

2023年9月21日

稳汇率政策加码，人民币走稳可期

近期政策解读系列一：中国汇率体系专题报告

投资策略

专题策略

证券研究报告

投资要点：

分析师：费小平
SAC 执业证书编号：
S0340518010002
电话：0769-22111089
邮箱：fxp@dgzq.com.cn

分析师：尹炜祺
SAC 执业证书编号：
S0340522120001
电话：0769-22118627
邮箱：yinweiqi@dgzq.com.cn

研究助理：曾浩
SAC 执业证书编号：
S0340121110001
电话：0769-22119276
邮箱：zenghao@dgzq.com.cn

- **近期稳汇率政策力度加大，人民币汇率超调风险呈现改善迹象。**汇率受经济走势、政策预期、外贸格局、资金流向等多因素影响，今年受国内经济弱势及美元相对强势等多方面影响，人民币汇率呈现持续走弱格局。二季度货币政策执行报告明确提出“坚决防范汇率超调风险”。近期，针对汇率持续波动风险，央行、外汇局持续发力，加大政策调节力度，释放出强烈的稳汇率信号，稳汇率政策加码背景下，市场对未来人民币汇率走势关注度提升，8月份以来人民币汇率走势进入震荡反复格局，贬值走势趋于缓和，汇率超调风险呈现改善迹象。
- **经历多轮汇改，人民币汇率形成机制趋于完善，效果显著。**我国人民币汇率形成机制经历三次主要汇改，分别发生在1994年、2005年和2015年。1994年的改革实现了汇率的一次性调整和市场化定价，有利于扩大出口竞争力和外向型经济的壮大。2005年的改革实现了汇率与一篮子货币的动态调节，有利于缓解美元波动的传导，增加国内消费和结构优化。2015年的改革增强了人民币汇率中间价的市场化水平，提高人民币在国际金融市场的影响力和竞争力。随着多轮汇改，机制更加完善，人民币国际化进程有序推进，未来央行将继续稳步深化汇率市场化改革。
- **外汇政策工具体系逐步完善，政策工具有效性增强。**央行较常用的外汇政策工具有外汇存款准备金、外汇风险准备金、跨境融资宏观审慎调节参数、逆周期因子等，前两者在调节汇率波动的效果方面略偏弱一点，而后两者的调节效果更佳。值得注意的是，对今年以来的汇率波动，近期央行频繁动用多种汇率政策工具，通过“组合拳”方式加强调控，积极释放预期管理信号，将有效缓解人民币贬值压力，对冲汇率波动风险。
- **短期人民币汇率或低位震荡，中期随着经济修复逐步企稳，将改善资金流向和市场信心，推动市场走稳。**短期受美元指数相对强势以及中美利差持续因素影响，人民币对美元汇率短期内或继续处于磨底阶段，但对非美主要货币仍保持相对强势。中长期来看，经济修复速度企稳回升叠加美联储本轮加息周期接近尾声，全球资本对人民币的信心将有所提振，加上央行外汇政策的推进，后续人民币汇率有望企稳。汇率的走稳将吸引北向资金的再流入及国际资本的介入，叠加当前稳经济、活跃资本市场的相关举措持续落地，将带动市场信心的修复，加快“政策底”向“市场底”的切换，推动市场企稳修复。
- **风险提示：**内需恢复不及预期，消费延续疲弱，从而加大经济稳增长压力；海外经济超预期下滑，以及中美贸易摩擦超预期恶化，导致外需回落，国内出口承压；全球主要经济体超预期延长加息周期，高利率环境使全球经济增速明显放缓，压缩国内资金面；海外信用收缩引发风险事件，可能对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。
请务必阅读末页声明。

目 录

一、近期稳汇率政策力度加大，人民币汇率超调风险有望改善	3
1、近期央行稳汇率政策加力，汇率工具使用愈加频繁	3
(1) 汇率政策表态愈发积极	3
(2) 汇率工具使用愈加频繁	4
2、人民币汇率今年整体承压，但随着政策发力近期有所改善	5
二、回顾中国汇率体制改革历程及成效分析	7
1、人民币汇率制度改革历程	8
2、人民币汇率制度改革的效果和经验总结	9
三、外汇政策工具体系逐步完善，政策工具有效性增强	11
1、央行外汇政策“工具箱”充足，体系逐步完善	11
2、外汇工具实施效果回顾及本轮效果预期	12
四、人民币汇率未来走势及对市场影响	14
1、短期人民币汇率或低位震荡，中长期有望企稳	14
2、稳汇率对市场影响：积极因素不断积攒，提高市场从“政策底”向“市场底”的切换速度，推动市场企稳修复	16
五、风险提示	17

插图目录

图 1：人民币汇率走势	6
图 2：进出口同比增速	7
图 3：近年央行政策利率调整情况	7
图 4：美元指数走势	7
图 5：中美 10 年期国债收益率	7
图 6：我国汇率体制改革走势图	9
图 7：央行汇率管理工具体系	12
图 8：制造业 PMI 指数	15
图 9：新增人民币贷款同比增加情况	15
图 10：CPI 和 PPI 同比价格涨幅	15
图 11：CFETS 人民币汇率指数	15

表格目录

表 1：近期央行、外管局有关汇率方面的政策表态	4
表 2：近期央行汇率政策工具使用情况	5
表 3：三次人民币汇率改革对比	10
表 4：央行汇率政策工具箱	12
表 5：近年来央行外汇政策工具使用情况汇总	14

今年以来，人民币汇率出现大幅走弱格局，对全市场带来持续影响。汇率波动一般受到经济走势、政策预期、外贸格局、资金流向等多因素影响，而今年受到国内经济弱势以及美元相对强势等多方面影响，人民币汇率呈现出持续走弱格局。不过，7月政治局会议强调的“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，而二季度货币政策执行报告也明确提出“坚决防范汇率超调风险”。近期，针对汇率持续波动风险，央行、外汇局持续发力，加大政策调节力度，而全国外汇市场自律机制专题会议也释放出强烈的稳汇率信号。继7月20日上调跨境融资宏观审慎调节参数后，9月央行再度动用外汇政策工具箱，将外汇存款准备金率由6%调降至4%，体现了货币当局对近期人民币贬值问题的重视，呼应了7月政治局会议强调的“要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”。

稳汇率政策加码背景下，市场对未来人民币汇率走势关注度提升，本篇专题报告回顾了近期稳汇率政策背景，并整理中国汇率体制改革思路以及外汇政策工具体系与实施效果，并对未来人民币走势的提出前瞻与思考。

