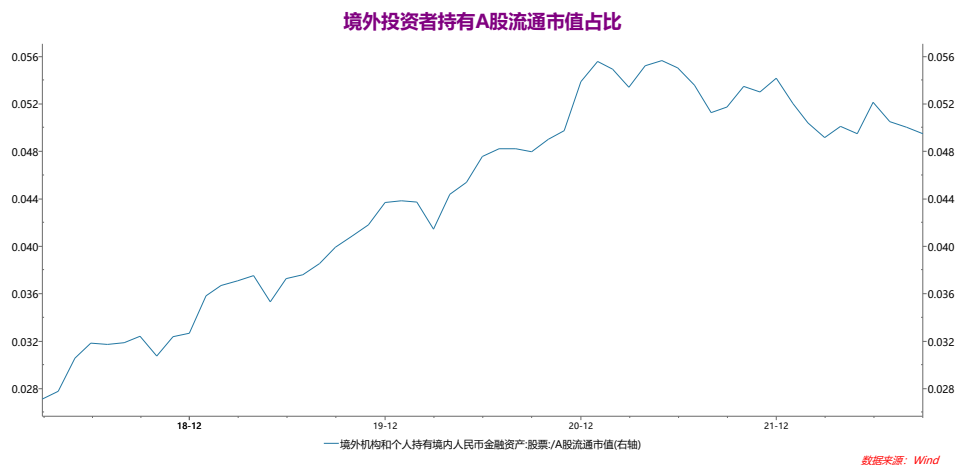
数据来源：Wind、银河期货

图16: 陆港通与港股通净买入比较



数据来源: Wind、银河期货

图17: 境外投资者持有A股流通市值占比



数据来源: Wind、银河期货

第二重冲击是对外商直接投资的冲击。这一冲击已经从第三季度的国际收支初步数字得到一定的体现。第三季度的国际收支初步数显示，直接投资逆差了三季度逆差达到 271 亿美元，这是 2019 年 3 季度以来的首次逆差。

在资本与金融项目下，对外收付款出现持续继续 9 个月的逆差，9 月逆差值明显扩大。10 月逆差值仅仅从 289.63 亿美元小幅回落到 285.87 亿美元，其中，逆差主要体现在证券投资上；直接投资也持续 4 个月逆差。

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以及利润总额累计同比大幅下降，下降幅度明显高于非外商企业。同时，这种情况还表现在外商亏损企业明显增加。

图18: 季度直接投资账户情况 (初步数)

