

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

全球能源供给冲击下的政策“两难” ——2022-2023 年国际宏观经济分析

分析师:

2022 年 12 月 19 日

王鹏

执业证书编号: S1380516030001

联系电话: 010-88300851

邮箱: wangpeng@gkzq.com.cn

主要观点:

能源进口国政策的“两难”与“冲突”:“俄乌冲突”造成的能源供给冲击导致以欧元区、日本为主的能源进口国的央行货币政策在实现宏观经济目标上陷入“两难境地”。同时,当贸易赤字间接引致财政赤字恶化时,即财政可持续性出现问题时,其财政政策和货币政策也会发生冲突。

2023 年全球主要经济体预判:就美国而言,2023 年,美联储政策利率或维持高位但美元指数或将走弱,同时,需要提防其金融市场风险;就欧元区而言,欧洲的风险点主要取决于油价,如果未来国际油价居高不下,其政府债务危机仍可能卷土重来;就日本而言,日本央行的压力取决于美元指数是否下降,只要不出现非美经济体风险导致美元指数被动上涨,美元指数的大概率下降会令日本央行压力减小。

人民币汇率:2023 年,随着美联储加息对美元指数边际影响递减,美元指数筑顶迹象逐步显现,人民币汇率的外围环境相对有利,但不利因素来自于全球经济下行压力的影响,外需大概率疲弱所导致的我国货物贸易顺差减少,这不利于人民币汇率稳定,但是,综合来看,由于美元指数筑顶所影响的金融账户相对于贸易账户对人民币汇率影响更甚,因此,人民币汇率贬值的压力总体上要小于 2022 年。

风险提示:美联储超预期加息,国内外经济超预期下降,国内货币政策变动,地缘冲突加剧升级风险,全球能源、粮食危机超预期风险等均可能导致人民币汇率出现大幅波动。

目 录

一、“俄乌冲突”前后主要经济体的特征.....	3
(一) “俄乌冲突”前全球主要经济体特征与政策.....	3
(二) “俄乌冲突”以来的全球经济“滞涨”特征凸显.....	6
二、全球能源价格高企导致能源进口国贸易和财政赤字扩大.....	7
(一) 全球能源供需分析.....	7
(二) 能源价格高企导致能源进口国贸易逆差扩大和贸易条件恶化.....	8
(三) 能源进口国政府的财政赤字恶化.....	9
三、能源供给冲击下的能源进口国的政策“两难”与“冲突”.....	10
(一) 央行的“两难”.....	10
(二) 财政政策与货币政策的“冲突”.....	11
四、2023 年可能存在的风险点.....	12
五、2023 年人民币汇率贬值压力取决于美元指数.....	16

2022年，“俄乌”地缘冲突打破了全球主要经济体自2008年金融危机以来近十多年的“低增长、低通胀、低利率”均衡，能源价格飙升导致全球经济陷入“高通胀和低增长”的两难境地。在通胀预期不断上升的压力下，全球主要央行政策利率被动式上升，引发了市场对全球经济衰退和金融市场动荡的担忧。能源价格冲击引发通胀的作用机理是什么？能源进口国的政策两难在哪里？全球经济存在哪些较大风险点？我们试图以全球能源供给冲击下的政策“冲突与两难”为中心做一探讨。

一、“俄乌冲突”前后主要经济体的特征

（一）“俄乌冲突”前全球主要经济体特征与政策

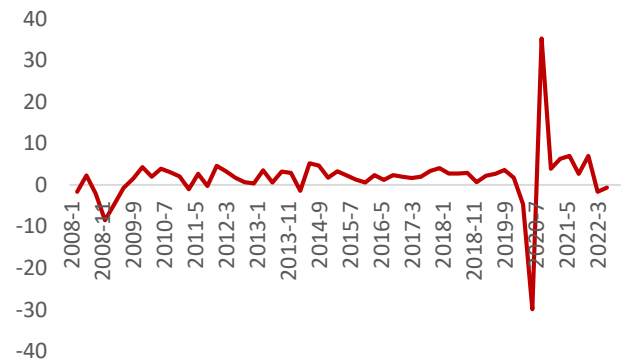
1、2008年“大危机”——2021年“大流行”时期的“双低”特征

美国：2008年金融危机至疫情大流行前（2008-2019年），美国GDP环比折年率平均在1.8-2.2%区间徘徊，美国CPI也始终围绕2%均衡值上下波动，其经济增长和通胀表现出“双低”特征。

图 1：美国 CPI 同比增长 (%)



图 2：美国 GDP 环比折年率 (%)



资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

资料来源：Wind，国开证券研究与发展部

欧元区：2008年金融危机至疫情大流行前（2008-2019年），欧元区GDP环比折年率始终围绕在0.5%附近上下波动，欧元区CPI始终围绕在1.2%均衡值上下波动，经济增长和通胀也表现出“双低”特征。

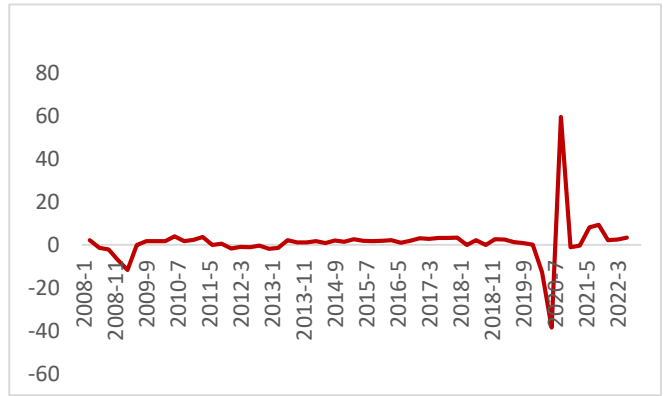
日本：2008年金融危机至疫情大流行前（2008-2019年），日本GDP环比折年率始终围绕在0.35%附近上下波动，日本CPI始终围绕0.25%均衡值上下波动。其经济增长和通胀也表现出“双低”特征。

