

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

## 对汇率的调整持开放态度

### ——评《政府工作报告》有关汇率的论述

#### 正文：

李克强总理在昨天所作的《政府工作报告》中，在人民币汇率上重申了在汇率上的观点，即：“人民币汇率在合理均衡水平上弹性增强、保持基本稳定。”

我国的汇率制度是有管理的浮动，央行一直着力发挥汇率对宏观经济和国际收支的自发调节作用，增强汇率弹性，推进利率和汇率市场化，特别是央行在去年第三季度的《货币政策执行报告》中提出了发挥市场在汇率形成中的决定性作用，在四季度货币政策执行报告中，更强调了这一观点，特别需要指出的央行首提这一观点是在去年汇率最低迷的时候。说明央行对汇率的调整和浮动是持有开放态度的。

央行对汇率调整 and 浮动持有开放态度还表现在以下几个方面：一是去年11月1日中国外汇交易中心将美元兑人民币的中间价定在在7.2元以上，这是史无前例的；二是尽管央行去年采取了种种间接手段稳定下贬趋势中的汇率，实际上是将2020年四季度以来采取的减缓汇率升值的间接手段重新归正和调回，但是相比较，2022年的重新调回在时间上相对滞后，有些手段并没有完全归正，如外汇存款准备金。

表1：央行的稳定汇率间接手段

2020年以来减缓升值的间接措施 <sup>□</sup>	今年以来稳定汇率的部分间接措施 <sup>□</sup>
将银行远期售汇保证金从20%下调到0% <sup>□</sup>	将银行远期售汇保证金从0%上调到20% <sup>□</sup>
逐步退出“逆周期因子”对中间价的影响 <sup>□</sup>	事实上改变了中间价的制定规则 <sup>□</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>□</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>□</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>□</sup>	维持不变 <sup>□</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>□</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>□</sup>
提升商业银行外汇存款准备金从5%到9%（分2次完成） <sup>□</sup>	调降商业银行外汇存款准备金从9%到6%（分2次完成） <sup>□</sup>

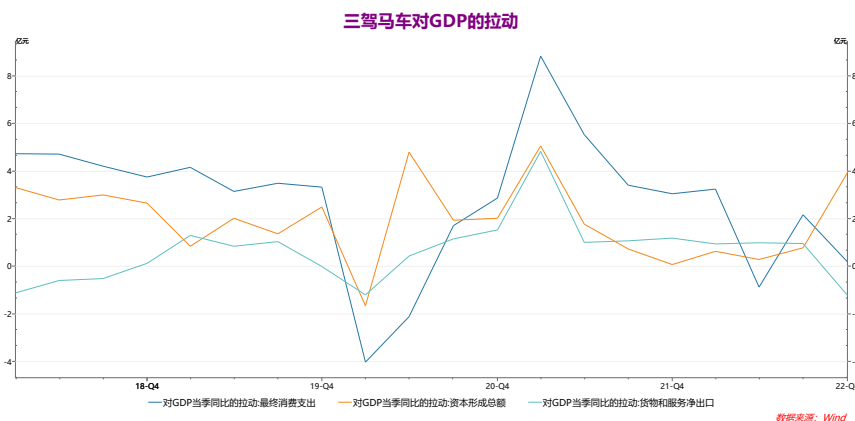
数据来源：公开资料整理、银河期货

三是今年2月24日，尽管人民币兑美元出现了明显的下跌走势，但从2月27日的中间价看，没有迹象启动了逆周期因子。而去年下半年，央行在中间价的确定上明显启用的逆周期因子，只是其秘而不宣而已。