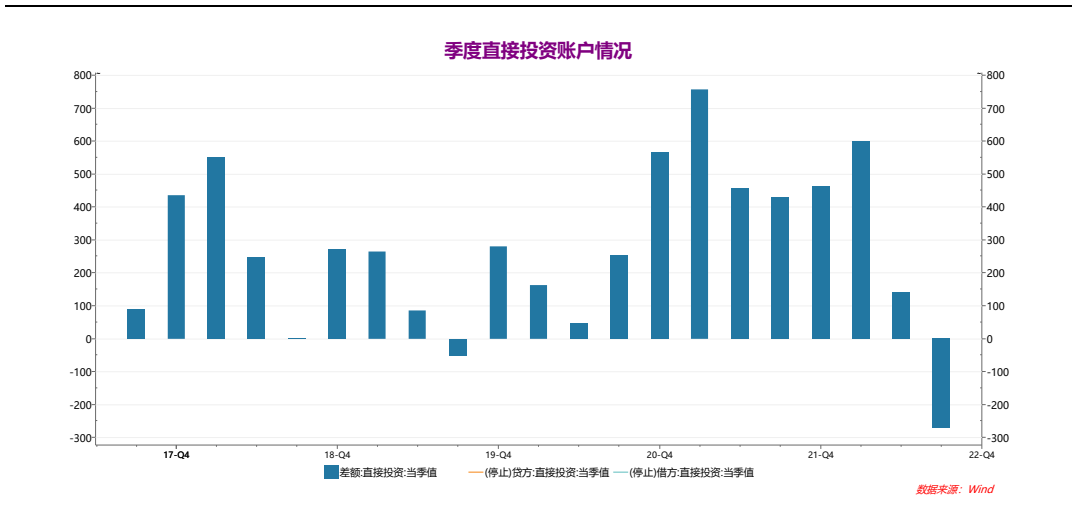


图19: 月度资本与金融项目下银行代客收付款

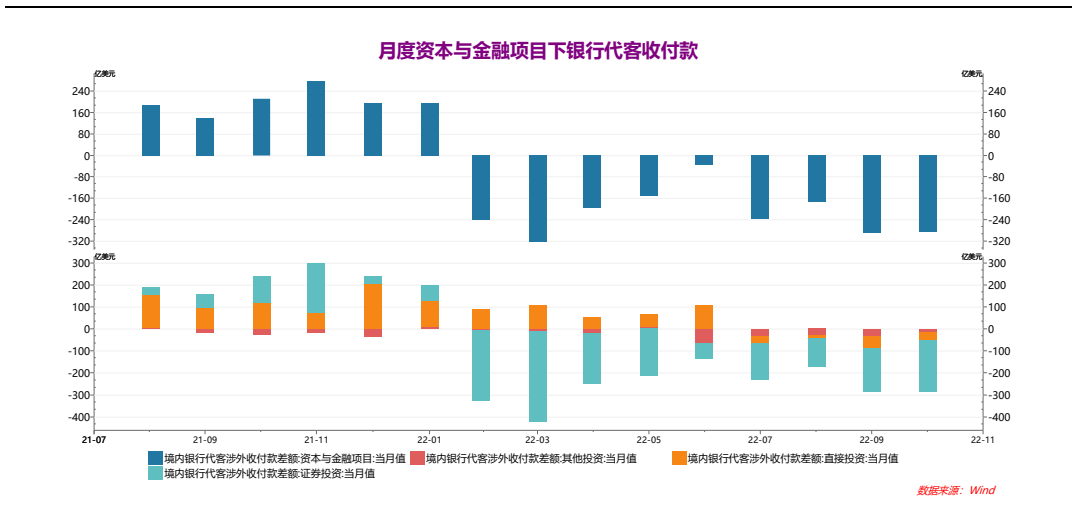
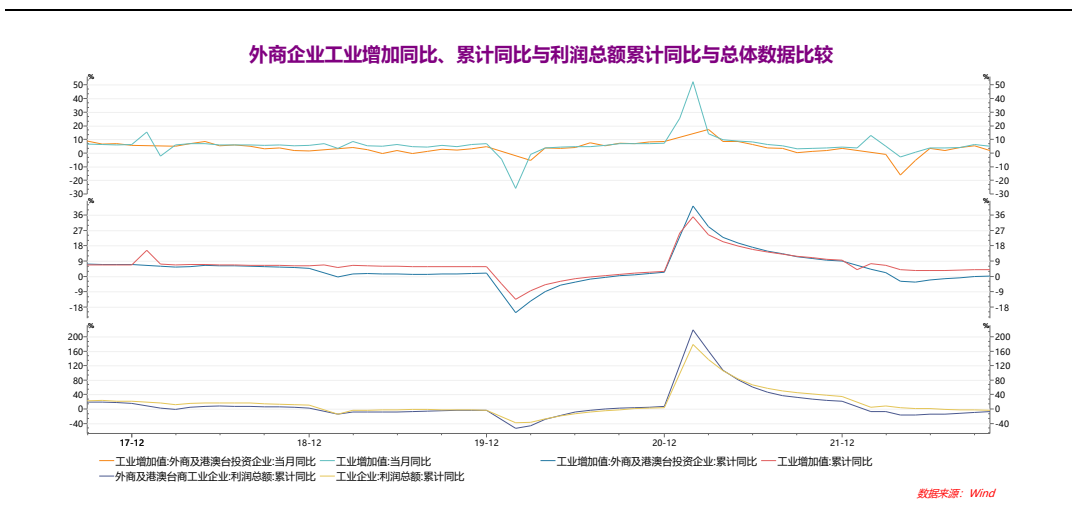
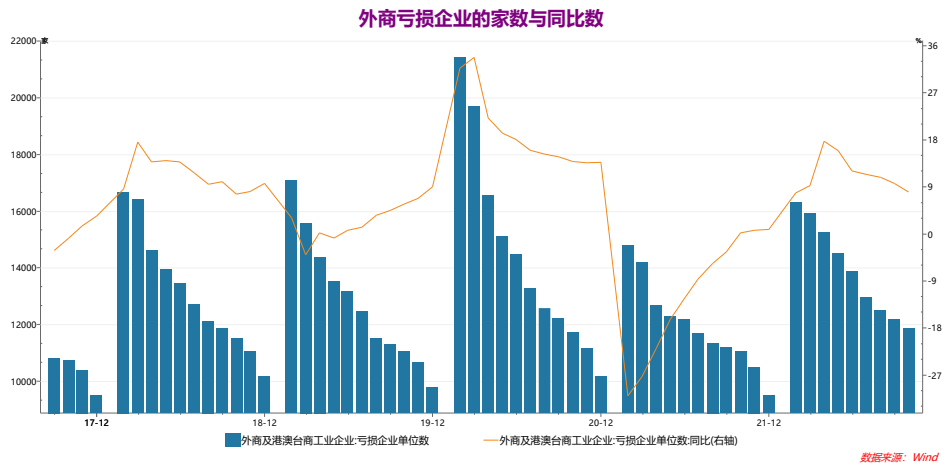