一、近期稳汇率政策力度加大，人民币汇率超调风险有望改善

1、近期央行稳汇率政策加力，汇率工具使用愈加频繁

(1) 汇率政策表态愈发积极

5月至6月，人民币下行压力加大，但央行相对克制。自5月中旬美元兑人民币汇率破7开始，央行多次表态强调汇率稳定，持续关注汇率的边际走势。中国外汇市场指导委员会2023年第一次会议就指出，“必要时对顺周期、单边行为进行纠偏，坚决抑制汇率大起大落”。央行此次发声虽然表示要稳定市场汇率预期，但迟迟没有动用政策工具箱干预外汇市场，定力较高，或表明当时汇率水平和贬值速度仍在央行政策底线内。

6月底，人民币汇率跌破7.2，央行开始有所行动。6月28日，央行在货币政策委员会二季度例会上，在继续提出“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”的同时，着力强调“综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险”，预示着央行将有所行动。临近7月，人民币汇率中间价与市场预测开始出现偏离并持续扩大，稳汇率信号有所加强。随后，央行于7月中旬宣布上调跨境融资宏观审慎调节参数，自5月对外发声后首次动用汇率调控工具，开始积极引导市场预期。7月的政治局会议提出“要活跃资本市场，提振投资者信心”，在汇率方面着重强调要“保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，向市场释放利好信号，市场情绪有所提振，叠加跨境融资宏观审慎调节参数上调和美元指数走弱，7月人民币汇率止跌走强。

8月以来稳汇率信号频发，央行积极表态坚决防范汇率超调风险。8月以来，人民币持续走弱，人民币中间价与离岸汇率分歧加大，潜在超调风险显现。央行在二季度《中国货币政策执行报告》里着重强调“必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险”，较一季度删除了“增强人民币汇率弹性”，降低了对汇率波动的容忍度，并新增了“坚决防范汇率超调风险”的汇率管理目标，体现出央行对汇率形势变化的高度重视。9月8日，离岸人民币汇率盘中跌至7.3682，距离“811汇改”后的历史低位仅一步之遥，维稳汇率势在必行。9月11日，全国外汇市场自律机制专题会议强调，“该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏”，措辞更加积极，释放出强烈的预期管理信号，彰显了央行和外汇市场自律机制对于维护人民币汇率稳定的决心和信心，离岸人民币应声大涨，日内收复7.3点位。

一方面，从近期央行表述的变化来看，管理层“稳汇率”的态度更为坚决，适度阻贬的诉求逐步在上升。另一方面，6月以来央行接连降息、降准表明当下货币政策更加以我为主，凸显了央行稳增长、稳预期的决心，叠加经济修复基础仍需巩固，预计四季度货币政策的宽松取向将进一步延续，中美利差或保持高位，短期汇率弹性相对放开。整体来看，央行在政策上着力于协调好稳增长与稳汇率两大方面，预计未来央行对人民币汇率的预期管理可能更加频繁，以对冲当前中美货币政策分化所带来的人民币汇率超调风险。

表 1：近期央行、外管局有关汇率方面的政策表态

日期	会议/文件	具体表态
5月18日	中国外汇市场指导委员会（CFXC）2023年第一次会议	下一阶段，人民银行、外汇局将加强监督管理和监测分析，强化预期引导， 必要时对顺周期、单边行为进行纠偏 ，遏制投机炒作。自律机制成员单位要自觉维护外汇市场的基本稳定， 坚决抑制汇率大起大落 。
6月28日	中国人民银行货币政策委员会2023年第二季度例会	深化汇率市场化改革，引导企业和金融机构坚持“风险中性”理念， 综合施策、稳定预期，坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。
7月14日	上半年金融统计数据情况新闻发布会	下一步，人民银行将以保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定为目标，以预期管理为核心，综合施策、稳定预期，必要的时候对市场顺周期、单边行为进行纠偏， 坚决防范汇率大起大落 。
7月21日	上半年外汇收支数据情况新闻发布会	外汇管理部门有基础、有实力、有信心维护中国外汇市场的稳定运行， 坚决防范汇率大起大落风险，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。
7月24日	中央政治局会议	要保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定 。
8月1日	中国人民银行、国家外汇管理局2023年下半年工作会议	加强和改善外汇政策供给，维护外汇市场稳健运行。密切关注跨境资金波动情况，加强宏观审慎管理和预期引导，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。
8月17日	二季度中国货币政策执行报告	加强预期管理，坚持底线思维，做好跨境资金流动的监测分析和风险防范， 必要时对市场顺周期、单边行为进行纠偏，坚决防范汇率超调风险 ，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。
9月11日	全国外汇市场自律机制专题会	金融管理部门 有能力、有信心、有条件保持人民币汇率基本稳定，该出手时就出手，坚决对单边、顺周期行为予以纠偏 ，坚决对扰乱市场秩序行为进行处置， 坚决防范汇率超调风险 。

资料来源：各部门官网，东莞证券研究所

（2）汇率工具使用愈加频繁

自今年5月以来，由于国内经济复苏回落、外贸大幅承压，加上中美货币政策持续分化、美元不断走强，人民币面临较大的贬值压力，近期离岸人民币汇率一度跌破了7.3的关口。为“坚决防范汇率超调风险”，央行连续启用多项汇率政策工具，综合施策、稳定预期，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

回顾央行近期的稳汇率举措，央行在7月20日将全口径跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，在9月1日宣布自9月15日起下调外汇存款准备金率2个百分点。此外，央行还在近期接连两次增发离岸央票，回笼离岸市场人民币。8月22日，人民银行在常态化发行基础上，增发了100亿元3个月期限央票。9月19日，人民银行在香港发行150亿元6个月期限央票，其中50亿元为滚动续发，100亿元为增发。与此同时，央行调整价格形成机制稳定中间价。6月末，人民币汇率中间价的实际公布值与市场预测（彭博一致预期）开始出现偏离并持续扩大，9月以来读数更是超过1000个基点，“纠偏”汇率贬值的信号不断加强。央行干预中间价形成或表明人民币汇率水平和贬值速度已经进入央行预警区间。考虑到近期决策层“稳汇率”的态度更为坚决，适度阻贬的诉求可能在上升，为防止汇市“羊群效应”聚集，不排除监管层重新引入“逆周期因子”以稳定外汇市场预期。

总之，近期央行汇率工具使用愈加频繁，这或许指向货币当局新一轮稳汇率举措的开启。若未来人民币汇率仍面临较大的超调下跌风险，中国央行或将进一步动用其他汇市调控工具，如上调全口径跨境融资宏观审慎调节参数、上调远期售汇业务的外汇风险准备金率、重新引入逆周期因子、继续增发离岸央票，有效引导人民币汇率预期平稳，避免出现单边下跌预期“抬头”或“发酵”。