图 3: 欧元区 CPI 同比增长 (%)



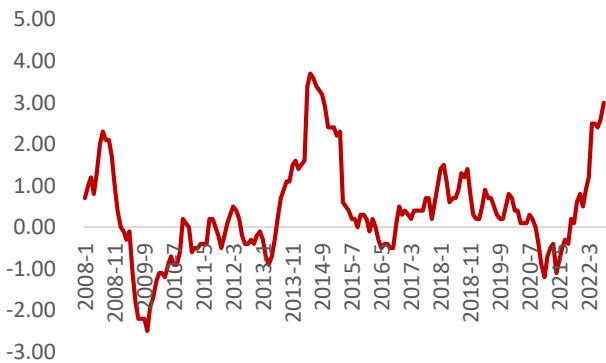
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 4: 欧元区 GDP 环比折年率 (%)



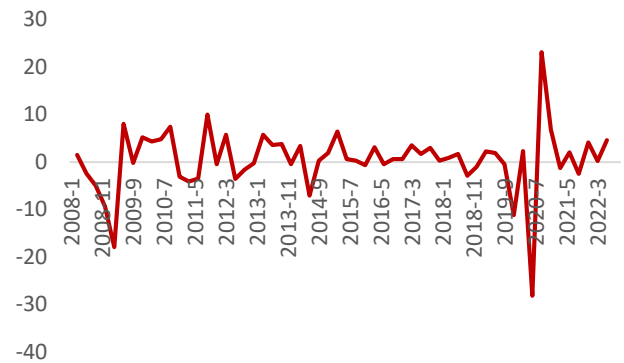
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 5: 日本 CPI 同比增长 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 6: 日本的 GDP 环比折年率 (%)



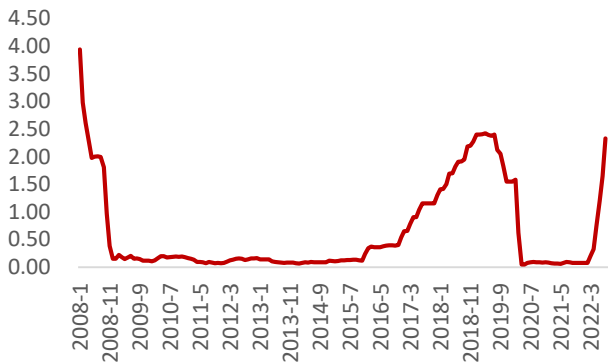
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

2、主要经济体为应对“低增长、低通胀”的财政与货币政策

美国: 2008 年-2021 年期间, 除 2015-2019 年美国货币政策回归正常化之外, 美联储货币政策不仅实施了零利率, 而且采取了量化宽松的非常规手段, 为经济和市场提供了宽松环境; 美联储资产负债表持续扩张, 截止 2021 年底近 8 万余亿美元; 政府杠杆率长期维持在 100% 以上。

欧洲: 为应对欧元区的长期经济低迷以及内部结构失衡, 欧央行于 2014 年 9 月实施负利率; 截止 2021 年, 欧央行资产负债表也扩张至近 8 万亿欧元; 欧元区 19 国的政府杠杆率平均值也达到了 100% 左右。

图 7: 美国:联邦基金利率(日):月:平均值 (%)



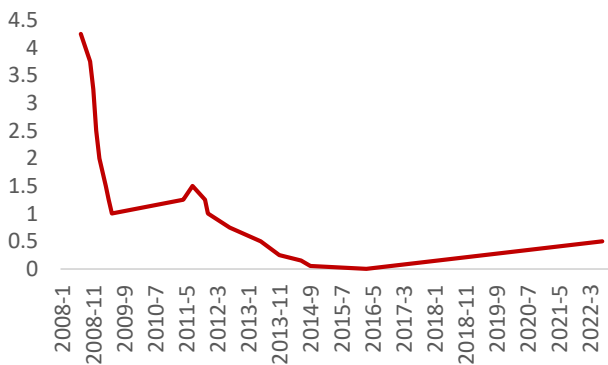
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 8: 美联储资产负债表和政府杠杆率 (单位: %)



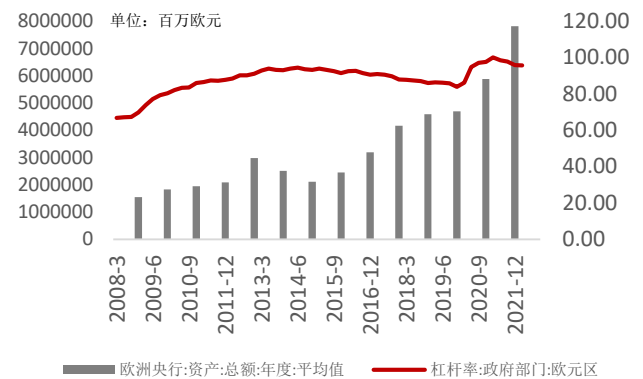
资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 9: 欧元区:主要再融资利率:月:平均值 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

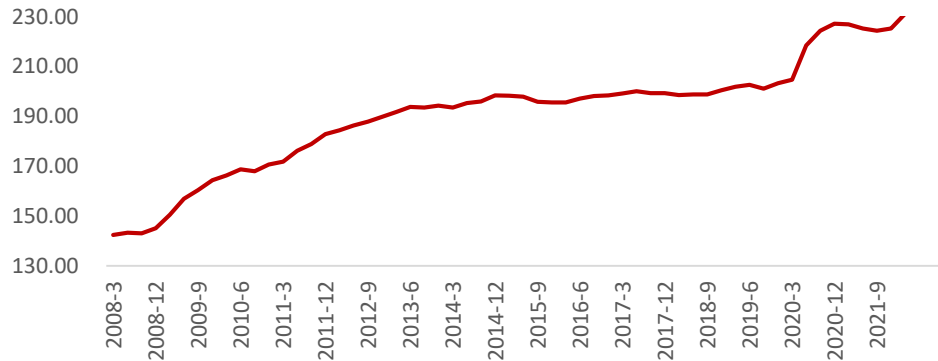
图 10: 欧央行资产负债表和政府杠杆率 (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