图20: 外商企业工业增加值同比与累计同比与总体数据比较



数据来源: Wind、银河期货

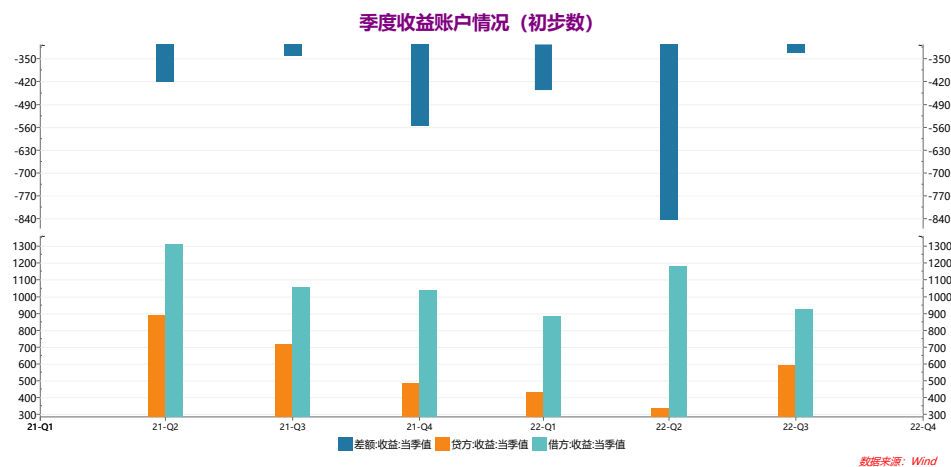
图21：外商亏损企业的同比与累计同比数量



数据来源：Wind、银河期货

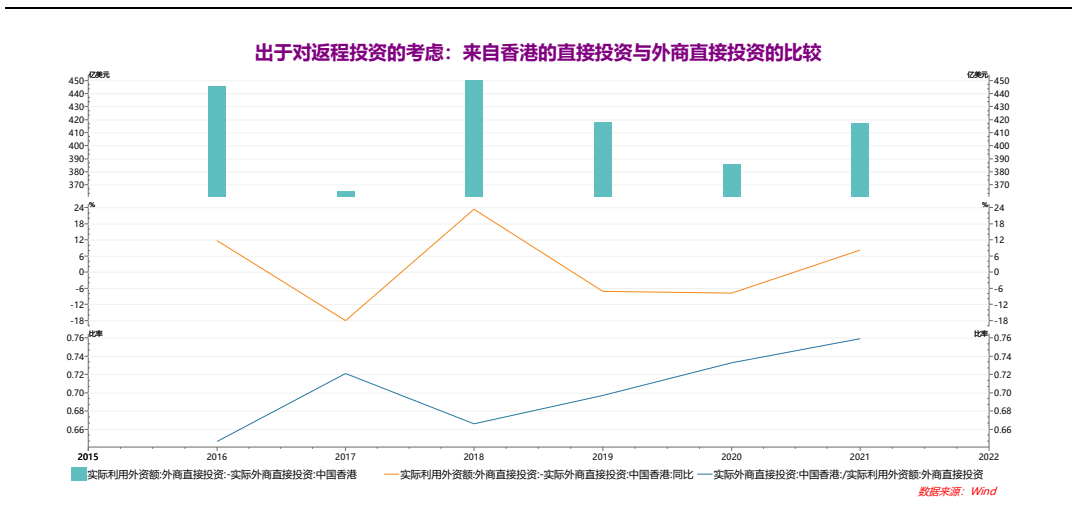
从三季度国际收支的初步数据看，还表现在投资收益的逆差上。如果说外商直接投资的数据总体还可以的话，但也要考虑到香港等地的“返程投资”。2021年，香港对大陆投资占比达到75.94%的历史高点。