表 2：近期央行汇率政策工具使用情况

日期	工具	具体举措
6月末以来	人民币汇率中间价	6月末以来，人民币汇率中间价的实际公布值与市场预期的偏差显著扩大，央行通过中间价机制持续稳定市场预期。
7月20日	全口径跨境融资宏观审慎调节参数	中国人民银行、国家外汇局决定将企业和金融机构的跨境融资宏观审慎调节参数从1.25上调至1.5，于2023年7月20日实施。
8月22日	离岸央票	中国人民银行在香港招标发行350亿元央行票据，其中，3个月期发行量为200亿元，1年期发行量为150亿元。
9月1日	外汇存款准备金率	中国人民银行决定，自2023年9月15日起，下调金融机构外汇存款准备金率2个百分点，即外汇存款准备金率由现行的6%下调至4%。
9月19日	离岸央票	中国人民银行在香港发行150亿元6个月期限央票，其中50亿元为滚动续发，100亿元为增发。

资料来源：中国人民银行官网，东莞证券研究所

2、人民币汇率今年整体承压，但随着政策发力近期有所改善

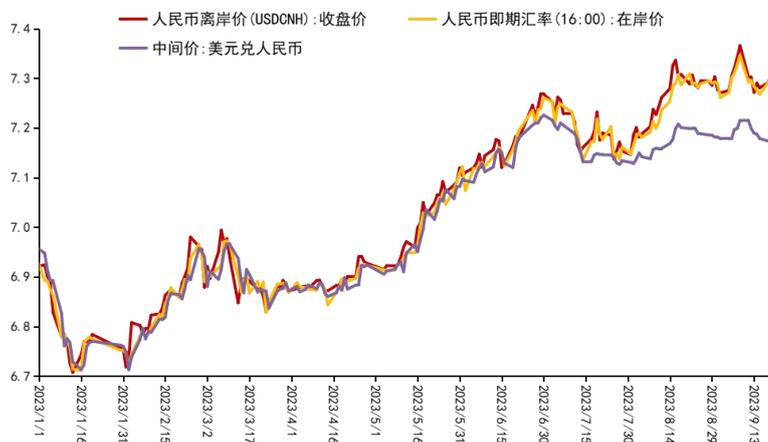
今年年初，随着疫情防控措施持续优化、国内稳经济政策措施的落地见效，加之市场预期美联储将放缓加息步伐，美元指数高位回落，离岸人民币对美元汇率从去年底的6.92一度涨至2月初的6.72。此后，人民币汇率在双向波动中有所回落。进入二季度后，经济恢复的速度强度不及市场预期，货币政策未如预期边际收紧，且愈加呈现出边际宽松的必要性，人民币汇率进入一段较为艰难的时段。4月，人民币对美元汇率继续小幅走低，并在5月中旬时隔5个多月在在岸和离岸市场双双跌破7.0关口。此后，人民币汇率加速调整，接连在5月末和6月末分别击穿7.1、7.2关口。近两月以来，美元指数呈现持续走高态势，人民币贬值压力进一步加大，离岸汇率多次突破7.3关口。综上所述，今年5月份以来人民币对美元汇率出现较为明显的贬值走势，年内对美元贬值幅度一度超5%，呈现出明显弱势格局。我们认为本轮人民币汇率贬值主要原因在于国内经济修复不及预期以及中美货币政策周期错位，具体来看：

国内经济恢复放缓，经济内生动力不足。低基数效应下，2023年二季度我国GDP当季实际同比增速回升至6.3%，不及市场普遍预期。这主要还是因为在疫后积压的需求集中释放后，二季度经济动能快速回落，PMI持续位于荣枯线下方。转入7月，各项经济数据再度走弱，信贷数据也落入历史低位，基本面持续呈现弱势格局。其中7月出口增速-14.5%创2020年3月以来新低，人民币贷款新增3459亿元，信贷融资全方面走弱。8月经济数据有所好转，工业生产加快，消费、信贷触底反弹，但外贸、地产、民企等领域依旧偏弱，信贷结构仍待改善，居民端就业、收入预期不稳限制内需修复，整体来看数据的边际改善更多是靠政策层面驱动，市场化的自发力量仍显不足，经济恢复向好基础仍需巩固。总体来说，二季度以来，中国宏观经济恢复不及预期，同时政策落地到经济内生动能修复仍有时滞，全球资本对人民币汇率回升的信心不足，是本轮人民币汇率持续调整的一个重要因素。

中美货币政策分化、利差持续倒挂、资本外流压力加大。中国货币政策方面，由于经济延续弱复苏态势、实体需求不振，叠加物价保持低位实际利率偏高，央行6、8两月接连降息，引导LPR、存款利率持续下行。此外，央行第二季度《中国货币政策执行报告》延续了7月政治局会议关于“更好发挥货币政策工具的总量和结构双重功能”的定调，同时重提了“加大宏观政策调控力度”，预计后续货币政策的宽松取向将有所延续，年内仍有降准降息空间。美国货币政策方面，美联储在7月议息会议宣布，将联邦基金利率目标区间上调25个基点到5.25%到5.50%之间，这也是美联储6月暂停加息一次后再次重启加息。自去年3月以来，美联储累计加息11次，累计加息525个基点。考虑到8月美国物价数据高于预期，显示通胀较为顽固，加之经济仍具韧性，美联储或将峰值利率水平维持更长的时间。在中美经济周期及货币政策持续分化的大背景下，一方面，美国经济韧性凸显，通胀仍保持粘性，导致美元指数反弹，美债收益率上行；另一方面，国内货币政策转向宽松，债券利率下行，致使中美利差持续倒挂，跨境资金外流压力加大。

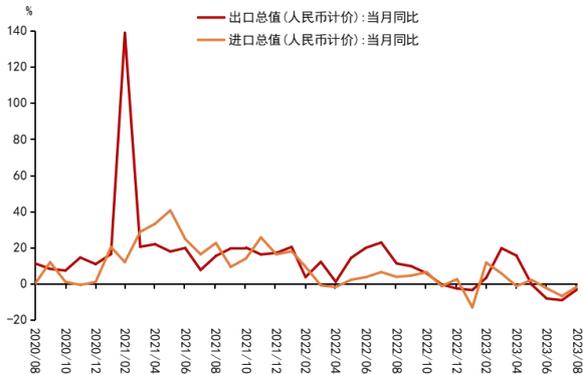
不过也要看到，在8月份以来的一系列政策加力推进背景下，人民币汇率走势进入震荡反复格局，贬值走势趋于缓和。在9月8日离岸人民币汇率最低跌至7.3682后，随着政策释放稳汇率政策，离岸人民币应声大涨，随后人民币兑美元离岸汇率一度回升到7.25水平，虽然近期仍有波动，但整体贬值速度明显减缓，步入震荡反复格局，显示出前期无论是管理层表态，还是上调跨境融资宏观审慎调节参数，还是下调外汇存款准备金率2个百分点，以及增发离岸央票，已经在逐步改善市场预期，加上国内稳增长政策也同步发力，近期人民币汇率走势呈现改善迹象。