日本: 2008 年至今, 日本央行资产规模由 100 万亿日元左右, 增长至 700 万亿日元左右, 央行资产规模与 GDP 比值超过 125%, 远高于美联储和欧央行。同时, 日本政府财政支出不断扩大, 2015 年以后其财政支出占 GDP 比重稳定在 20%左右, 但日本财政对发债融资的依赖逐渐增加, 至 2021 年底, 日本中央政府债务规模已超 1000 万亿日元, 地方政府债务也接近 200 万亿日元, 合计占 GDP 比重超过 220%, 远超欧美各国, 高居全球第一。

图 11: 杠杆率:政府部门:日本 (%)



资料来源: wind、国开证券研究与发展部

(二) “俄乌冲突” 以来的全球经济 “滞涨” 特征凸显

今年以来,“俄乌冲突”打破了全球经济“双低”格局,能源价格飙升导致通胀压力加大,2022年6月美国CPI飙升至9.1%的高点,而同时GDP在一季度和二季度分别降至-1.6%和-0.6%的负值区间,“滞涨”特征凸显。欧元区的CPI更是一路高涨,四季度持续维持在10%以上的高位。日本CPI也是打破近20年来的低迷态势,一路上升,自8月开始,持续维持在3%以上。

图 12: 2020 年 12 月以来美国的 GDP 和 CPI (%)

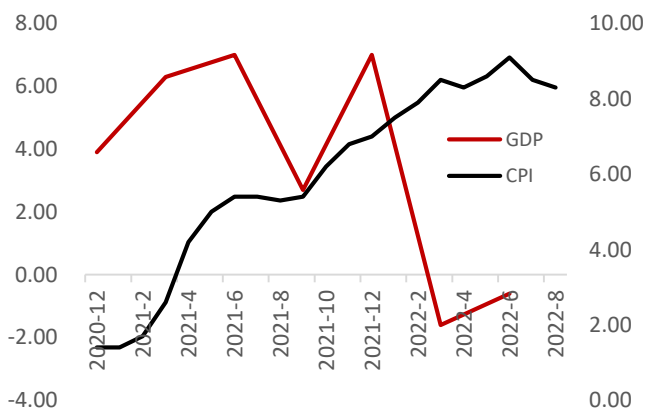
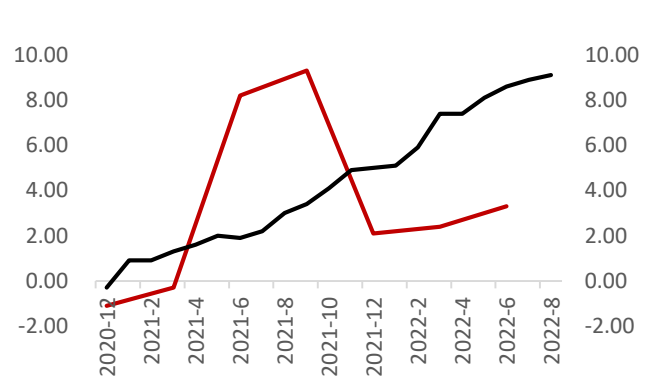


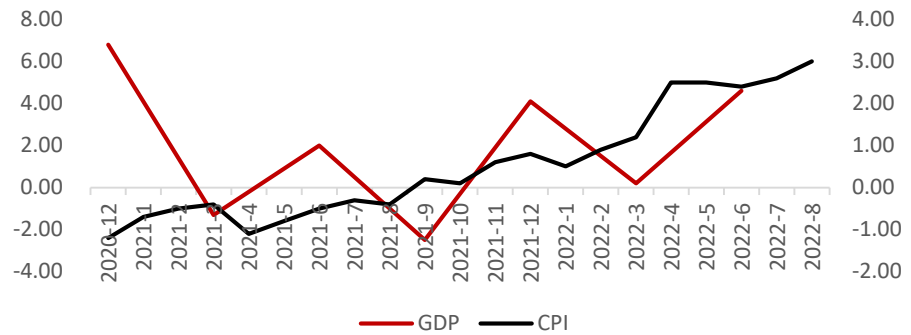
图 13: 2020 年 12 月以来欧元区 GDP 和 CPI (%)



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 14: 日本的 GDP 和 CPI (%)



资料来源: wind、国开证券研究与发展部

二、全球能源价格高企导致能源进口国贸易和财政赤字扩大

(一) 全球能源供需分析

全球制造业供应链和贸易网络大致可分为三个网络，即以中、日为中心的亚洲、以德国为中心的欧洲、以美国为中心的北美三大网络。在这三大网络中，唯有北美能够实现能源的自我平衡。