图22：季度国际收支收益账户情况（初步数）



数据来源：Wind、银河期货

图23：来自香港的直接投资与外商直接投资的比较

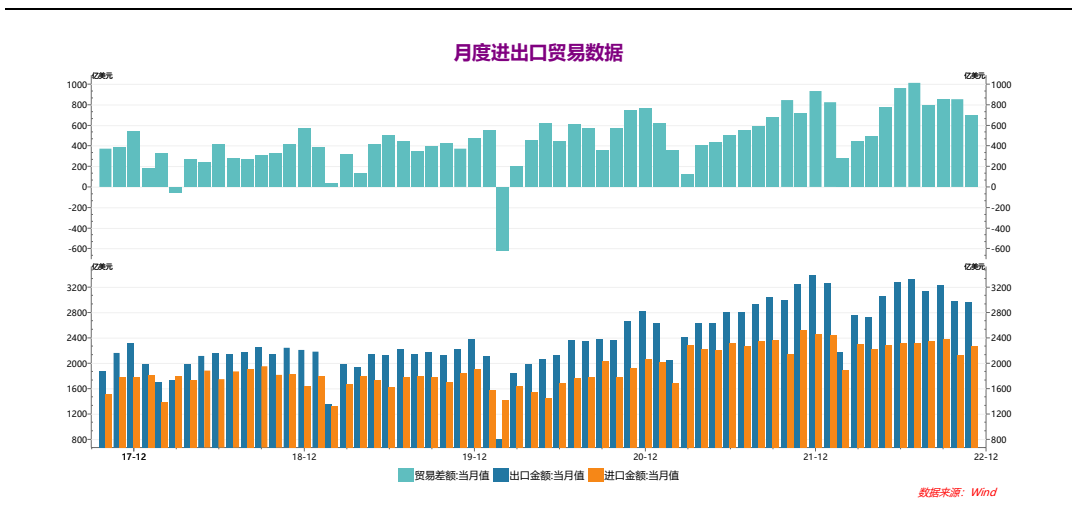


数据来源：Wind、银河期货

第三重冲击是对外贸的冲击。尽管这一波的冲击最晚出现，但已经如期而至。从近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，对美元出口持续出现负增长，贸易顺差出现了减少。

11月的对外贸易数据显示，贸易收支虽然继续顺差，但顺差环比和同比均回落，报698.4亿美元，明显低于前值的851.5亿美元，也低于去年同期的712.65亿美元。11月进口同比下跌10.6%；出口同比下跌8.7%。