图 1：人民币汇率走势



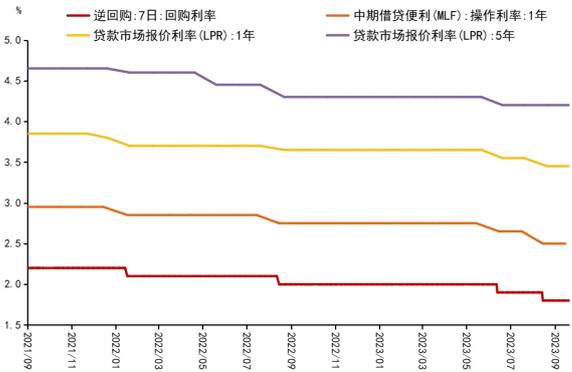
数据来源：iFinD、东莞证券研究所

图 2：进出口同比增速



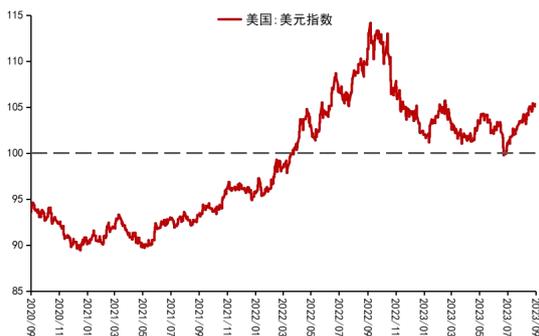
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 3：近年央行政策利率调整情况



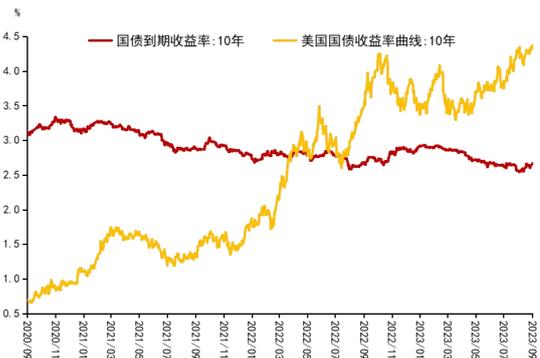
数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 4：美元指数走势



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 5：中美 10 年期国债收益率



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

二、回顾中国汇率体制改革历程及成效分析

人民币汇率形成机制改革是中国根据国内外经济环境的变迁，不断优化汇率制度安排，提升汇率政策的主动性和适应性，推进人民币国际化进程，促进经济的均衡和高质量发展的重要举措。

我国的人民币汇率形成机制经历三次主要汇改，分别发生在 1994 年、2005 年和 2015 年。1994 年的改革实现了汇率的一次性调整和市场化定价，有利于扩大出口竞争力和外向型经济的壮大。2005 年的改革实现了汇率与一篮子货币的动态调节，有利于缓解美元波动的传导，增加国内消费和结构优化。2015 年的改革增强了人民币汇率中间价的市场化水平，有利于反映市场供求状况，提高人民币在国际金融市场的影响力和竞争力。

1、人民币汇率制度改革历程

(1) 1994年1月，中国开始实施单一的浮动汇率制度，取消了之前的官方汇率和市场汇率的双轨制。此次汇改的主要目标是保持人民币汇率的稳定性，增加外汇储备，建立一个统一和规范的外汇市场。

a. 汇改背景：为了适应国内外经济形势的变化和国内自身发展的需求，央行决定对人民币汇率实行并轨制度改革。改革前夕，中国面临经济过热和资本外流的问题，同时经常账户逆差和外汇储备不足也给汇率稳定带来压力。此外，原来的汇率双轨制也存在着市场失灵和腐败滋生的弊端。为了更好地参与国际经济合作、促进对外贸易和吸引外资，中国需要建立一个以市场为基础的有管理的浮动汇率制度和统一规范的外汇市场。这一汇改目标在1993年11月的十四届三中全会上被正式提出，体现了市场经济改革的深化。

b. 改革内容主要包括：一是取消双轨制，实行单一浮动汇率制，由国家外汇管理局根据市场供求状况调节汇率；二是取消外汇留成和上缴制度，实行结售汇制度，企业在指定银行办理外汇收支业务；三是建立全国统一、规范的外汇交易市场，提供外汇现货和远期交易服务；四是实行经常项目下人民币有条件可兑换，对于经常项目下的外汇收支，实行登记制度，符合规定者可自由兑换人民币。

(2) 2005年7月：中国启动了有管理的浮动汇率制度的探索阶段。“完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”是该阶段汇改的核心目标。

a. 汇改背景：中国在2001年加入WTO后为了更好地融入全球市场，将完善有管理的浮动汇率制列入我国2001年下半年的经济体制改革工作计划。同时在2000至2004年期间，中国经济进入高速增长的阶段，为汇改奠定了坚实的基础。此外，为了适应国际市场的需求和变化，中国政府也进行了一系列的汇率制度改革准备工作，包括放宽资本账户管制，提高商业银行资本充足率，优化外汇交易管理等。2005年上半年，中国经济快速增长和世界经济在平稳发展，外加通货膨胀也处于较低的水平，为汇率制度改革提供了良好的环境和时机。

b. 改革内容主要包括：第一，从固定汇率制转向有管理的浮动汇率制，人民币汇率不再单一地与美元挂钩，而是参考一篮子货币进行调节，根据市场供求变化进行适度调整；第二，改变人民币汇率中间价的确定方法，由参考银行间市场加权平均价改为参考前一日收盘价，以更好地反映市场供求关系；三是保持人民币汇率日浮动幅度仍保持在 $\pm 0.3\%$ 的范围内，但保留根据市场情况适时调整浮动幅度的可能性。四是继续完善外汇市场体系，扩大外汇市场参与主体，增加外汇交易品种，提高外汇市场运行效率。五是加强外汇管理，规范外汇市场秩序，防范和化解外汇风险，维护国家金融安全。