图 15: 2020 年能源储量概览

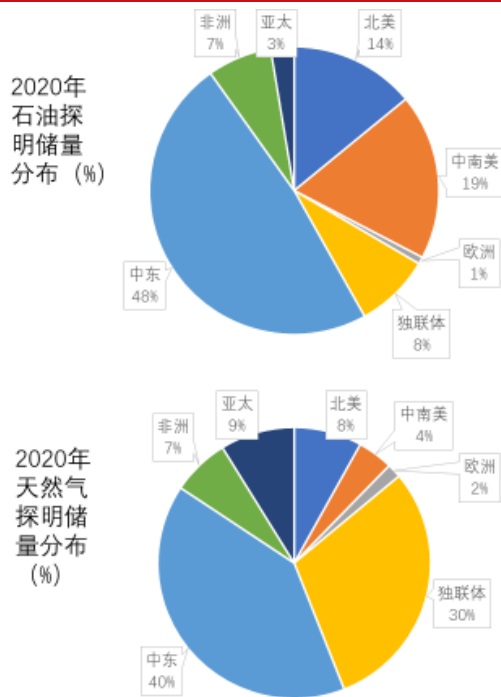
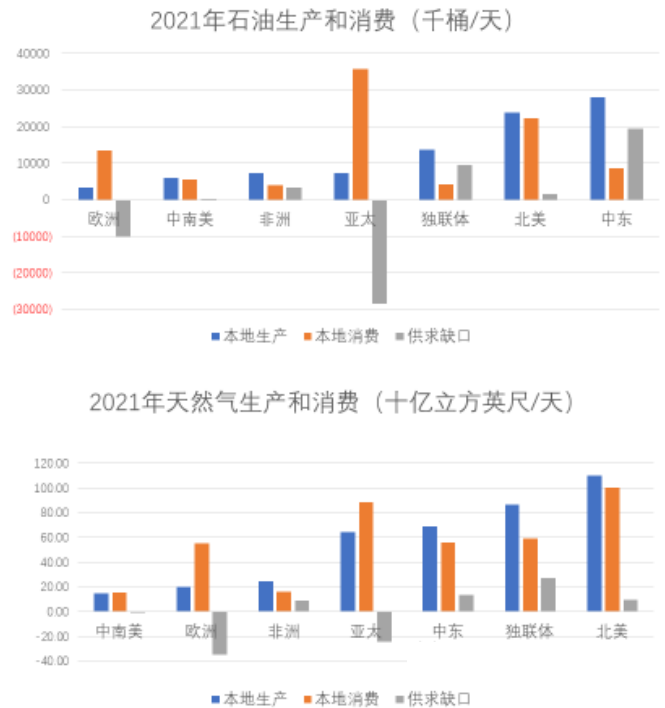


图 16: 2021 年主要石化能源生产和消费概览



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

截止 2021 年，全球石油和天然气探明储量主要集中在中东、俄罗斯、中南美和北美，亚太和欧洲的石油探明储量只有全球的 3% 和 1%，天然气探明储量只有全球的 9% 和 2%。从产量上看，中东、北美和俄罗斯位居石油、天然气的前三位。

由于能源分布结构与制造业分布结构的错位，亚太和欧洲分别成为石油和天然气供求缺口最大的地区。能源供求的区域分布错位使得能源成为全球最大的单一贸易商品。在 2011-2021 年间，全球进口货物中，全部制造业产品占比为 71%，仅随其后的就是占比达 14%、以石油和天然气为主的能源。在严重依赖石油、天然气进口的欧洲和日本，能源价格上涨的冲击正在引发恶性通货膨胀和史无前例的贸易逆差。

(二) 能源价格高企导致能源进口国贸易逆差扩大和贸易条件恶化

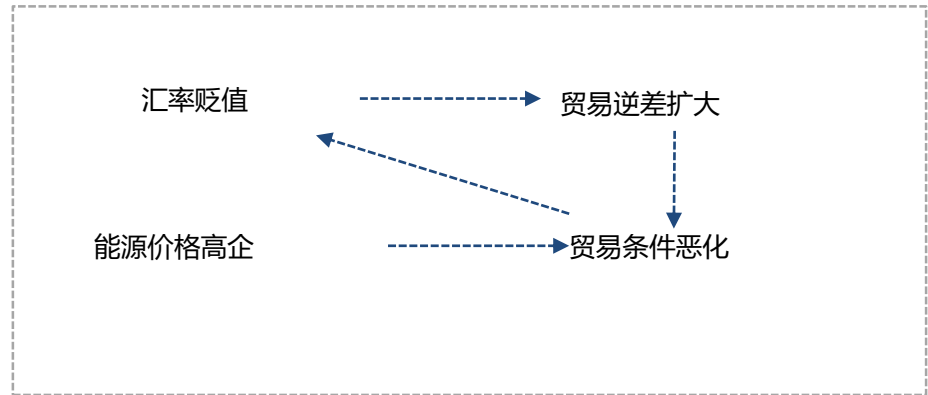
能源价格上涨导致了进口国巨额的贸易逆差。我们将欧元区 19 国分为德国、法国、意大利、西班牙和剩余 15 个其他国家。2012-2021 年的十年间，德国、意大利和 15 个其他国家一般是贸易顺差，法国和西班牙则是持久的贸易逆差，由于顺差远远超过了逆差，所以，整个欧元区长期呈现高额的贸易顺差。但是，随着能源价格的飙涨，能源进口额大幅上升，欧元区的贸易平衡发生了变化。

截止 2022 年 6 月，德国和 15 个其他国家的贸易顺差大幅缩小到 129 亿美元和 5 亿美元，法国和西班牙的贸易逆差飙升到 715 和 320 亿美元，而作为传统的贸易顺差国，意大利也发生了 150 亿美元的贸易逆差。由于德国等国的贸易顺差大幅小于法国、意大利和西班牙的贸易逆差，整个欧元区出现了 917 美元的逆差。照此推算，欧元区全年的贸易逆差可能高达 2000 亿美元。特别是作为传统逆差国的法国和西班牙，在前六个月的贸易逆差就几乎相当于过去全年的 100%。

在贸易逆差的同时，欧元区各国贸易条件也急剧恶化。众所周知，贸易条件是出口价格与进口价格的比值，而进口价格是由进口商品价格和汇率共同决定，作为欧元区和日本等能源进口国，由于油价高企和贸易逆差引致的汇率贬值，使得其进口价格持续上升，能源价格作为外生变量冲击进口价格，而汇率贬值作为内生变量与贸易逆差形负反馈效应引致进口价格上涨，最终导致能源进口国贸易条件恶化。

$$\text{贸易条件} = \frac{\text{出口价格}}{\text{进口价格}} = \frac{\text{出口商品价格} \times \text{汇率}}{\text{进口商品价格} \times \text{汇率}}$$