图24：月度进出口贸易数据

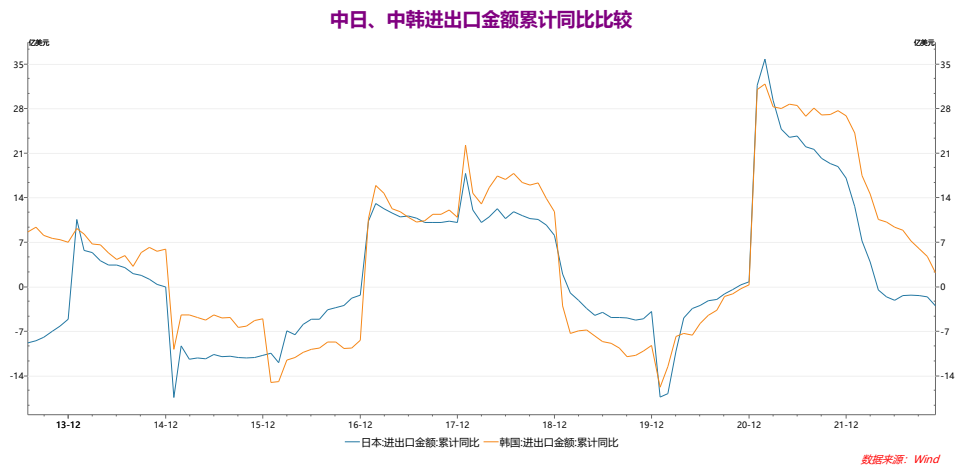


数据来源：Wind、银河期货

从1-11月的累计数看，回落明显，1到11月累计进出口金额累计同比5.9%，低与前值的7.7%。其中累计进口同比报2%，前值为3.5%；累计出口同比报9.1%，前值为11.1%。累计贸易差额同比38.95%，低于前值的42.55%。但高于去年的28.78%。对最大顺差国——美国的出口同比大跌25.43%。高频数据——中国出口集装箱价格指数（CCFI）和中国进口集装箱价格指数（CICFI）看明显回落，其中，CCFI大幅跳水。