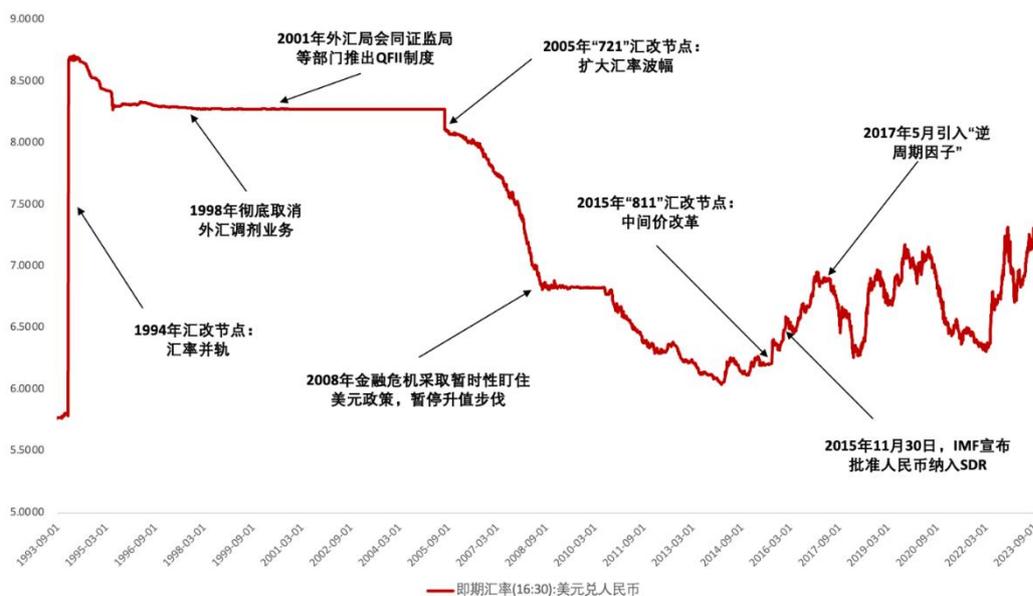
(3) 2015年8月：此次汇改是中国央行进一步推动汇率形成机制市场化，实现汇率制度从“类爬行安排”向浮动汇率制过渡的重要尝试。“完善人民币汇率市场化形成机制，强调市场在资源配置中发挥决定性作用”是该阶段汇改的核心目标。

a. 汇改背景：2014年以来，中国面临国内外宏观环境的较大变化，包括金融账户逆差、美联储宣布退出量化宽松政策而引发的美元升值压力、人民币实际有效汇率的超调等。为了应对新形势的需要，特别是为了推进人民币国际化和实现人民币加入SDR货币篮的目标，央行需要进行新一轮汇率制度改革。另一方面，当时人民币汇率贬值预期较强，导致汇率中间价与即期汇率之间出现较大的偏离，这不仅影响中间价的指

导作用和信号效应，也使得即期汇率出现“断崖式”下跌，制约人民币汇率弹性的改善。在这样的背景下，2015年的“811汇改”应运而生。

b. 改革内容主要包括：第一，央行改进了人民币兑美元中间价报价机制，使中间价更加反映市场供求关系，主要方法是引入上一个交易日的收盘价作为报价的重要参考因素。第二，央行在2015年12月11日发布了人民币汇率指数，以反映人民币对一篮子货币的综合变化情况，主要目的是引导市场关注人民币汇率的多边水平。第三，在收盘价和一篮子货币的基础上，央行适时引入了逆周期因子，以抵消市场过度波动和投机性因素的影响，维护人民币汇率的基本稳定。

图 6：我国汇率体制改革走势图



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、人民币汇率制度改革的效果和经验总结

(1) 1994 年汇改效果：1994 年汇改为中国出口导向型产业的快速发展提供了有利条件，同时也为中国经济的结构调整和国际竞争力的提升起到了积极的作用。此次汇率制度改革是一次成功的尝试，为中国外汇市场的和谐平稳创造了坚实的基础，使得中国外汇储备快速增长，为中国经济的发展提供了有力的支持。

首先，汇改目标基本达成，实现了汇率并轨，建立了全国统一、规范的外汇交易市场，并逐步完成配套性汇率制度改革。其次，名义汇率调整灵活性增强，汇率形成机制透明度提高。1994 年成为人民币由弱转强的分水岭，人民币兑美元汇率基本稳定在 8.2-8.7 的区间。另外，此次汇改有利于资源优化配置，促进经济增长。1994 年汇改后，国内经济发展势头逐步向好，外汇储备稳步增长。1994 年至 2004 年期间，中国 GDP 年均增速高达 9.5%，外汇储备从 516 亿美元增长至 6099 亿美元。此外，汇率并轨解决了人民币汇率高估的难题，并从制度上解决双轨制下的寻租与腐败现象。最后，人民币汇率此次一次性大幅调整却没有形成进一步贬值预期，非但没有引发国内通胀失控，反而极大地刺激了出口导向型制造业的增长。由于这次汇率调整的幅度超出了市场的预期，因此在汇改后，市场并没有形成进一步的贬值预期，而是随着中国经常账户顺差的持续扩大，人民币兑美元汇率呈现出持续升值的趋势。

(2) 2005 年汇改效果：2005 年的汇改结束了央行自 1994 年起实施的与美元挂钩的固定汇率制度，转向以一篮子货币为参照的有管理的浮动汇率制度，以推进汇率的市场化改革。此次汇改取得了阶段性的成效，其主要表现有四方面。首先，该阶段的汇改目标“完善人民币汇率形成机制，保持人民币汇率在合理、均衡水平上的基本稳定”已经基本实现。其次，汇率形成机制透明度有所提升，央行对外汇的干预程度降低，为人民币国际化提供了较好的发展环境。再次，央行采用了以“汇率篮子、波动范围和爬行速度”为主旨的 BBC 制度，提高了名义汇率的调节灵活性，同时也考虑了汇率的稳定性。最后，此次汇改促进了资源的优化配置，使商品和服务贸易达到了基本平衡，同时也显著改善了经常账户的失衡问题。不过，由于央行没有一步到位地调整汇率，致使人民币兑美元汇率的变化不能及时适应市场供求的变动。这种不彻底的汇率改革，也为下一阶段的汇率改革带来了更大的困难和挑战。

(3) 2015 年汇改效果：该阶段的汇率制度改革方向是符合中国经济转型和国际金融市场发展趋势的。此次汇改的重要意义在于真正实现人民币汇率与一篮子货币的有效挂钩，更好地反映人民币在国际市场上的多边供求关系，提高人民币汇率的灵活性和稳定性，增强人民币的弹性和韧性。汇改后，人民币弹性和名义汇率调整灵活性有所增强，波动性增加的汇率能够更好地发挥国际收支调节与缓冲外部负面冲击的作用，并有助于进一步增强国内货币政策的独立性。