图 17: 能源进口国贸易条件恶化机理

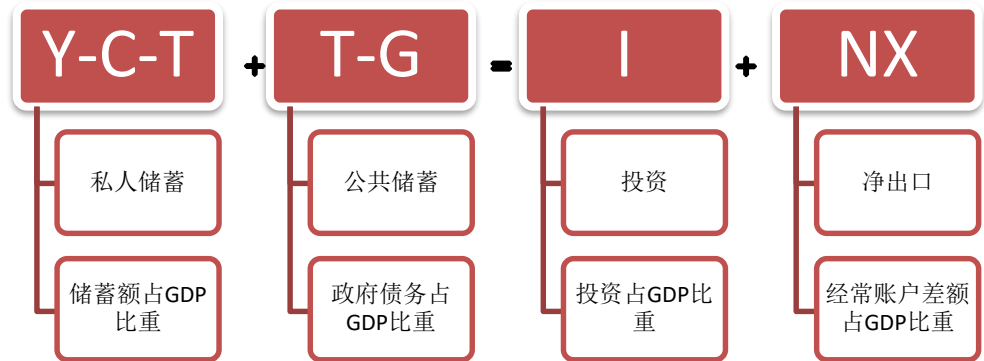


资料来源: wind、国开证券研究与发展部

(三) 能源进口国政府的财政赤字恶化

在国民收入恒等式中, $(Y-C-T) + (T-G) = I + NX$ 。 $(Y-C-T)$ 代表减去消费和缴税之后的私人储蓄, $(T-G)$ 代表政府收支相抵后的公共储蓄, I 代表投资水平, NX 代表外部需求的净出口。

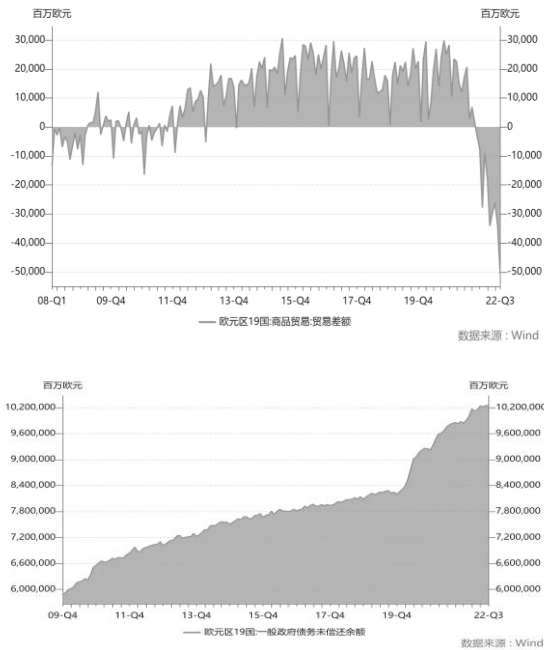
图 18: 国民收入恒等式中主要构成要素及其指标



资料来源: wind、国开证券研究与发展部

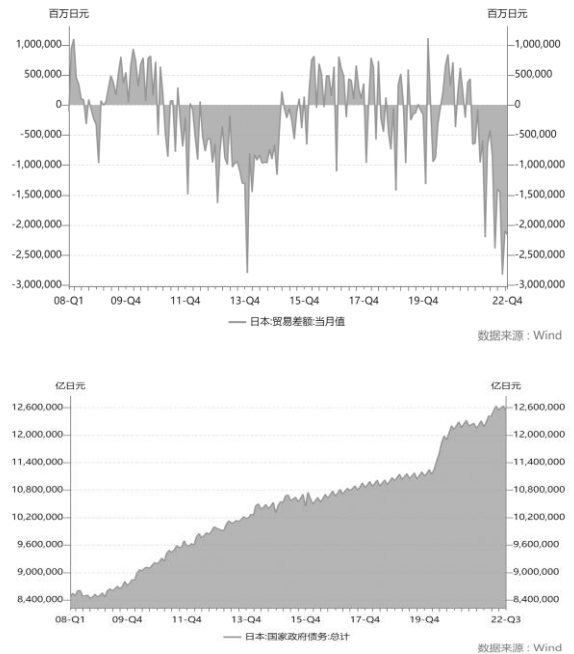
由于能源价格高企导致能源进口国贸易赤字扩大, 导致等式右边的 NX 急剧下降, 相对应, 等式左边的公共储蓄也要急剧下降, 这意味着政府赤字的恶化。

图 19: 欧元区贸易赤字和财政赤字同步



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

图 20: 日本贸易赤字和财政赤字同步



资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

三、能源供给冲击下的能源进口国的政策“两难”与“冲突”

(一) 央行的“两难”

众所周知，央行的宏观政策目标是促进经济增长和保持物价稳定，同时兼顾金融市场稳定。在 2008 年金融危机以来直至俄乌冲突之前，全球主要经济体的各央行只需要做好宏观经济的“守护者”，通过宽松货币政策为市场提供稳定宽松的政策环境，以等待技术创新等生产要素突破进而提升全球潜在经济增长水平。

但是，“俄乌冲突”造成的能源供给冲击打破了这一格局，全球能源供需的重新配置造成了能源价格上涨，引发了日本、英国以及欧洲大陆等以依赖能源进口国家的贸易赤字，而贸易赤字引致欧元、日元贬值，汇率贬值和进口能源价格高企导致这些国家输入性通胀压力倍增，这倒逼央行政策重心由促进经济增长向控制通胀倾斜进而提高政策利率，而利率的快速提高又会导致本以羸弱的经济陷入衰退，同时，利率提高也加大了全球权益市场和债市的波动。