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25：中日、中韩进出口金额累计同比比较

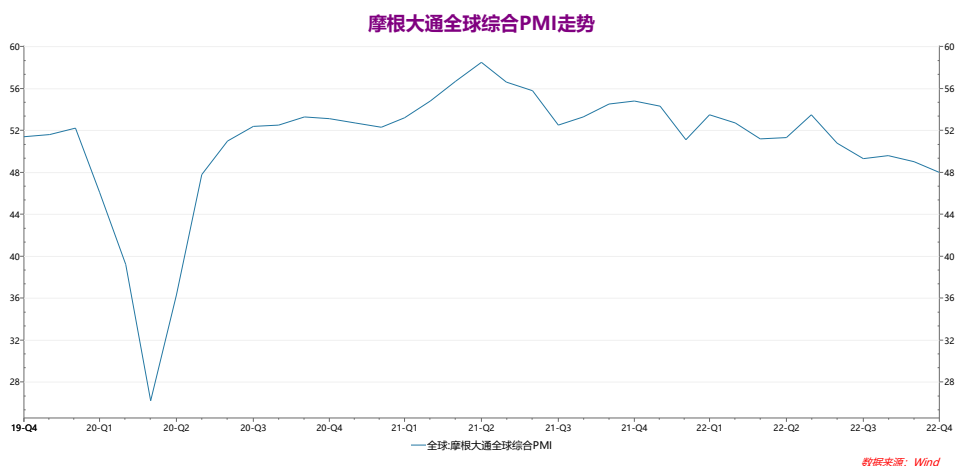


数据来源：Wind、银河期货

这三重冲击尽管有时间先后，但目前形成了合力作用，要逐步消除其影响，还有个相当艰辛的过程和时间，不可能一蹴而就。

特别是从对外贸易和投资而言，还受到世界经济衰退并陷入滞涨的挑战。从大摩 PMI 数据看，出现了持续走低的情形。

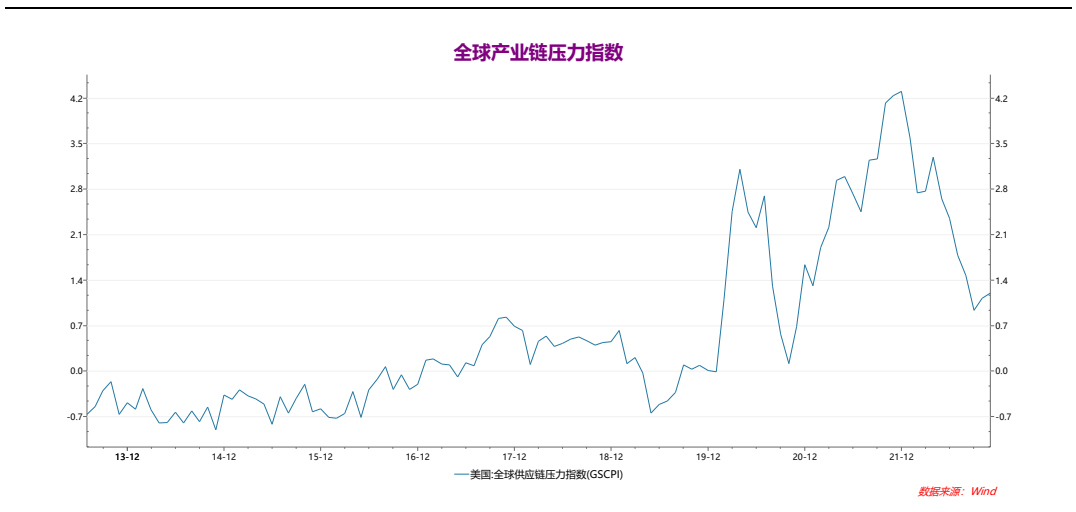
图26：摩根大通全球综合PMI走势



数据来源：Wind、银河期货

另外，全球产业链已经较前几年相比得到了一定程度的修复和缓解，中国难以再现 2021 年的出口高峰期。当时由于全球产业链受到了疫情的广泛冲击，而中国因为首先控制住了疫情，出口出现了大增的大好形势。

图27：全球产业链压力指数

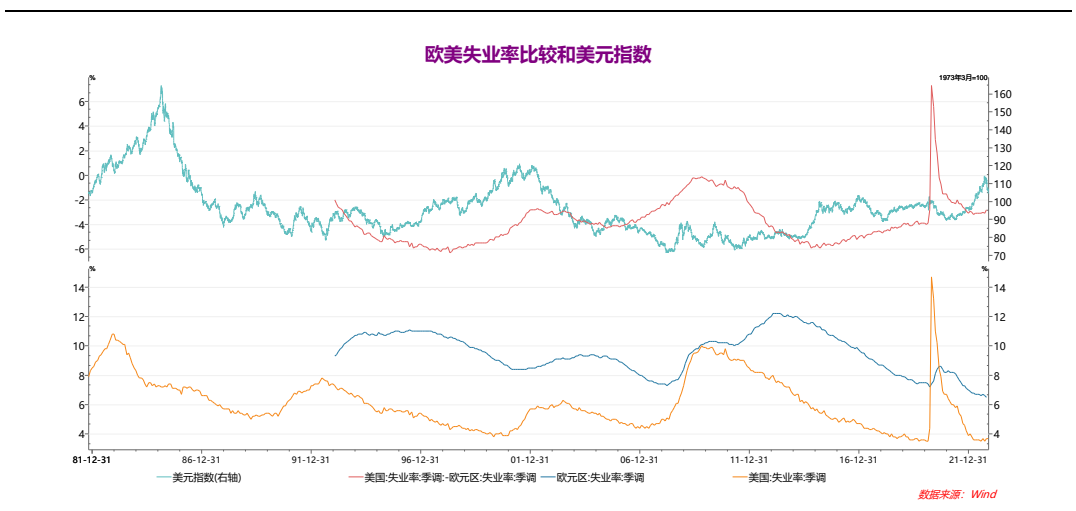


数据来源：Wind、银河期货

除此以外，人民币汇率的稳定还受到美元指数的高位运行的冲击，笔者一直认为，美元指数对人民币汇率尽管不存在直接影响，因为人民币根本就不是狭义美元指数的篮子货币，但是，通过中间价，对人民币汇率起到了间接的影响。

尽管，近期美元指数出现了回落，但大概率美元指数依旧将维持相对强势。从美国的自身情况看，美元停止加息的三大条件；即通胀回到2%、劳动力市场回归均衡和经济持续低于趋势下还遥不可及。而汇率和美元指数更是个相对的概念，美国相对于美元指数中最大权重货币——欧元的经济实体欧盟而言，依旧具有明显的优势：首先，欧美的经济情况看，美国的情况也相对好于欧洲。