整体来看，我国经历了多轮汇改，人民币汇率形成机制趋于完善，在吸收外部冲击和调节国际收支方面发挥更重要的作用，而随着人民币汇率市场化形成机制不断完善、弹性增强，使得国际投资者和市场主体对持有人民币资产的信心增强，人民币的国际避险货币、投融资货币和储备货币功能不断强化，人民币国际化进程有序推进。未来，央行将继续稳步深化汇率市场化改革，完善以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度，坚持市场在汇率形成中起决定性作用，发挥汇率调节宏观经济和国际收支自动稳定器功能。除此之外，面对汇率市场异常波动风险，央行在对市场顺周期、单边行为进行纠偏的调节手段、调节工具方面也在不断加强，也将是未来调控汇率波动的重要一环。

表 3：三次人民币汇率改革对比

	1994 年汇改	2005 年汇改	2015 年汇改
汇改时间	1994 年 1 月 1 日	2005 年 7 月 21 日	2015 年 8 月 11 日
汇改主要内容	1. 汇率并轨 2. 强制结售汇 3. 经常项目下人民币可兑换（有条件的） 4. 建立银行间外汇市场 5. 实行“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度”	1. 重启汇率的“市场化改革” 2. 选择“一篮子货币”进行汇率定价 3. 报价机制更加市场化 4. 丰富交易类型 5. 逐步放大汇率浮动范围	1. 人民币报价机制纳入更多货币以维持汇率的灵活稳定 2. 央行让人民币汇率一次性贬值 1.86%
汇率压力	人民币面临升值压力	人民币面临升值压力	人民币面临贬值压力
汇改效果	外汇储备快速增长	透明度有所提升，干预程度降低	单边升贬值预期被打破，弹性显著增强，汇率双向波动成为常态

资料来源：东莞证券研究所整理

三、外汇政策工具体系逐步完善，政策工具有效性增强

1、央行外汇政策“工具箱”充足，体系逐步完善

近年来，央行已退出动用外汇储备对外汇市场进行直接干预，但我国央行还拥有公开喊话、外汇存款准备金、外汇风险准备金、跨境融资宏观审慎调节参数、离岸央票、逆周期因子等多种汇率政策工具。总体来看，央行稳定汇率的政策“工具箱”储备充足，体系逐步完善。

具体来看，除前述通过公开喊话加强与市场沟通外，央行比较常用的外汇政策工具有：

外汇存款准备金率。外汇存款准备金率是指金融机构交存央行的外汇存款准备金与其吸收外汇存款的比率，人民银行可通过下调外汇存款准备金率，减少商业银行需要上交的外币资金，增加外汇市场供应量，一定程度上抑制人民币贬值。2022年以来，央行共进行了3次外汇“降准”，外汇存款准备金率由2021年底的9%快速降至目前的4%，均对汇率起到较好的引导作用，适度缓和了当时的人民币贬值压力。

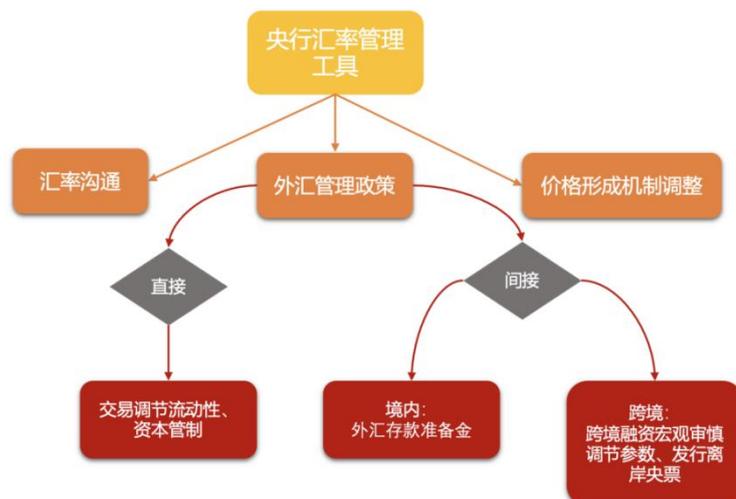
外汇风险准备金率。外汇风险准备金率是指金融机构在从事远期售汇业务时作为保证金存放央行以应对市场波动风险的资金比例。人民银行通过上调外汇风险准备金率，增加银行缴存准备金的压力，抬升了外汇远期交易成本并传导至客户，从而抑制市场主体的远期购汇行为。2022年9月28日起，央行将远期售汇业务的外汇风险准备金率从0上调至20%。

跨境融资宏观审慎调节参数。跨境融资宏观审慎调节参数调整是指央行根据国际收支状况和金融稳定的需要，对跨境融资活动进行宏观审慎管理的一种手段。人民银行通过上调跨境融资宏观审慎调节参数，提高了境内企业或金融机构的跨境融资余额上限，境外融资空间的扩大能够满足更多的外资融入需求，从而增加境内外汇的流动性，起到稳定汇率的效果。2022年10月央行上调跨境融资宏观审慎调节参数至1.25，今年7月又将其上调至1.5，有效发挥了稳定外汇市场预期的作用。

离岸央票。中央银行票据即中国人民银行发行的短期债券，央行通过发行央行票据可以回笼基础货币。2018年11月以来，央行在香港建立了离岸央票的常态化发行机制，对离岸人民币的流动性进行管理，以稳定离岸人民币汇率。近一个月以来，央行大幅增加香港离岸央票的发行量，以回笼离岸市场人民币并稳定外汇市场预期。

逆周期因子。2017年5月央行在人民币汇率中间价报价模型中引入了逆周期因子，将中间价定价机制扩展为“收盘汇率+一篮子货币汇率变化+逆周期因子”，以对冲外汇市场上的“羊群效应”和顺周期性，使中间价能更好地反映宏观经济基本面和外汇市场供求变化。2020年10月27日，央行宣布暂停逆周期因子。但近期，人民币汇率中间价与市场预测出现大幅偏离，一定程度上显示出央行通过稳定中间价以释放稳定人民币汇率的信号。

图 7：央行汇率管理工具体系



数据来源：东莞证券研究所

表 4：央行汇率政策工具箱

分类	工具	作用机制/原理	影响程度
其他	公开发言	通过发文、官员讲话等形式引导汇率预期	强度偏低 信号意义较强
外汇流动性管理工具：通过调节境内外汇和人民币供需进行流动性管理，进而影响人民币汇率	外汇存款准备金率	在不影响本币体系的前提下，调控境内美元供求	各有侧重 强度适中 近年使用频率较高
	跨境融资宏观审慎调节参数	通过调节境内金融机构和企业的跨境融资的风险加权余额上限，影响跨境资金流动	
	远期外汇业务风险准备金率	调节金融机构的远期外汇业务成本	
	离岸央票	通过调节离岸市场人民币流动性、拆借利率等，影响离岸汇率，并进一步影响在岸汇率	
人民币汇率中间价形成机制	逆周期因子	对中间价的逆周期调节，直接影响汇率中间价	强度较高
央行直接干预	外汇储备	运用官方外汇储备直接干预外汇市场	强度最高