反之，若为避免经济衰退和保持金融市场稳定在加息问题上犹豫不决，则会又造成市场对央行控通胀预期能力的不信任感，加剧通胀脱锚，而

通胀失控则会造成短期的政治社会动荡和更长期的经济衰退，因此，能源价格的冲击导致央行的货币政策在实现宏观经济目标上陷入“两难境地”。

（二）财政政策与货币政策的“冲突”

“俄乌冲突”带来的全球能源供需矛盾引发了能源价格上涨，使得日本、英国和欧洲大陆能源进口国的贸易逆差急剧扩大，为了保民生和企业正常运转，能源进口国实施了针对居民和企业的能源补贴，致使本国财政赤字恶化，财政赤字恶化引发了市场对本国财政可持续性的担忧。

本质上，政府偿还国债的资金是来自于未来从国民手中征收的税金和社会保险费。在征收的税收和社会保险费中，扣除养老金、医疗保险等社会保障支出，同时扣除政府向公众提供的国防和教育等公共服务支出之外，剩余的资金用于偿还国债，也就是说，如果预期财政盈余折现值超过了当时的国债发行余额，则政府具有偿还能力。而如果财政盈余的折现值低于国债发行余额，也就是预期政府没有足够的偿还能力时，理论上三种解决方案。

第一是违约，这意味通过国债持有者承担损失的形式，将国债发行余额削减到财政盈余的折现值范围内。但是，由于国债作为高安全性和高流动性的金融资产，广泛被金融机构所持有，国债违约会侵蚀金融机构的自有资本，这会带来金融体系动荡，而金融体系动荡波及实体经济又会出现金融危机和财政恶化的负反馈效应。

第二是通货膨胀政策，运用央行大量发行的货币所带来的铸币税收入弥补政府偿付缺口，也就是央行为财政融资的方式解决，这种操作既能通过增加铸币税来填补偿还国债资金缺口，还能运用通货膨胀方式减轻政府的实际债务负担，从而避免债务违约，但是，这种放弃物价稳定目标的方式会破坏经济可持续发展的根基。

第三是通过财政健全化改革及增强经济实力来提高财政盈余的折现值，毋庸置疑，这是理想方案，但是在西方社会，要削减财政支出、提高税率或社会保险费、推进旨在提高经济增长的制度改革需要整个社会达成共识。

综上，当财政可持续性出现问题时，如果不采取必要的财政或经济结构改革，则要么出现金融体系动荡，要么物价疯涨，进而使央行陷入“二选一”的被动局面。以上可以看出，央行要实现经济增长和物价稳定目

标需要以财政可持续性为前提，否则财政政策和货币政策将发生冲突。

“英国减税闹剧”正是今年财政与货币政策冲突的鲜活例证。如果在大危机至大流行期间，通过减税以促进经济增长无可厚非，但 2022 年与此前不同点在于能源价格的高企，这不仅使英国贸易赤字扩大进而输入性通胀，而且也导致财政赤字恶化，引发市场对英国财政可持续性的恐慌从而抛售英国国债。作为英国央行，在面对减税政策出台时，一方面，要向市场提供无限流动性以稳定国债市场，另一方面，又要提高利率以抑制通胀预期，而提高利率又会加剧国债市场抛售压力。

可以看出，英国央行无论如何都无法满足自身宏观调控目标，因此，英国央行行长和 IMF 对英国政府减税的出台提出了强烈异议，最终，该闹剧以特拉斯下台和英国政府出台增税和削减政府支出的财政整肃计划收场，从而恢复市场对英国财政可持续性的信心，正如新财长亨特所说，英国财政部将与英国央行通力合作，维护市场对英国财政可持续性的信心。

四、2023 年可能存在的风险点

2023 年，受主要经济体政策利率高企的影响，全球经济或将步入衰退。就风险而言，一方面需要关注经济衰退的风险，另一方面，更需要防止主要经济体央行政策利率高企背景下金融市场风险引发的资产负债表衰退风险。

美国：2023 年美联储政策利率或维持高位但美元指数或将走弱，同时，需要提防其金融市场风险。

2023 年，由于欧美政策利差进一步收窄和美联储加息幅度减弱均对美元指数上升的支撑作用边际递减，因此，或将出现美联储政策维持高位但美元指数回落的背离局面，就如 2017 年虽然美联储连续加息三次但是美元指数全年持续走低一样。而这一情形出现的前提是欧元区不发生政府债务风险和新兴市场国家不发生风险，因为，一旦非美经济体发生风险，则美元的避险属性又会凸显，美元指数又将被动上涨。

同时，需要提防美国权益市场风险。因为，就股票定价而言，在分母的无风险利率持续高位的情况下，分子端的企业盈利能力对股价的敏感度将大大增加，分子端盈利能力不佳或将导致股指大幅波动，就目前而言，美股市场的回购交易模式并未结束，因此，需要防止美联储政策利率高

企和经济衰退双向利空夹击下的美股、美债市场波动，从而引发美国经济的资产负债表衰退。

图 21: 2022 年第三季度美国基金业股债配比

资产类型	持仓市值 (亿美元)	占比	环比
股票	171,128	59.47%	-2.77%
债券	77,362	26.88%	1.62%
现金	33,636	11.69%	1.12%
其他资产	5,628	1.96%	0.03%