图28：欧美失业率与美元指数



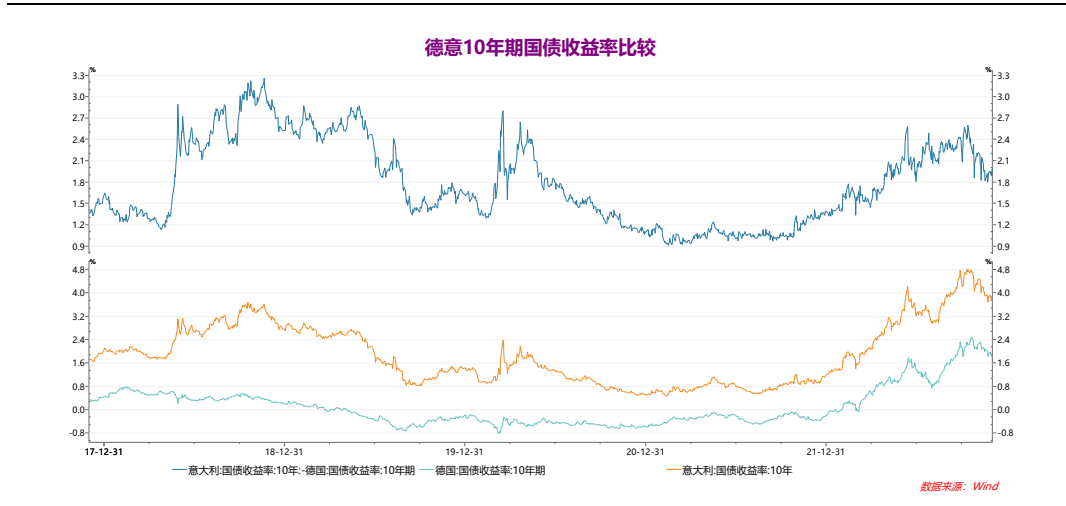
数据来源：Wind、银河期货

其次，俄罗斯和乌克兰的战争对欧盟无疑是受害者，而美国却可以坐收渔翁之利，正如二战中珍珠港事件前的美国一样。

第三，美国提升利率的政策可能导致欧洲在经济政策上处于分裂，由于欧盟成员国经济

情况千差万别，落后国家难以承受加息之重，从德国和意大利的国债收益率看，2020 年以来，差值总体走扩，意大利等国家难以承受加息之重，除了意大利外，公共财政占比较大的其他国家也难以承受升息之重，市场担心可能重现陷入欧债危机。欧洲的不团结和在经济政策上的难以协调也有利于美元指数保持强势。

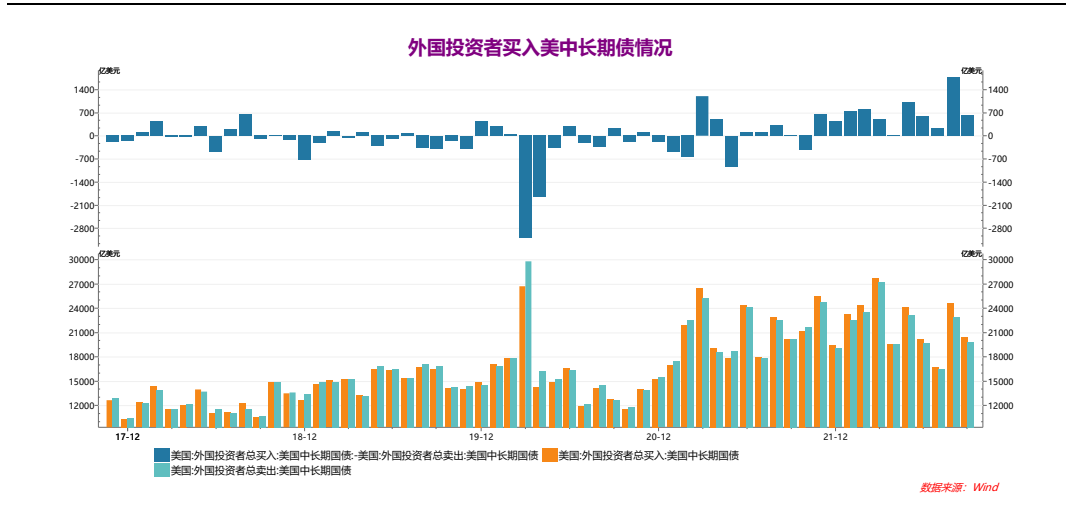
图29：德国、意大利 10 年国债收益率比较



数据来源：Wind、银河期货

而从资产组合的角度看，美元资产依旧是风险性、收益性和流通性相统一而较好的资产，“美元荒”的局面可能继续将维持，从全球买卖美国中长期债券的动态数据看，自去年 11 月以来，持续出现净买入。9 月中国继续净买入，而日本因为干预外汇市场而出现了大笔净卖出。