在理论上，汇率也只有下调才能起到稳定经济和国际收支的作用。

从宏观经济看，面对复杂多变的国内外形势，我国经济稳固的基础依旧不够夯实。从去年四季度的经济数据看，只有投资对GDP的贡献是正向的，消费和净出口均是负贡献。

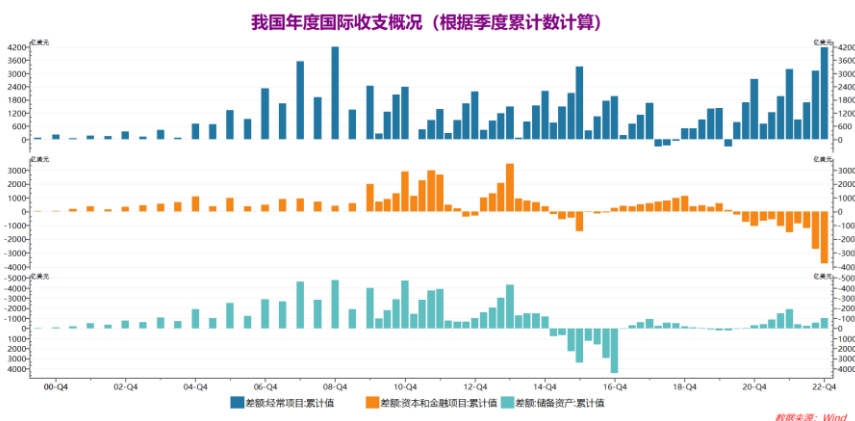
图1：消费、投资和净出口对GDP的拉动



数据来源：Wind、银河期货

从国际收支看，我国2022年国际收支出现了经常项目巨额顺差和非储备金融账户巨额逆差的情况。

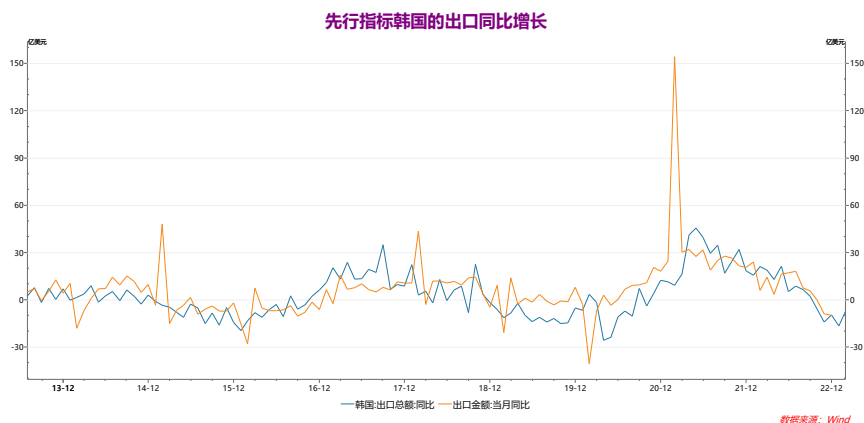
图2：年度国际收支情况



数据来源：Wind、银河期货

但面对着复杂多变的国际形势，创下历史新高的经常项目很难维持如此之高的巨额顺差。我国今年的月度外贸数据尚没有公布，但从历史经验看，韩国出口数据是我国的出口数据的先行指标。韩国出口1月2月均出现了明显的下跌。

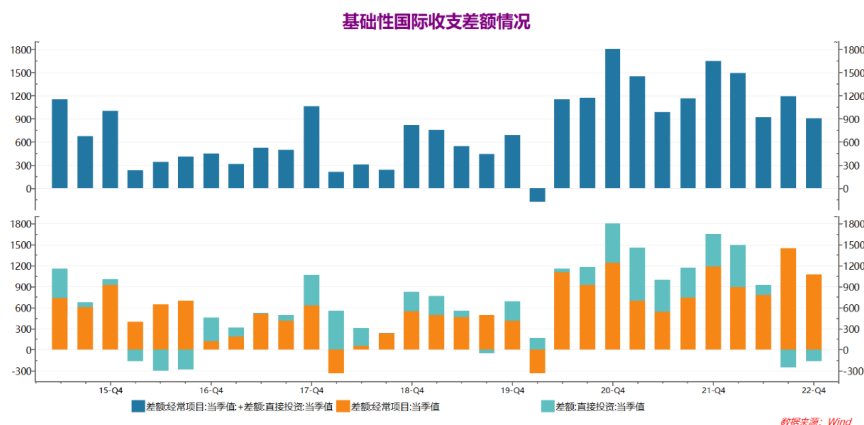
图3：韩国和中国的月度进出口数据



数据来源：Wind、银河期货

最为明显的是我国国际收支中的直接投资已经出现连续 2 个季度的逆差，导致我国基础性国际收支顺差出现明显萎缩。

图4：季度基础性国际收支

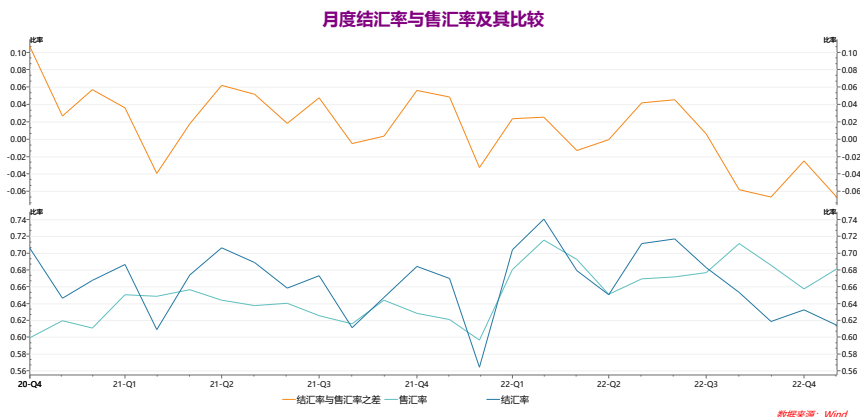


数据来源：Wind、银河期货

最近，2 月的 PMI 数据尽管表现强劲，但缺少有关高频数据和草根调研数据的配合。因此，受 PMI 数据而导致汇率反弹其持续性也值得怀疑。

尽管 1 月人民币汇率出现了明显的反弹，但是从结汇率回落和售汇率回升看，市场对汇率反弹的持续性也持有明显的谨慎态度。

图5：月度结汇率和售汇率比较



数据来源：Wind、银河期货

加上国际形势的不稳定带来的非经济性因素，特别是中美关系的不稳定，均会对汇率构成冲击。当然，央行在对汇率浮动持有开放态度的前提下，也不希望汇率在短期内出现大起大落，不希望因此导致系统性风险。以体现“发展要安全”的理念。

综上分析，笔者认为汇率在目前水平下，下行空间相比上行空间要大。我们依旧建议结汇企业可以持汇带沽，购汇企业可以借汇率反弹购汇和锁定汇率。

### 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