数据来源: Wind
注: 包括美国共同基金、ETF和封闭式基金。

图 22: 股票回购规模超过 2018 年技术性股灾的高点

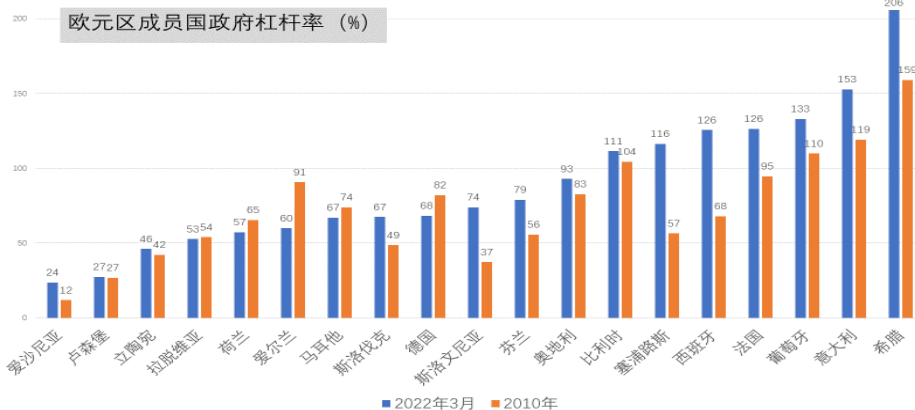


资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

资料来源: Wind, 国开证券研究与发展部

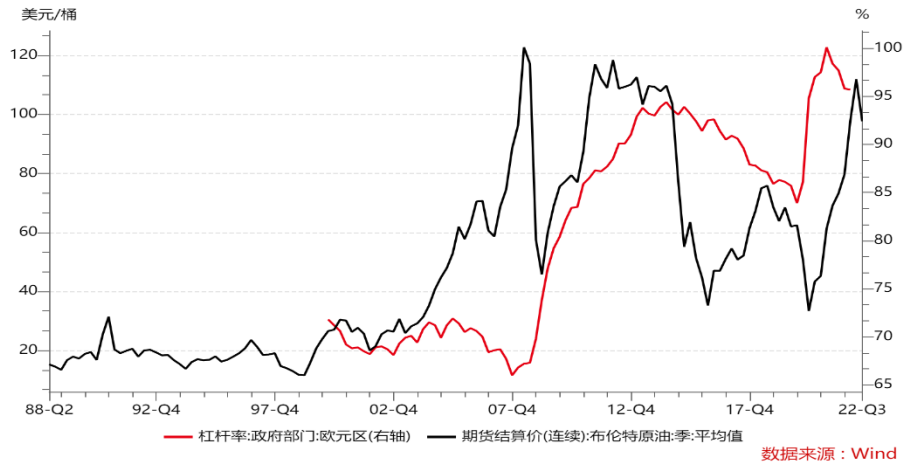
欧洲: 欧洲的风险点主要取决于油价。2022 年高油价导致欧元区贸易赤字扩大，进而引致其财政赤字恶化，欧元区各国政府的政府债务压力进一步增大。如果未来国际油价居高不下，政府债务危机仍可能卷土重来。同时，油价高企导致的贸易赤字仍将危及到欧元汇率，油价持续居高不下则欧元兑美元仍有下跌动力，该情形一旦发生，或可能和政府债务危机形成负反馈效应。如果欧元区出现风险，欧元的存立又会成为热议的话题，虽然理论上讲，欧元的未来存在三种可能，即欧元解体、欧元区统一财政以及德国向欧猪国家妥协。但是，由于欧元解体的成本巨大，欧元区经济无法承担其解体后果，而统一财政也不会一帆风顺，因此，现实中可能仅存在一条道路，即欧元区国家在“撕而不裂”中曲折前行。

图 23: 欧元区成员国政府杠杆率



资料来源：wind、国开证券研究与发展部

图 24：国际油价对欧元区政府杠杆率的影响

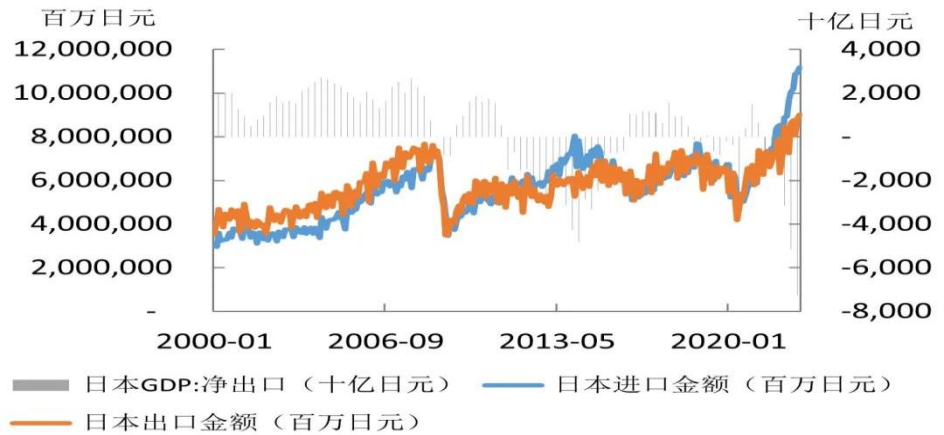


资料来源：wind、国开证券研究与发展部

日本：2023 年，日本央行的压力取决于美元指数是否下降，只要不出现非美经济体风险导致美元指数被动上涨，美元指数的大概率下降会令日本央行压力减小。

2022 年，日本国债市场和日元汇率同时面临国际资本冲击，日本央行和政府“保汇率”和“保债市”两端防御。通胀抬升使部分国际机构认为日本央行将放弃利率曲线控制而停止购债，大量国际资金做空日本长期国债，十年期国债收益率多次突破日本央行设定的 0.25% 的上限，但是因日本央行干预使收益率回落，国际资本做空日本国债屡屡受挫，于是国际资本转向日元，此后日元贬值压力骤增。2022 年，日元对美元贬值达 22%，日元贬值的原因：一是日元本轮贬值过快，叠加能源价格上涨，使得日本贸易赤字快速扩大，进口压力剧增；二是日元快速贬值与输入性通胀形成螺旋上升的恶性循环。此外，通胀上涨会危及日本货币政策和国债市场的稳定，因此，需要遏制日元贬值以助于阻断输入性通胀。在此情况下，日本央行分别于 9 月 22 日的 145 和 10 月 21 日的 150 附近两次大规模干预日元汇率，汇率波动幅度均在 500 点以上。