图30：外国投资者买卖美国中长期国债情况



数据来源：Wind、银河期货

另外，汇率不仅仅受到经济因素影响，也受到政治因素的影响，而美国在台湾问题上不断挑战中国的底线而导致中美关系紧张也可能对人民币汇率的稳定构成威胁。近年来，2019 年 9 月和 2020 年 5 月，因中美关系紧张影响到人民币汇率稳定，人民币汇率因此 2 次下探

到 7.2 元。

三、如何看待近期出现汇率的强烈反弹？

综合分析，影响明年的人民币汇率走向，有利多因素，也有利空因素，有实质性因素导致的中长期影响，也有事件性因素导致的短中期因素影响。

从实质性因素看，中国的外汇储备充裕、中国外债基本可控、人民币在支付手段方面加快了国际化的步伐、离岸人民币市场取得了明显的进步等有利于人民币汇率的稳定。但是，世界经济的衰退和中国经济面临着下行压力依旧是影响人民币汇率稳定的因素。

从事件性因素看，中美关系的不稳定、疫情的不期影响是影响人民币汇率稳定的因素。

那么，近期出现的人民币反弹的持续性有如何呢？

笔者认为，综合以上分析，人民币此轮的反弹的持续性值得怀疑。本轮反弹主要是受到疫情管控放松的影响所致，从原因看主要是受到短期的事件性影响所致，并带有一定的情绪性因素。冷静地从基本面分析，基本面并不支持此轮反弹。

其次，央行在三季度货币政策执行报告中对人民币汇率的态度非常明确，即保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，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。

汇率一天之内下跌千点以上当然是汇率大起大落，但汇率在一天之内上升千点以上也是汇率大起大落。其给宏观和微观层面带来的汇率风险及其系统性金融风险汇率大跌一样大。这显然也是央行不愿看到的。

第三，年底确实会因企业应付人民币支付存在结汇效应，但从前文图 2 看，今年的累计结汇额不及往年。因此今年底的结汇拥挤通道效应估计不及前 2 年。

从央行今年在汇率方面的表现和三季度货币政策执行报告中的表述看，强化市场因素在汇率上决定性因素已经成为鲜明的特点。

一是和 2021 年央行采取的减缓汇率升值的间接措施进行比较，实际上，2022 年央行采取的减缓汇率贬值的间接措施明显显得比较暧昧。一是表现于时间上相对滞后，二是表现在力度上不及 2021 年。正如前文表一所示，尽管大多数 2021 年的间接调节手段已经在 2022 年调回，但外汇存款准备金只调回到 6%，没有调回到 5% 的起点。境内企业境外放款的宏观审慎调节系数也没有调回。

二是央行在 11 月 1 日将中间价定在空前的 7.2 元以上值得关注，这可以理解为央行强化市场因素在汇率上决定性因素的一个重要表现。在有管理的浮动体系下，汇率的双向波动区间可能会进一步被拓宽，汇率的弹性会进一步增强。即笔者多年观察到的 6.3 元到 7.2 元之间的央行隐含汇率波动区间会有所改变。

三是央行强调人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定，但这个合理均衡水平是由基本面决定的，是用前文所述各种利空和利多因素的博弈所决定的，是个动态的概念，而不是静态的概念。在新形势、新格局下，人民币汇率一定会寻找到一个新的合理均衡水平。

四是央行强调“以我为主”，最近又加上“兼顾内外”，强调汇率在调节宏观经济和国际收支中的自我调节作用。在国际政治和经济格局不确定性加大的情况下，汇率的波动可能会

有明显的提升。

五是央行在三季度货币政策执行报告中，还空前提出完善人民币汇率对美元汇率中间价形成机制，不断提高规则性、透明度和市场化水平的。这一方面显示出人民币兑美元汇率的关键重要性，另一方面，包括人民币对美元的中间价在内的中间价管理制度和有管理的浮动制度可能在市场化导向下进一步改革，如将目前决定中间价的前日收盘价的价格从 16:30 延后到 23:30，将每日交易价限制从目前上下 2% 的限制进一步放宽等等。

综上分析，2023 年，在有管理的浮动体系下，在国内外经济因素不确定性提升的大背景下，人民币汇率将寻求新的合理均衡水平，并在其基础上保持相对稳定，并提升市场化水平，即波动区间拓宽、汇率弹性增强，以在“以我为主，兼顾内外”的前提下发挥人民币汇率对宏观经济和国际收支的自动调节作用。

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

电话：400-886-7799