资料来源：东莞证券研究所整理

2、外汇工具实施效果回顾及本轮效果预期

简单回顾下央行外汇政策工具的效果

(1) 外汇存款准备金率

历史上，央行在 2021 年 5 月 31 日将准备金率由 5% 上调至 7%，在 2021 年 12 月 9 日将准备金率由 7% 上调至 9%，在这两次调整过程中，第一次人民币汇率出现了短暂的贬值，第二次人民币仍旧维持原先的升值趋势。而在 2022 年 4 月 25 日和

2022年9月5日两次下调时，人民币汇率依旧维持原先的贬值趋势。整体来看，该政策对稳定人民币汇率的效果不太显著。

（2）外汇风险准备金率

2015年8月31日，央行将外汇风险准备金率从0%上调至20%，人民币短暂回摆升值，随后几个月再度下跌。在2017年9月11日，央行将外汇风险准备金率从20%下调至0%，人民币短暂回摆贬值，随后几个月再度升值。

而在2018年8月3日上调，2020年10月10日下调，这一轮周期中，该政策调整也只是短暂导致人民币汇率短暂回摆，并没有扭转原先的趋势。而在2022年9月26日上调后一个月，人民币见底回升。

这个政策在短期内可以起到稳定人民币汇率的作用，但中期偏缓解趋势的效果，较难扭转原有的趋势。

（3）跨境融资宏观审慎调节参数

历史上，央行在2020年3月12日上调参数，随后几个月人民币开始升值，央行在2020年12月11日和2021年1月4日分别将金融机构和企业的参数从1.25下调至1，随后人民币的升值趋势减弱。央行在2022年10月15日再度将参数上调至1.25，人民币汇率贬值趋势有所改善。从过往情况来看，该政策对扭转汇率走势具有较好的效果。

（4）逆周期因子调节

2017年5月26日启用逆周期因子，随后几个月人民币开始升值；2018年1月19日央行宣布逆周期因子恢复中性，人民币升值趋势得到缓解，随后几个月开始贬值；2018年8月24日央行重启逆周期因子，人民币贬值趋势得到缓解，随后出现了一波小幅升值。总体政策效果较为有效。

整体来看，外汇存款准备金率、外汇风险准备金率在调节汇率波动的效果方面略偏弱一点，而跨境融资宏观审慎调节参数和逆周期因子的调节效果更佳。

值得注意的是，对于今年以来的汇率波动，近期央行频繁动用多种汇率政策工具，通过“组合拳”的方式加强调控，积极释放预期管理信号，将有效缓解人民币贬值压力，对冲汇率波动风险。

一是央行于7月20日上调跨境融资宏观审慎调节参数至1.5。上调系数后，企业或金融机构可跨境融入更多外汇资金，一定程度上有望缓解人民币贬值预期，但企业外债规模和自身经营及海外市场利率有关，参数上调并不会直接带来外债流入和结汇增加，驱动汇率的仍是经常账户（净出口预期），因此参数上调的效果主要在于向市场传递出清晰的稳汇率信号。

二是央行于9月15日调降外汇存款准备金率2个百分点。截至8月末，我国外币存款余额为7954亿美元，以此估算此次外汇存款准备金率下调后能释放约159亿美元的流动性，这一数字远低于我国外汇市场日均总交易规模和即期交易规模。因此，下调外汇存款准备金率对市场流动性的实际影响可能较小，更多的是起到预期引导的作用，释放明确的稳定汇率信号。

三是央行在港增发离岸央票。近两月，央行接连在香港增发了3个月及6个月期限央票各100亿元，加大对离岸市场人民币的回笼力度，通过直接收紧流动性调节离岸人民币供求关系，传达出央行希望缓解人民币连续贬值压力的信号。

四是近期央行着手稳定中间价。自2020年10月27日央行宣布暂停逆周期因子后，虽然官方尚未披露重启该因子，但近期人民币汇率中间价的实际公布值大幅强于彭博一致预期，且波动显著小于离岸即期汇率。一定程度上反映出人民币汇率中间价形成机制存在潜在调节，央行通过稳定中间价以释放稳定人民币汇率的强信号。

总而言之，自五月以来，人民币汇率面临较大下行压力，近期美元兑离岸人民币更是跌破7.3关口。在此背景下，央行调整了外汇存款准备金率和跨境融资宏观审慎调节参数，同时增发离岸央票，充分释放出加强逆周期调节、稳定市场预期的政策信号，起到稳定汇率和市场情绪的作用。此外，本轮调控也有对冲此前央行6、8两月接连降息所带来的人民币汇率超调风险的意图，此举有助于增强人民币汇率企稳回升态势。

结合近期央行对各种汇率政策工具的运用，以及货币当局继续加强汇率预期调控“维稳汇率”的信号，坚决防范汇率超调风险，我们认为本轮调控将有望释放积极政策信号、放缓汇率波动斜率，而结合管理层加大稳增长政策力度，特别是三季度以来，部分宏观经济数据出现适度回暖迹象，将有助于稳定市场预期，并逐步扭转人民币贬值趋势，最终实现保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定。

表 5：近年来央行外汇政策工具使用情况汇总

时间	工具	调整幅度
2018年8月	逆周期因子	重启逆周期因子
2020年10月	逆周期因子	暂停逆周期因子
2021年1月	跨境融资宏观审慎调节参数调整（企业）	下调1.25到1.0
2021年6月	外汇存款准备金率调整	由5%上调至7%
2021年12月	外汇存款准备金率调整	由7%上调至9%
2022年5月	外汇存款准备金率调整	由9%下调至8%
2022年9月	外汇风险准备金率调整	从0%上调至20%
2022年9月	外汇存款准备金率调整	由8%下调至6%
2022年10月	跨境融资宏观审慎调节参数（企业+金融机构）	上调1.0到1.25
2023年7月	跨境融资宏观审慎调节参数（企业+金融机构）	上调1.25到1.50
2023年9月	外汇存款准备金率调整	由6%下调至4%

资料来源：东莞证券研究所整理

四、人民币汇率未来走势及对市场影响

1、短期人民币汇率或低位震荡，中长期有望企稳

短期来看，美元指数因美国经济韧性仍处在高位，人民币汇率在美元走强、中美利差持续倒挂的外部扰动下运行偏弱。此外，央行降息、降准落地进一步加深了中美货币政策分化，跨境资金外流压力有所加大，叠加经济预期不稳，人民币对

美元汇率短期内或继续处于低位震荡格局。但与此同时，央行积极动用稳汇率政策工具，释放预期管理信号、放缓汇率波动斜率，上周在政策组合拳加基本面数据的合力下，离岸人民币汇率于9月11日从7.36一度升破7.30，政府稳预期、稳外资的决心进一步坐实。