图 25: 今年以来日本进口金额快速上升



资料来源: wind、国开证券研究与发展部

日本央行坚定维持其货币政策不变以保债市的主要原因是其“本币负债、外币资产”的经济特征。近十年，日本海外净收益稳定在 20 万亿日元附近，约为 GDP 的 4%，是日本国民收入的重要组成部分，尤其在当下日本面临贸易赤字时期，净投资收入弥补了贸易赤字，使经常账户能够维持平衡。另一方面增加海外净资产规模。2022 年三季度海外净资产为 423 万亿日元，居全球第一。日本庞大的海外资产既形成了经常项下可观的、稳定的收入来源，反哺日本国内经济，又提升了日本经济抵御日元贬值冲击的能力，使日本经济更具弹性。此次日元汇率大幅贬值的背景下，日本经常项下投资收益大幅提升，同时海外资产估值也得以提升。由于近几十年来日本形成了本币低利率负债，而外币高利率资产的货币错配格局，导致日本央行“两害相权取其轻”，宁可保护政策利率维持低位而放任汇率贬值，而汇率的管理则由其 1.25 万亿美元的外汇储备进行适度干预的政策基调。这是今年其他主要经济体大幅加息背景下，日本央行坚定维持其货币政策不变的根本原因。

五、2023 年人民币汇率贬值压力取决于美元指数

2022 年以来，人民币兑美元贬值幅度最高达 15.9%，为 2015 年 8.11 汇改以来的最大跌幅。其中，2022 年 4 月至 5 月出现第一波快速贬值，离岸美元兑人民币汇率从 4 月中旬的 6.37 快速上行至 5 月中旬的 6.83，8 月 15 日开始第二轮贬值，离岸美元兑人民币汇率从 6.83 上升至 11 月 3 日的 7.37，之后开始回落至目前的 6.95 附近。

图 26: 美元指数与人民币双边汇率



数据来源: Wind

资料来源: wind、国开证券研究与发展部

2022 年，我国货物贸易顺差曾支持人民币双边汇率阶段性坚挺，美元指数和人民币双边汇率曾出现阶段性背离情形，比如：2022 年 2 月，美元指数从 92.5 升至 96.7，而美元兑人民币汇率却从 6.47 贬值 6.31，正对应我国出口表现强劲，出口同比增速保持 20% 以上的增速，从而带动货物贸易结售汇顺差扩大，而在 2022 年 3 月至 4 月期间，我国出口表现疲弱时，人民币汇率开始贬值，2022 年 8 月，我国出口增速回落叠加美元指数上涨，又使得人民币汇率出现第二轮加速贬值。从金融账户来看，相比货物贸易顺差，2022 年，金融账户的净资本流出是推动人民币汇率贬值的主要因素，而金融账户的净资本流出受中美利差和汇率贬值预期影响，2022 年以来，中美利差出现倒挂使得短期资本流出增加，尤其是 4-5 月和 9 月这两轮人民币汇率贬值期，跨境资本流出明显增加。

2023 年，随着美联储加息对美元指数边际影响递减，美元指数筑顶迹象逐步显现，人民币汇率的外围环境相对有利，但不利因素来自于受全球经济下行压力背景下，外需大概率疲弱所导致的我国货物贸易顺差减少，这不利于人民币汇率稳定，但是，综合来看，由于美元指数筑顶影响所

影响的金融账户对人民币汇率影响更甚，因此，人民币汇率贬值的压力总体上要小于 2022 年。

此外，2023 年，如果因非美经济体发生不可预测的风险导致美元指数被动上涨，进而引发人民币快速贬值，则监管层仍有一系列外汇管理工具。总体上，外汇管理工具安排会遵循价格工具辅之以宏观审慎的外汇管制工具的方向，以降低市场的贬值预期。同时，就人民币兑美元双边汇率而言，监管层仅是想通过外汇工具降低贬值预期，而人民币汇率波动由市场决定则是人民币汇率市场化改革的坚定方向，因为，其一，历史经验表明，外汇工具使用的越多越容易强化市场形成一致的单边预期，从而与调控意愿背道而驰，其二，外汇工具的使用只能延缓波动，并不能决定人民币汇率最终的均衡价格在哪里，效果并不一定如监管层所愿，也与市场化方向相悖。因此，只要没有发生重大风险，人民币汇率由市场决定。

表 1: 各类外汇政策工具及其影响力比较

政策维度	汇改前	汇改后	功能	操作	效果
价格工具	外汇储备干预市场价格	外汇准备金率	通过供给变化间接影响价格	调高减少外汇供给，调低增加外汇供给	弱
		远期售汇业务 外汇风险准备金率	间接对人民币对美元汇率加价	调高增加购汇成本，调低降低购汇成本	较强
		逆周期因子	阻止单边价格趋势	在市场算法基础上加入该因子项	强
流动工具	对项目一事一议的事前审批	跨境融资宏观审慎调节参数	控制流入	在外汇贬值通道中，提高参数，鼓励流入	强
		境内企业境外放款宏观审慎调节系数	控制流出	在外汇贬值通道中，降低系数，限制流出	强

资料来源：根据有关资料整理

风险提示：美联储超预期加息，国内外经济超预期下降，国内货币政策变动，地缘冲突加剧升级风险，全球能源、粮食危机超预期风险等均可能导致人民币汇率出现大幅波动。

分析师简介承诺

分析师简介：王鹏，经济学博士，主要从事长周期下的大类资产配置研究。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询和注册分析师资格，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究与发展部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层