值得注意的是，中国人民银行货币政策司司长在回应“人民币贬值”相关问题时明确指出，“人民币对美元汇率非常重要，但并不是人民币汇率的全部，还应该综合全面看待，更加关注人民币对一篮子货币汇率的变化”。我们要看到，近期人民币对美元虽然有所贬值，但对一篮子货币保持基本稳定，对非美主要货币保持相对强势。数据显示，9月15日CFETS人民币汇率指数录得6月以来的最大值98.51。整体来看，我们不应对人民币汇率贬值风险过分担忧，一方面，人民币对非美主要货币保持相对强势；另一方面，人民币对美元汇率贬值压力主要是短期、阶段性的，支撑美元的外部因素正在减弱。

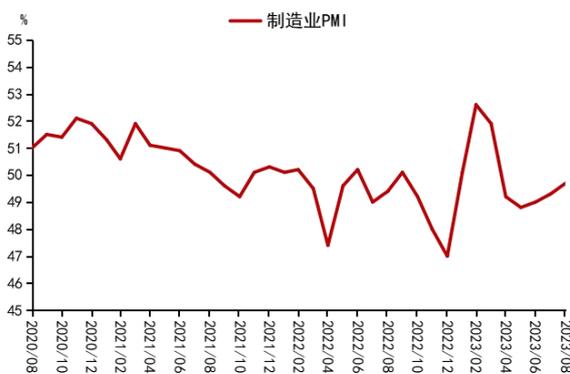
长期来看，国内各项政策持续加码见效，经济基本面的修复趋势将逐步得到数据验证，叠加美联储加息周期接近尾声，人民币汇率的积极因素正在累积。

首先，国际方面，在美元加息进入尾声、美国经济存在衰退可能的前景下，未来一段时间美元指数易降难升，美元走强不可持续。在最新的9月份美联储议息会议纪要显示，美联储将维持基准利率不变，在决议措辞中保留了未来继续加息的可能性，点阵图显示，多数FOMC委员预计年内还会再有一次加息，2024年美联储将需要降息，以确保软着陆的情景真正成为现实。

其次，国内方面，随着国内稳经济、稳预期政策密集出台落地，8月CPI同比增速触底转正，进出口边际改善，经济金融数据好于预期，消费明显回暖，经济“进”的势能正在积聚，有望逐步改善市场预期，人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定具有坚实基础。

我们认为，基本面的企稳改善将在很大程度上扭转市场对经济增长的悲观预期，改善市场情绪。因此，中长期来看，经济修复速度企稳回升叠加美联储本轮加息周期接近尾声，全球资本对人民币的信心将有所提振，叠加央行外汇政策的推进，我们认为后续人民币汇率有望企稳。

图 8：制造业 PMI 指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

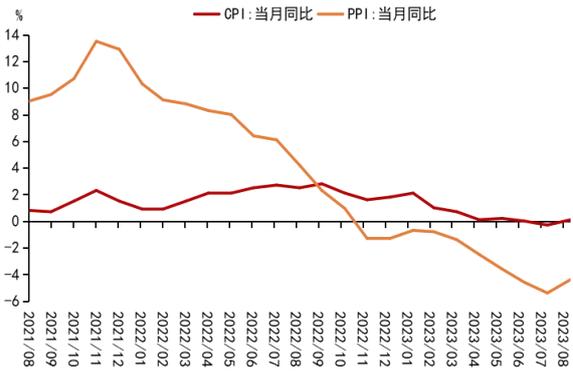
图 9：新增人民币贷款同比增加情况



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

图 10：CPI 和 PPI 同比价格涨幅

图 11：CFETS 人民币汇率指数



数据来源：iFinD，东莞证券研究所



数据来源：iFinD，东莞证券研究所

2、稳汇率对市场影响：积极因素不断积攒，提高市场从“政策底”向“市场底”的切换速度，推动市场企稳修复

7月24号政治局会议后，经济稳增长政策应出尽出，以促进经济加快修复，去扭转市场对经济增长的悲观预期。此外，印花税减半征收以及证监会政策的“三箭齐发”等资本市场利好政策也频频落地，以活跃资本市场的决心。然而，国内经济的恢复步伐放缓、经济内生动力不足、中美货币政策分化、利差持续倒挂、资本外流压力加大等因素相互交织，催化了人民币加速贬值。汇率的持续贬值导致以人民币为计价单位的资产吸引力降低，放大了市场偏谨慎的情绪，继而导致市场修复速度较为缓慢。

不过，随着国内各项政策的持续加码和见效，8月的宏观经济数据亦初步验证当前经济基本面正不断修复。另外，央行积极动用稳汇率政策工具，释放预期管理信号、放缓汇率波动斜率，叠加美联储加息周期接近尾声，人民币汇率走稳的积极因素正在累积。

随着人民币汇率的逐步走稳，一方面，当前稳经济、稳外汇等政策密集部署，印花税减半征收、证监会政策“三箭齐发”、险资增量资金入市空间打开等资本市场利好政策落地，上市公司业绩底部或已现，将夯实市场走稳的基础，而汇率走稳则进一步积攒积极因素，抬升市场风险偏好，加快市场从“政策底”切换至“市场底”的过程。另一方面，当前我国主要指数估值处于历史相对低位。截止至2023年9月19日，上证指数、深证成指和创业板指的市盈率PE（TTM）分别为13.12、22.29和29.41，分别处于历史的18.81%、37.67%和1.82%分位附近。对比其他发达国家的估值，具有较高的安全边际和估值吸引力，汇率的走稳将极大改善国际资金配置及流向变化。此前受到人民币汇率贬值压力影响，北向资金在三季度一度出现较大幅度流出压力。不过随着后续汇率的走稳，将进一步提升以人民币为计价单位的资产吸引力，拔高我国指数的安全边际，吸引北向资金的再流入及国际资本的介入，缓解近期市场对资金面的担忧情绪。

总之，当前稳经济、稳外汇等政策密集部署，活跃资本市场的相关举措亦持续落地，将带动市场主体信心的修复。随着经济数据边际好转、汇率的适度走稳叠加活跃资本市场的相关政策效能持续释放，将持续积蓄做多能量，加快“政策底”向“市场底”的切换，推动市场后续企稳修复。

五、风险提示

内需恢复不及预期，消费延续疲弱，从而加大经济稳增长压力；海外经济超预期下滑，以及中美贸易摩擦超预期恶化，导致外需回落，国内出口承压；全球主要经济体超预期延长加息周期，高利率环境使全球经济增速明显放缓，压缩国内资金面；海外信用收缩引发风险事件，可能对市场流动性造成冲击，干扰利率和汇率走势。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn